

(抜 刷)

# 日本銀行のマイナス金利政策とその影響

——副作用を中心として——

齊 藤 壽 彦

千 葉 商 大 論 叢

第54巻 第1号

2016年9月

## 〔論 説〕

# 日本銀行のマイナス金利政策とその影響 —副作用を中心として—

齊 藤 壽 彦

## 目 次

はじめに

### I 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入

- 1 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入の背景
- 2 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の内容

### II マイナス金利政策の目的と効果波及経路

- 1 政策の目的
- 2 政策の効果波及経路

### III マイナス金利政策の効果の限界

- 1 景気刺激効果の限界
- 2 物価引上げ効果の限界
- 3 円安効果の限界
- 4 株価引上げ効果の限界

### IV マイナス金利政策の副作用

- 1 金融機関に及ぼす影響
- 2 金融市場機能に及ぼす影響
- 3 日本銀行に及ぼす影響
- 4 生命保険に及ぼす影響
- 5 退職給付債務、企業年金運用、公的年金積立金運用への影響
- 6 家計に及ぼす影響
- 7 財政に及ぼす影響

むすび

## はじめに

日本銀行は、2016年1月29日の政策委員会・金融政策決定会合において「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。今後は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていくこととした。

従来は、金利はゼロ%を下回ることはないと考えられてきた。日本銀行は初めてマイナス金利政策の導入を決定した。賛成5、反対4の僅差で決定されたこの方策はきわめてわかりづらい。このマイナス金利政策はどのような背景のもとに決定されたのであろうか。この政策の内容はどのようなものであろうか。その政策の目的は何か。その目的は果たせた

のか。その政策にどのような問題点があったのか。本稿ではこの問題を検討し、特にその問題点について詳しく考察する。

このようなことを、主として、日本銀行資料、新聞記事、商業雑誌記事などを用いて明らかにしたい。

なお、ヨーロッパにおけるマイナス金利の導入や日本におけるマイナス金利の先駆的形態については別稿に譲る<sup>(1)</sup>。また、マイナス金利政策の家計への影響や金融機関への影響については今後さらに検討を続けたい。

## Ⅰ 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入

### 1 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入の背景

まず最初に、日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入するに至った背景を、この政策の導入当時の黒田総裁の講演に基づいて述べておこう。

消費者物価（価格変動が激しい生鮮食品を除く）の前年比は、「量的・質的金融緩和」導入直前のマイナス0.5%から、2014年4月には消費税率引き上げの影響を除くベースで、+1.5%まで高まった。しかし、この年の夏以降、原油価格の大幅下落などが生じた結果、消費者物価の前年比は次第に低下し、2016年はじめ頃には0%程度で推移した。

黒田総裁は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2017年度前半頃に「物価安定の目標」である2%程度に達すると予想した。しかしこうした見通しには様々なりスク（デフレマインドの転換が遅れてしまう恐れ）があった。それには以下のような重要な要因があった。

第1は、企業行動の転換である。デフレマインドが転換するには時間がかかる。海外経済の不透明感などによって企業のコンフィデンスが低下すれば、デフレ的な企業行動に逆戻りしてしまうリスクが大きかった。

第2は、新興国・資源国経済の減速である。マイナス金利決定当時、中国をはじめとする新興国や資源国経済の先行きに対する不透明感が強まっていた。こうした中、原油をはじめとする国際商品市況が大幅に下落していた。

新興国・資源国経済の一段の減速は輸出の減少につながるリスクがあった。より注意すべきは、コンフィデンスを通じた影響であった。すなわち、今後、新興国・資源国経済の先行き不透明感や金融市場の不安定な動きを背景に、企業のコンフィデンスが低下すれば、設備投資や価格・賃金設定スタンスが慎重化するリスクがある。こうしたリスクが顕在化すれば、所得から支出への前向き循環という景気回復のメカニズムに支障をきたすほか、物価の基調に対しても影響が及ぶ。

日本銀行では、こうして2%の「物価安定の目標」を達成するために「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を決定するに至ったのである<sup>(2)</sup>。

### 2 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の内容

日本銀行は、2016年1月29日の政策委員会・金融政策決定会合において、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。今後は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元

(1) これらについては 徳勝礼子 [2015] 等を参照されたい。

(2) 以上については黒田東彦 [2016a] を参照されたい。

で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていくこととした。その内容は以下のようなものである<sup>(3)</sup>。

① 「金利」政策として、マイナス金利を下記のように導入した。

日本では、中央銀行預金の規模が、桁違いに大きく、そのすべてにマイナス金利をかけると、金融機関の負担が大きくなりすぎ、かえって金融仲介機能に悪影響を与えるリスクがある。そこで、日銀預金の増加分にマイナス金利をかけるという方法をとって、市場に十分影響を与えると同時に、副作用はできるだけ小さくするような設計とした。

日本銀行は金融機関が保有する日本銀行当座預金にマイナス0.1%のマイナス金利を適用する。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。(2016年2月16日からの準備預金積み期間から実施する。)

具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する。階層構造方式は、マイナス金利の適用が金融機関収益を過度に圧迫し、かえって金融仲介機能を弱めることを防ぐ観点から、スイス、スウェーデン、デンマークなど、大きめのマイナス金利を実施している国々で、採用されている。

第1図は日銀当座預金の3段階の階層構造を示している。この内容は次のようなものとなる<sup>(4)</sup>。

(1) 「量的・質的金融緩和」の下で各金融機関が積み上げた既往の残高については、従来通り、+0.1%金利を適用する。具体的には、2015年1月から12月までの積み期間(基準期間)の当座預金の平均残高を「基礎残高」(基準平均残高)とし、この当座預金(220兆円)には準備預り金(所要準備額9兆円)を含み、この基礎残高を次年度以降変更することは予定せず、この基礎残高から「所要準備額(ゼロ金利が適用)」を差し引いた約210兆円について、0.1%金利を適用する。

(2) 次の合計額「マクロ加算残高」(所要準備+マクロ加算額)にはゼロ金利を適用する。

①所要準備額に相当する残高9兆円、②金融機関が貸出し支援基金及び被災地金融機関支援オペを受けている場合には、その残高に対応する金額(貸出支援金、被災地支援オペ30兆円、ゼロ金利対象には共通担保資金供給も含む)、③日銀当座預金残高が増加することに鑑み、適宜のタイミングでマクロ加算額(①の基礎残高に掛目をかけ算出)を加算していく。この掛目(基準比率)は金融政策決定会合で決定する<sup>(5)</sup>。

(3) 各金融機関の当座預金残高のうち、(1)と(2)を上回る部分(「政策金利残高」)に、

---

(3) 日本銀行「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の導入」2016年1月29日、日本銀行ホームページ。「日本銀行当座預金のマイナス金利適用スキーム」同日、日本銀行ホームページ。早川英男[2016]は、マイナス金利政策は効果と副作用を慎重に評価しながら徐々に進めていくべきであると論じる一方で、マネタリーベースを増やすことを目標とする量的・質的金融緩和と、マネタリーベースの増加にペナルティを課すマイナス金利政策とが正反対のものであり、マネタリーベース目標は撤廃すべきのものであると主張している(207-208ページ)。

(4) 日本銀行、上掲「日本銀行当座預金のマイナス金利適用スキーム」、同行「本日の決定のポイント」2016年1月29日、同行「日本銀行当座預金のマイナス金利適用に関する実務面のQ&A(取引先金融機関向け)」2016年2月10日、日本銀行ホームページ。

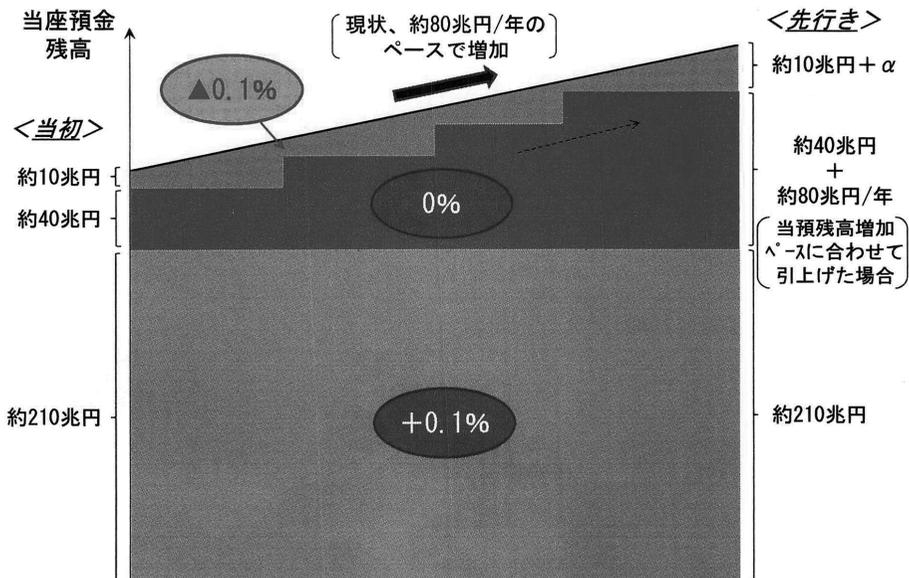
(5) 2月の時点では各取引先ともマクロ加算額はゼロであった(日本銀行、前掲「日本銀行当座預金のマイナス金利適用に関する実務面のQ&A」)。

マイナス0.1%のマイナス金利を適用する。2月の積期間の当座預金残高を260兆円とすると、マイナス金利が適用される政策金利残高は当初は約10兆円(260兆円 - 210兆円 - 40兆円)となる。

金融市場調節方針が継続すると仮定すれば、金融機関全体の当座預金残高(≒マネタリーベース)は年間約80兆円のペース、すなわち、3か月で約20兆円のペースで増加する。マクロ加算残高(当初約40兆円)を見直さなければ、増加分はすべて政策金利残高となり、3か月後には政策金利残高は30兆円(10兆円+増加分20兆円)となる<sup>(6)</sup>。

金融機関の現金保有額が基準期間から大きく増加した場合には、マイナス金利の効果が減殺されることを防止するために、その増加額を、0%や+0.1%が適用される残高から控除する。

第1図 3段階の日銀当座預金階層構造



(出所) 黒田東彦「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』への疑問に答える」図表6。

(6) 日本銀行、前掲「本日の決定のポイント」。日本銀行は、4月11日に、ゼロ金利適用の上乗せ分であるマクロ加算額について、4月16日および5月16日を起算日とする2積み期間は「基礎残高」の2.5%にすると発表した。これにより、4～5月の積み期間のマクロ加算額は220兆円の2.5%に当たる5.5兆円になる見通しとなった。これにともなって、2016年4月～5月の積み期間において、マイナス金利が適用される政策金利残高はおおむね10～30兆円程度(2016年4月積み期間から適用される、マネー・リザーブ・ファンドに関する特例措置によるマクロ加算残高の増加を加算)となる見込みとなった(日本銀行金融市場局「日本銀行当座預金のマクロ加算残高にかかる基準比率の見直しについて」2016年4月11日、日本銀行ホームページ)。マクロ加算残高の算出に用いる基準比率は、2016年6～8月の積み期間は7.5%とされ、日銀当座預金のうちマイナス金利が適用される政策金利残高は、上期3積み期間において平均して概ね10兆円台となる見込みとなった(日本銀行金融市場局「日本銀行当座預金のマクロ加算残高にかかる基準比率の見直しについて」2016年6月9日)。

② 「量」的政策である金融調節方針については、1月29日の政策委員会・金融政策決定会合で以下の通りとされた。

マネタリーベース（マネタリーベースとは、「日本銀行が供給する通貨」のことで、具体的には、市中に出回っているお金である流通現金（キャッシュ）（「日本銀行券発行残高」+「貨幣（铸貨）と「日銀当座預金」の合計値））が、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融調節を行う。

③ 「質」的政策である資産買入れ方針については以下のとおりとする。

長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう、買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする。

ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

（なお2016年7月29日に日本銀行は「金融緩和の強化」を決定し、ETF買入額を増加させることとした。すなわちETF保有残額が年間約6兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととし、これによりその保有残高は倍増することとなった）。

④ 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な緩和措置を講じる。

## Ⅱ マイナス金利政策の目的と効果波及経路

### 1 政策の目的

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」では目的、経済効果としてどのようなことが考えられていたのであろうか。

デフレとは、「物価が持続的に低下する状態」を言う。黒田総裁が問題にするのは、技術革新や生産性の向上による個別の財やサービスの価格低下ではなく、幅広い種類の財やサービスの価格低下により、物価が全体として低下していく状況である。こうしたデフレは、財やサービスを供給する企業の売上げを減少させ、儲からなくなった企業は、従業員を解雇するか、賃金を抑制する、これが消費を減退させ、財やサービスは一層売れなくなる、かくして、デフレは、いったん始まると、自己実現的にそのプロセスが進行して、「縮小均衡」に陥る、「緩やかだがしつこい」デフレは恐ろしい、と黒田総裁は述べている。このようなデフレのもう一つの問題点も同総裁は指摘している。人々の間に「先行き物価は上がらない、むしろ下がっていくものだ」という考えが定着するために、「名目金利」に比べて実質金利が高止まりして、金融政策の有効性を低下させてしまう、と黒田総裁はいう。かくして、「緩やかだがしつこい」デフレは、経済の活力を奪うとともに、金融政策の有効

性をも低下させる、恐ろしい慢性病」である、と黒田総裁はみなすのである<sup>(7)</sup>。

このようなデフレに対処するために、日本銀行は1990代末から様々な「非伝統的金融政策を採用してきた。すなわち、「ゼロ金利政策」(1999年2月導入、2000年8月に一時解除、2001年3月～2006年7月に実質ゼロ金利政策)、「量的金融緩和」(2001年3月～2006年3月)、「包括的な金融緩和」(2010年10月～2013年3月、実質ゼロ金利政策、資産買入等の基金の創設)、そしてアベノミクスの第1の矢とされた大胆な金融緩和の開始とみなされるデフレ脱却と経済成長実現のための政府・日銀の共同声明(2013年1月)のあと、「量的・質的金融緩和」(2013年4月～2016年1月)という政策を展開した。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」という新たに導入した政策は、これまでの「量」と「質」に、「マイナス金利」という緩和オプションを追加した新しい枠組みである。「量的・質的金融緩和」政策だけではデフレ脱却の目的が達成できなかったために、日本銀行は「マイナス金利」政策を加えてその目的を達成しようとしたのである。日本銀行によれば、金融緩和、実質金利の低下の推進、これによるデフレ脱却の促進を目的としたものであった。

マイナス金利政策についてその目的について立ち入って検討してみよう。この政策が「2%の『物価安定の目標』の早期実現を図る」という目的を有していたことは日本銀行当局が明言している。日本銀行は、「物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大」しており、「こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%の『物価安定の目標』に向けたモメンタムを維持するため、『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』を導入することとした」のである。マイナス金利政策は実質金利の低下を通じてのデフレ脱却を重視している<sup>(8)</sup>。

日本銀行は、マイナス金利政策について、円安誘導をその目的としたものではないとしている。だが金利低下(日米金利差の拡大)を通じた、円安による輸出数量の増大効果が考えられる。マイナス金利政策には、対外的配慮からその目的として円安誘導このことを明示することができないにしても、その政策には円安・ドル高への誘導、円高抑制が隠された狙い、目的があったのではないか。米ゴールドマン・サックスは「大胆な政策で為替市場の期待に働きかけようとした」とみていた<sup>(9)</sup>。古金義洋[2016]も、量的金融緩和の目的達成が難しくなったとしても、マイナス金利という材料が新たな円安要因になるため、量的緩和が鈍化しても、必ずしも円高に直結しないようにするといった狙いがあったと考えられる、と述べている(45ページ)。

日本銀行は、株価操縦という疑いをもたれてはいけなから株価を引き上げるということを目的として明示することはしない。だがマイナス金利政策にはこの意図もあったのではないか。水野温元日本銀行審議委員は、日本銀行のマイナス金利政策の狙いは、リスク資産価格の押上げと円高是正を狙ったものであると述べている<sup>(10)</sup>。

建部正義[2016]は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の真の狙いは、実質金利の

(7) 黒田東彦[2016c]2～5ページ。

(8) 日本銀行「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の導入」2016年1月29日、日本銀行ホームページ。黒田東彦[2016a]7ページ。黒田東彦[2016b]5ページ。

(9) 「検証 マイナス金利④」『日本経済新聞』2016年2月25日。

(10) 大崎明子「『なぜマイナス金利か』日銀は説明していない」『東洋経済ONLINE』2016年2月10日。水野氏は、日銀は表向きはいわないが、追加の緩和を行った狙いは円高圧力を緩和して、株価を押し上げることだろうと述べている。

低下→設備投資の増加，という実体経済への働きかけルートではなく，名目金利の低下→円高・株高への誘導，という金融市場への働きかけルートにあった，とさえ主張している。それは，円安・株高という共通のルートを介しつつ，アベノミクスへのテコ入れと2%の「物価安定の目標」とを同時に実現しようとする政策であった，とその政策を位置づけている（114－115ページ）。

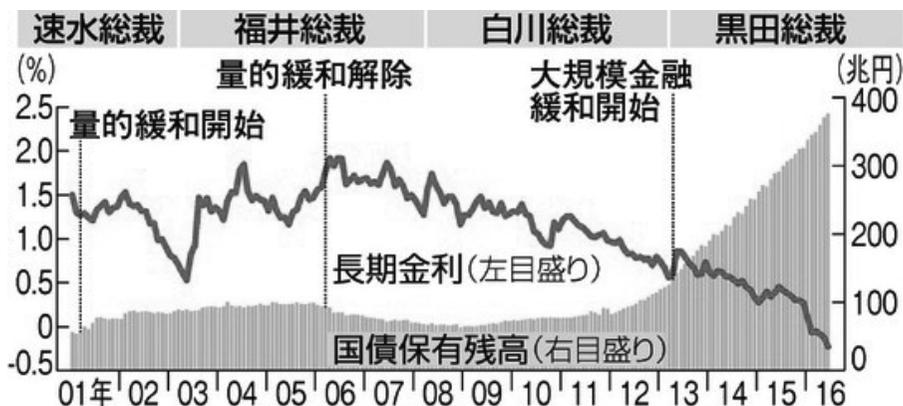
黒田総裁は，「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が「デフレからの完全な脱却を実現するための政策」であることを主張しつつ，「株高や円安方向の動き」を生ずることを認め，「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は「このルートをさらに強力に追求していく枠組み」であり，この政策は「資産価格にはポジティブな影響を与え」，「株高，円安の方向に力を持っている」ことに言及している。同総裁は株高や円安が企業収益を押し上げ，これが雇用や賃金の改善をもたらすことを認めている<sup>(11)</sup>。

実質金利の引下げによるデフレ脱却の推進が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の主目的であったことは確かであろうが，円安・株高誘導によるその推進も目的の一つとして考えられていたということができよう。

## 2 政策の効果波及経路

マイナス金利付き金融緩和の効果波及経路は次のようなものとされていた。マイナス金利→短期金利の引下げ→大規模な長期国債の買入れによる長期金利の引下げと相まって，金利全般に対する下押し圧力→予想物価上昇率から名目金利を差し引いた実質金利の低下→金融機関行動や金融市場を通じて，設備投資の活発化→経済と物価の押上げ<sup>(12)</sup>。

第2図 日銀の国債保有残高と長期金利



(注) 長期金利は新発国債の流通利回り。

(出所) 『日本経済新聞』2016年7月16日付。

(11) 黒田東彦 [2016b] 5, 7, 11 ページ。黒田日銀総裁がマイナス金利政策による，金利以外の相場への作用に明確に言及したのは2016年3月7日が初めてである（「黒田日銀総裁が『マイナス金利政策』批判に反論，『株高，円安の方向に力ある』『産経ニュース』2016年3月7日付）。

(12) 黒田東彦 [2016a] 7 ページ，黒田東彦 [2016b] 5～7 ページ等。また日本銀行企画局 [2015]，三菱東京UFJ 銀行 [2016] も参照されたい。

第2図にみられるように、すでに量的・質的金融政策のもとで金利は大幅に低下していた。マイナス金利の影響が最初にあられたのは債券市場である。長期金利の指標になる10年物国債の利回りは2月9日に初めてマイナス水準まで下がった。3月8日の債券市場では、10年物国債の利回りはマイナス0.1%と過去最低水準を更新した<sup>(13)</sup>。

金融機関同士が毎日の資金のやり繰りに利用する短期金融市場では、日銀が実際にマイナス金利を始めた2月16日以降に影響があらわれた。17日には翌日までの資金をやり繰りする翌日物取引で金利が10年ぶりにマイナスになった。6月15日の東京債券市場では、住宅ローン金利などの目安となる長期金利が一段と低下した(国債価格は上昇)。新発10年物国債の流通利回りは、マイナス0.195%と最低となった。国債の流通利回りは、満期5~40年で幅広く過去最低を更新した。これにはイギリスのEU離脱への懸念からの、安全資産とされる日本国債の買い入れや日本銀行が金融調節のために国債の買い入れを実施したことも影響していた<sup>(14)</sup>。

貸出金利も低下していった。2016年3月14、15日に開催された金融政策決定会合では、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入決定後、貸出の基準となる金利や住宅ローン金利ははっきりと低下しており、金利面では政策の効果はすでに表れているとの意見が出されていた<sup>(15)</sup>。

実質金利の引下げがある程度実現したとすれば、これが借入コストの抑制を通じて、設備投資を喚起すると言われている。実質金利の低下は実際には後述のようにマイナス金利政策下で明確にはみられない。だが、一部の企業は、借入金利や社債発行金利の低下によって利益を受けた<sup>(16)</sup>。

金利低下は為替や株式の市場にも波及した。金利の安い円がドルなどに対して売られ、円相場は一時121円台まで下落した。低金利で企業がお金を借りやすくなれば業績が拡大するという思惑や円安が進めば輸出採算の好転期待も高まることから、日経平均株価も日銀のマイナス金利決定直後に大きく上昇した。

マイナス金利政策に全く効果がなかったわけではなかった。一時的、部分的な効果はあったといえよう。

---

(13) 桐山友一・花谷美枝(編集部)「地銀収益に予想以上の打撃 定期預金お断わりの銀行も出現」『週刊エコノミスト』2016年3月22日号, 21ページ。

(14) 『朝日新聞』2016年6月16日付。2016年6月24日の英国の欧州連合(EU)からの離脱決定後、投資マネーは「安全資産」の日本国債に向かい、7月6日の東京市場では満期10年の新発国債の利回りが一時マイナス0.285%と過去最低となり、満期20年の新発債の流通利回りが一時初めてマイナスとなった(『朝日新聞』2016年7月7日付)。

(15) 日本銀行「金融政策決定会合における主な意見(2016年3月14、15日開催分)」日本銀行ホームページ。

(16) 2016年4~6月期に住宅投資が伸びたが、これは日銀の金融政策によるローン金利の低下が着工増につながったためである(『日本経済新聞』2016年8月15日付)。企業部門でもトヨタ自動車や東海旅行鉄道(JR東海)などが2016年春以降、期間10年を超える長期社債を相次いで発行した(『日本経済新聞』2016年8月14日付)。企業が特定の投資家向けに発行する私募債も増えた(『日本経済新聞』2016年8月13日付)。

### Ⅲ マイナス金利政策の限界

#### 1 景気刺激効果の限界

マイナス金利政策の効果には限界があった。これについて立入って検討しよう。

すでにマイナス金利政策採用以前に金利水準はきわめて低利となっていたから、マイナス金利採用後の金利水準の低下が設備投資に及ぼす影響は大きくはなりえなかった。また金利の低下の設備投資促進効果そのものに限界があった。設備投資に影響を与える要因としては、金融政策ではカバーできない部分が多い。経営者にとって、実質金利は設備投資を決定する一要素に過ぎない。ゼロ金利がマイナス0.1%に変わっただけで、企業経営者が負債を増加させて設備投資を大幅に増やすインセンティブにはなりにくい。期待成長率や期待収益率が高まらない限り、企業行動は容易に変わらないであろう<sup>(17)</sup>。マイナス金利導入を決定した日本銀行の金融政策決定会合において、石田審議委員は、これ以上のイールドカーブの低下が実態経済に大きな効果をもたらすとは判断されないとしてその政策に反対していた<sup>(18)</sup>。

日銀はマイナス金利の導入によって、さらなる銀行貸出の増加を期待しているが、国内には中小企業を中心に業績に停滞感が漂い、設備投資の勢いは弱かった。銀行貸出の伸びは不動産や医療・福祉に限られていた。また中小企業の資金需要では、赤字穴埋めなどの「後ろ向き融資」も多かった。日本は金利が下がったとしても、資金需要が喚起されにくい金融環境にあった<sup>(19)</sup>。

近年、設備投資の伸びには力強さが欠けているが、これには売上高の回復ペースが緩慢であることの影響が大きい。企業は、事業の先行きに対する自信を持たない限り、中長期的な視点で必要となる投資を積極化させることはない。企業の先行きに対する慎重な姿勢の背景には、賃金水準の低さに規定された国内消費需要の限界、海外経済の悪化や消費増税後の国内景気のもたつき、少子高齢化の進展などがある。このことが需給ギャップの有意な改善を困難にしているのである<sup>(20)</sup>。日本銀行の木内審議委員は6月24日に、マイナス金利政策は金利の低下をもたらしているが、それが貸出の増加には繋がってはいないと述べている<sup>(21)</sup>。

---

(17) 湯元健治 [2016] 1ページ。

(18) 「政策委員会金融政策決定会合議事要旨 (2016年1月28, 29日開催分)」2016年3月18日, 日銀ホームページ。

(19) 友田信男「貸出の実態 設備投資の意欲の低い中小企業 伸びるのは不動産、医療ばかり」『週刊エコノミスト』2016年3月22日号, 32-33ページ。マイナス金利の住宅建設刺激効果も弱かった。マイナス金利政策の住宅市場への影響については、大和ハウス工業の大野直竹社長は、人口減少や景気の先行きへの不安・消費者の不安もあり、住宅建設需要喚起はむずかしく、「住宅ローン金利」はすでに相当下がっており、需要喚起に効果があったとは思えない」と述べている（『日本経済新聞』2016年7月25日付）。人口減少社会である日本では、住宅の空き家率は約14%と急上昇しており（『日本経済新聞』2016年8月11日付）、貸家建設増加がマイナス金利下で大いに進むともいえない。

(20) 三菱東京UFJ銀行 [2016] 5～6ページ。農林中金総合研究所の南武志氏は「2014年4月の消費増税後は多くの経済指標で回復が見られない。足踏みや停滞といった表現が妥当だ」と指摘している（『日本経済新聞』2016年6月18日付）。

(21) 日本銀行「木内審議委員記者会見要旨—2016年6月23日」2016年6月24日, 日本銀行ホームページ。2016年7月末の都市銀行の貸出残高は186兆8074億円と、前年同期を0.7%下回った。残高減少は3年9カ月ぶりであった。日銀のマイナス金利で貸出金利は低下が続いていたが、企業の借入れ意欲はむしろ衰え気味であっ

日銀のマイナス金利政策で長期市場金利の一部はマイナス金利（利回り）となったが、銀行の企業への貸出金利はマイナスになりにくい。それどころか、銀行が法人預金にマイナス金利を適用すれば、企業の負担増となる<sup>(22)</sup>。

マイナス金利の導入による銀行の利ざや縮小が今後も進行し、銀行の経営体力を徐々に奪っていき、リスクをとって貸し出す銀行の余力を奪い、むしろ貸出意欲をそぐ可能性もある<sup>(23)</sup>。

預金者は金利収入の減少を甘受し、消費を切り詰める可能性がある<sup>(24)</sup>。

日本銀行が6月15～16日に開いた金融政策決定会合での「主な意見」を24日に公表した。これによれば「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」による金利低下の効果は着実に実態経済や物価高に波及しつつある」という意見があった。だが実際には2015年以降実質金利は下げ渋っており、このことはマイナス金利政策導入後についてもいえる。実質金利とは、名目金利から人々の予想物価上昇率を差引いた値であり、経営者などの実質的な金利負担感を示す。経営者がマイナスの物価見通しを持っていると、その分売上げが減るとの予想が広がり、実質的な金利負担感は重くなるわけである。実質金利が横ばいを続けており、投資や消費を刺激する効果が出にくくなっているのである（『日本経済新聞』2016年8月11日）。

## 2 物価引上げ効果の限界

三菱東京UFJ銀行の実証分析（マイナス金利政策導入前の期間を対象）によれば、実質金利の低下が民間需要を喚起する効果については、個人消費には有意な影響を与えていない<sup>(25)</sup>。この理由としては、日本では借入れを行ってまでも消費しようとする人が少ないことと、家計が金融資産として預貯金を保有する割合が高く、実質金利低下による利子所得の減少効果が大きいことを指摘できる。

消費者物価上昇率は、2014年中頃には一時1%台半ばまで高まったが、その後上昇率が低下し、最近ではゼロ近辺まで低下している。2016年6月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く）は前年同月比で0.5%下落した。2016年上期の物価水準は前年の水準を下回った（『日本経済新聞』2016年7月5日付）。このような物価低迷の背景には原油価格の下落や国際経済の背景もあるが、賃金上昇の低迷に基づく国内需給ギャップの改善の遅れが根本的な原因であると考えられる。このような状況の下ではマイナス金利の導入が消費者物価の上昇にはなかなかつながらないし、つながらなかったと考えられる。

---

た（『日本経済新聞』2016年8月6日付）。

(22) 「検証マイナス金利 ②」『日本経済新聞』2016年2月23日付。

(23) 桐山友一・花谷美枝、前掲論文、21ページ。マイナス金利の影響が預金市場におよび、人々が銀行に預金しなくなれば、銀行から資金が流出して貸出はむしろ縮小する。つまりマイナス金利は、金融仲介機能を劣化させて、銀行の信用創造機能を縮小させる（櫻川昌哉「日銀のマイナス金利導入 銀行の信用創造が縮小しマネーサプライの減少招く」『週刊エコノミスト』2016年3月22日号、34-35ページ）。金融庁は日銀のマイナス金利政策が、3メガ銀行グループの2017年3月期決算で少なくとも3000億円程度の減益要因になるとの調査結果をまとめた。同庁は収益悪化が銀行の貸付余力の低下につながるとみて、日銀に懸念を伝えた（『日本経済新聞』2016年8月13日付）。

(24) 前掲「検証マイナス金利 ②」『日本経済新聞』2016年2月23日付。

(25) 三菱東京UFJ銀行[2016]6-8ページ。

### 3 円安効果の限界

マイナス金利導入後、円安は一時的にとどまった。円安効果は出ていない。また、2012年7月以降の円安局面における主要輸出品の契約通貨建輸出価格の推移をみれば、企業は現地販売価格をあまり引き下げずに、為替差益による収益性改善を優先していることが看取できる<sup>(26)</sup>。したがって、円安が輸出拡大に与える効果はあまり期待できないといえる。

マイナス金利の導入が円安効果をもたらさなかったのは、第1に、それが金融機関の収益を犠牲にして緩和効果を得ようとするものであるため、マイナス金利の拡大による追加緩和が難しいと考えられたためである。マイナス金利が銀行株の価値押し下げに働くことも、円安の勢いをそぐ要因となった<sup>(27)</sup>。

第2に、海外の状況が円安を阻んだためである。中国不安や原油安への警戒がリスク回避のための円買いをおこりやすくし、アメリカ経済の経済指標が冴えないことによるアメリカの追加利上げ観測の後退がドル安圧力となった<sup>(28)</sup>。

イギリスのEU離脱懸念を背景に、安定通貨とみられた円が外国為替市場で独歩高の様相を強め、円の為替相場は1ドル＝100円台前半という領域に入った。円の総合的な価値を示す実効レートは日銀による2013年4月からの異次元緩和の前の水準に逆戻りした<sup>(29)</sup>。

### 4 株価引上げ効果の限界

中国リスク、原油価格下落、米国利上げペースをめぐる不透明感など、市場がリスク回避に傾きやすい環境が続く中では、株価上昇に及ぼす影響は、かき消されてしまった<sup>(30)</sup>。日本株相場の牽引役となってきた海外投資家が資金を引き上げている。日経平均株価を構成する主要企業の6割で、2015年度末の外国人の持株比率が低下した。業績悪化への懸念（円高進行、新興国景気の減速等）やマイナス金利導入による収益環境の悪化（マイナス金利政策の導入による預貸利ざやの縮小によるメガバンクの海外持ち株比率の低下等）が株価にとっての重荷となったケースが目立つ<sup>(31)</sup>。

低リスク志向の投資家は多く、国債などの投資対象がなくなればタンス預金が積みあがるだけで、株式投資が活発になるとは限らない。銀行株などは、収益悪化予想から株価が低下した<sup>(32)</sup>。

---

(26) 同上、7ページ。

(27) 上野剛志「『マイナス金利導入』の為替への影響」ニッセイ基礎研究所『Weekly エコノミストレター』2016年2月5日号。

(28) 上野剛志、同上。『日本経済新聞』2016年2月27日付。

(29) 『日本経済新聞』2016年6月18日付。2016年4～6月の円相場を平均すると1ドル＝108円で、前年同期に比べ、13円円高が進んだ（『日本経済新聞』2016年7月3日付）。マイナス金利政策は予想外の円高株安を招いた。このことについては清水功哉 [2016] 84 - 93 ページも参照されたい。

(30) 湯元健治 [2016] 1 ページ。

(31) 『日本経済新聞』2016年6月15日付。2015年度に株価は株高から株安に転換した。マイナス金利政策採用後、一時的に株高が生じたが、その後株価は低迷し、2015年度末の日経平均株価の終値は、前年度末より12.7%安い1万6758円67銭となった（『日本経済新聞』2016年4月1日付、『朝日新聞』同日付等）。

(32) 「検証マイナス金利 ⑤」『日本経済新聞』2016年2月26日付。

## Ⅳ マイナス金利政策の副作用

### 1 金融機関に及ぼす影響

マイナス金利政策は効果が限定されていただけでなく、副作用、弊害を伴うものであった。

第1に、企業は、借入金利の低下によって利益を被るが、金融機関に悪影響を及ぼすという問題点がある<sup>(33)</sup>。マイナス金利政策の影響で、国債の利回りは幅広い年限でマイナスに転じ、バランスシート上は当面国債の時価上昇による含み益が出る。だが入札した国債を満期まで持ち続けなければ損が出ることとなった。

金融機関は国債保有残高を年間約80兆円増加させようとする日本銀行に売却する国債の価格を引き上げることによって、マイナス金利のかかなりの部分を相殺できることになる。銀行は国債を高値で日本銀行に売却することにより、利益をあげることが可能である。実際に、財務省が3月1日に実施した10年債（表面利率0.1%）の入札においては、これを償還期日まで保有すれば元利合計101円を入手できることになるわけであるが、金融機関はこの国債を額面100円につき平均101円25銭と額面や101円よりも高値で落札した。これでは金融機関は額面100円につき25銭損をすることになる（年利回りはマイナス0.024%）国債2兆3992億円が発行されたために国が約60億円の発行差益を得る一方、金融機関は約60億円の発行差損を被ることとなった。このように損をしてまでも高値で金融機関が国債を落札したのは、買入価格よりも高値で転売して、損失回避・利益確保を図ることができるからである。国債の転売先となるのが日本銀行である。日本銀行は国債を大量に買い入れ、国債保有残高を年80兆円増加させている。同行が国債を買い取る時の価格はおおむね市場価格と連動し、国債の落札価格よりも高めである。このように入札価格よりも高値で日本銀行に短期転売すれば、金融機関は損失を回避するか、もうかることになる（「日銀トレード」）。3月8日の時価は101円96銭であったから、この価格で金融機関が国債を日本銀行に転売すれば、落札価格との差71銭が利益となる一方で、日本銀行が損失を被ることとなる。損をしてまでもマイナス利回りの国債を買って損失を日本銀行に転嫁することは銀行の本来の在り方とはいえない。これは日本銀行の損失、ひいては日銀の国庫納付金の減少による国民の損失という問題をもたらすものである<sup>(34)</sup>。

マイナス金利導入の下で、大銀行の「国債離れ」も生じている。三菱東京UFJ銀行は6月に、国債入札に特別な条件で参加できる資格（国債市場特別参加者＝プライマリー・ディーラー）を返上することを決定した。同行は利回りがマイナスになった国債の落札義務を緩めるよう財務省に求めていたが、これが受け入れられなかったために、資格返上に踏み切ることを決めたのである。同行のこの資格返上は、将来の長期金利上昇（国債価格下落）による国債の含み損を防止するためであるとともに、マイナス利回りでの落札により損失を抱えることとなる国債を義務的に買うことは、「日銀トレード」でしのぐことができるとし

(33) 『朝日新聞』2016年6月16日付。

(34) 『日本経済新聞』2016年3月3日、9日付。2016年7月5日の債券市場での新発10年物国債利回りは年マイナス0.255%であり、日銀は市場価格に連動した価格で国債を買っており、同日の10年物国債の入札で落札利回り0.243%で国債を買った金融機関がこれを日銀に転売すれば、金融機関は損失を回避できるが、日銀が損失をこうむることとなる（『日本経済新聞』2016年7月6日付）。

ても、株主に説明することができないためである<sup>(35)</sup>。

日本銀行が当座預金金利に3段階の「階層構造」を採用したのは、マイナス金利の導入が金融機関収益への過度の圧迫によって金融仲介機能が低下するようにならないよう配慮したためである<sup>(36)</sup>。日銀のマイナス金利措置は、金融機関の負担増を回避するために、当座預金の増加に対応して、金利ゼロのマクロ加算残高を増やしてマイナス金利の適用部分を新規預金10兆～30兆円にとどめるなど、銀行収益への悪影響に配慮したものになっていた。銀行が日銀に支払う利息は年間100～300億円にとどまるからである。民間銀行の日本銀行当座預金の大部分は依然として0.1%の金利収入を民間銀行にもたらず。とはいえ、「政策金利残高」へのマイナス金利の適用は、0.1%の金利が付与されていた場合と比べると、その影響は無視できない<sup>(37)</sup>。

銀行の収益の基本源泉は、預金金利と貸出金利との利ざやである。銀行は近年利ざやが大幅に低下している。東京商工リサーチの調査によれば、資金の調達金利が貸出金利を上回る逆ざやの国内銀行は2015年3月期に11行を数えていた<sup>(38)</sup>。銀行はマイナス金利の導入による貸出金利の低下の影響を受けて利鞘が低下し、損失を被ることとなった。銀行は国民の批判・反発を恐れて預金金利をマイナスまで引き下げられない一方で、貸出金利などはより下げ幅が大きくなるためである。実際にマイナス金利政策採用後、利ざやは着実に縮小している。

欧州でも同様の現象が生じているが、我が国の場合、預金金利がすでにゼロ近辺に張り付いてさらなる引き下げ余地が乏しい上に、欧米金融機関のように預金口座維持手数料を取る慣行がなく、また、資金需要が乏しい中、貸出競争の激化により、預貸金利ざやが0.8%まで低下しており、経費や信用コストを考えると、これ以上の利ざやの縮小は経営に大きな打撃を与えることとなり、問題が深刻である<sup>(39)</sup>。

マイナス金利の銀行経営への利ざや面での悪影響はすべての銀行に及ぶ。

その悪影響は金融機関の業態によって異なる。

『週刊エコノミスト』編集部のマイナス金利政策導入による金利低下の金融機関への影響度に関するシミュレーション結果は、銀行本業のもうけを表すコア業務純益へのマイナス金利の影響は、利益の源泉が「資金利益」（利ざやから得られる利益）に偏る銀行ほど、また貸出金や有価証券の利回りが低い銀行ほど、大きな影響を受けることを明らかにしている<sup>(40)</sup>。

国内預貸業務以外に業務を多様化している銀行にとっては、マイナス金利の影響は比較的軽微である。3メガバンクは国際業務や証券業務に進出しているからマイナス金利の影響は限定的である<sup>(41)</sup>。メガバンクは投資信託の販売手数料など「役務取引等利益や外貨建

(35) 『日本経済新聞』2016年6月10日、11日付。三菱東京UFJ銀行のプライマリーディーラー返上は「銀行収益を圧迫するマイナス金利政策を突如始めた日銀への抗議だ」と、ある他行幹部は受け取めている（『日本経済新聞』2016年8月7日付）。

(36) 日本銀行、前掲「本日の決定のポイント」2016年1月29日。

(37) 湯元健治 [2016] 2ページ。

(38) 東京商工リサーチ「銀行114行『2015年3月期決算 総資金利ざや』調査」（2015年8月10日）東京商工リサーチホームページ。

(39) 湯元健治 [2016] 2ページ。早川英男 [2016] 206ページも参照。

(40) 桐山友一・花谷美枝、前出、22ページ。

(41) 楽天証券「マイナス金利が銀行・生損保・その他金融に与える影響」2016年2月2日、楽天証券ホームページ。

債券の運用など収益源が多様化しており、影響度は地銀に比べて相対的に小さい。

そのような状況においても、利ざや縮小がとまらず、融資にまわらない資金を国債に運用して稼ぐ方法も手詰りとなったみずほ銀行は、融資で利ざやを稼ぐ業務から、資産運用やM&A（合併・買収）による手数料ビジネスによる手数料ビジネスに軸足を移して「脱金利」を進める方針である<sup>(42)</sup>。

国債への資金運用に依存しているゆうちょ銀行には重大な影響が及ぶと考えられる。

同行は、これまでは集めた貯金を国債などの安全資産を中心に運用してきたが、国債の利回り低下で利ざやは年々縮小傾向をたどっており、日本銀行のマイナス金利政策の導入に伴う国債利回りの低下で十分な利ざやを得られなくなった。郵便貯金残高は2016年3月期に205兆円あり、そのうち、国債に40.1%、地方債・社債に8.0%、外国証券に22.1%を運用しており、日本銀行預け金などで22.3%を保有している<sup>(43)</sup>。国債の価格上昇による含み益は生じていると考えられるが、その売却による利益確保は困難である。国債利回りの低下や新規日銀当座預金マイナス金利の導入で、ゆうちょ銀行の収益が圧迫されている。同銀行の約200兆円の運用資産のうち、有価証券が7割超を占め、半分近くが国債であるのに対して、メガバンクの場合は、運用資産の5～6割が貸出金で、有価証券の場合は2～3割にとどまっている。運用資産が国債に偏重しているゆうちょ銀行はそれだけ国債利回りの低下による収益悪化の影響を受けやすい。さらに、同行は日銀当座預金でマイナス0.1%の付利の対象となる残高が、他の金融機関に比べて大きな規模になると考えられる<sup>(44)</sup>。

ゆうちょ銀行は投資信託の販売に力を入れ、手数料を増やす方針であり、ここに活路を見出そうとしている。郵便局が投資信託の販売を始めてから10年たつが、最近6年間の投信の残高は1兆円前後で伸び悩んでいる。販売拠点は2007年10月の民営化当初からほとんど増えていないが、これを9年ぶりに増やす方針である<sup>(45)</sup>。だが、投信の需要や他の金融機関との競合も検討しなければならず、投信の拡張販売戦略でゆうちょ銀行の収益がどの程度改善されるかはよくわからない。

2016年4～6月期の決算を見ると、ゆうちょ銀行の純利益は前年同期比で14%減の678億円であった。これは金利の低下で資金利益が減ったほか、投資信託の販売も減少して役務取引等利益も減ったためである（『日本経済新聞』2016年8月13日付）。

また、伝統的な預金貸出業務に依存している中小金融機関や地方銀行にも大きな影響が及ぶと考えられる。長短金利差が極めて低くなっている現状においては、預金で集めたお

---

それでもマイナス金利政策の影響で大手銀行5グループの主力の貸出事業の採算が悪化し、5グループの4～6月期の連結決算では前年同期比で27%の減益となった（『日本経済新聞』2016年8月2日付）。

(42) 『日本経済新聞』2016年5月30日付。

(43) 「ゆうちょ銀、投信に活路」『日本経済新聞』2016年6月6日付。

(44) 『週刊エコノミスト』編集部「ゆうちょ銀を運用難が直撃」『週刊エコノミスト』2016年3月22日号、24ページ。日本銀行は3月16日に、日銀が持つ当座預金残高のうち、年0.1%のマイナス金利が適用される預金残高は23兆840億円になったと発表した。その残高が最も多いのは信託銀行の9兆9650億円（運用難のマナー・リザーブ・ファンド＝MRFから資金が流入）で、次いでゆうちょ銀行などの「その他準備預金制度運用先」が9兆2760億円であった。この2つで金融機関が日銀に支払った金利の8割超を占めた（『日本経済新聞』電子版、2016年3月16日付）。ゆうちょ銀行の日銀マイナス金利適用残高は6兆円程度とみられていた（『週刊エコノミスト』編集部、前出、24ページ）。

(45) 『日本経済新聞』2016年6月6日付。

金を機関がより長い貸出で運用して預金金子と貸出金利との差を稼ぐことが極めて困難となっている。信用度の低い企業に高い金利で貸し出して利鞘を稼ぐ方法がないわけではないが、この場合には貸し倒れの危険性があるから、これはなかなか困難である。

地方の中小金融機関には、有望な貸出先がなく、集めた預金のほとんどを国債で、運用しているところもある。そのような金融機関は、長期金利の低下で、大きなダメージを受ける。長期金利が0.06%までに下がってきたから新規に発行された国債への投資では経費を賄うことができない。金利の比較的高い既発債の保有が減少していけば、長期的には利鞘消滅のリスクがある<sup>(46)</sup>。

株式を上場する全国の地方銀行と第二地方銀行83行の2017年3月期決算は、約8割にあたる69行が減益を予想している。これは年間を通じて日本銀行のマイナス金利政策による運用難が見込まれるためである。3月の銀行の新規貸出金利は0.69%と過去最低を更新した。地方銀行は、大手行よりもマイナス金利政策の影響を受けやすく、厳しい逆風にさらされている<sup>(47)</sup>。

日銀のマイナス金利の導入により、国内の市場金利が著しく低下し、債券利回りの低下に加えて貸出においても金利引下げ競争に突入し、金利収入の大幅な落込みが避けられない状況となった。マイナス金利政策は、地銀再編を加速する起爆剤となりそうである<sup>(48)</sup>。

マイナス金利政策には銀行が中央銀行に預ける準備預金を融資に向ける狙いがあるが、銀行の利益が圧迫されて銀行の経営が揺らげば融資余力がなくなるという問題点もあった(マイナス金利政策には銀行が中央銀行に預ける準備預金を融資に向けさせる狙いがあるが、銀行の利益が圧迫されて銀行の経営が揺らげば融資余力がなくなる<sup>(49)</sup>)。マイナス金利政策の推進は利鞘の縮小を通じて金融機関の収益を圧迫し、金融仲介機能をかえって弱めてしまう可能性がある<sup>(50)</sup>。

日本銀行はマイナス金利の直接的影響を小さくする方策を採用したから、その政策の採用当時に実際に銀行がとられるマイナス利息は100億円であり、一方で日銀は当座預金の必要超過額(220兆円)への年0.1%付利を維持したから、銀行は2200億円もの利息を得た。しかし、間接的影響は大きい。邦銀は利鞘が薄く、総資金利ザヤがマイナスに陥る銀行が相次ぐ恐れがある。とりわけ地方銀行への打撃が大きい<sup>(51)</sup>。

マイナス金利を導入したヨーロッパでは、マイナス金利政策が金融機関の経営や金融システムに悪影響を与えることはないかということが議論されている、これに対して黒田総裁は、日本の状況はヨーロッパとはかなり異なると考えている。すなわち、日本の金融機関はサブプライム問題やリーマン・ショックによる損失が小さく、資本基盤が充実してい

(46) 「マイナス金利が銀行・生損保・その他金融に与える影響」2016年2月2日、楽天証券ホームページ。

(47) 『朝日新聞』2016年5月25日付。地銀65行の2016年4～6月期の連結決算では同年同期比で5%の減益であった。これはマイナス金利政策で利ざやが縮小していたことを反映していた。減益幅は大手銀行と比べると小さくなっているが、特殊要因を除くと全体で23%の減益となり、大手行並みの減益幅となる(『日本経済新聞』2016年8月6日付)。

(48) 『日本経済新聞』2016年5月25日付。花田真理「加速する地銀再編」『週刊エコノミスト』2016年3月22日号、30ページ。

(49) 「検証マイナス金利 ③」『日本経済新聞』2016年2月24日付。

(50) 三菱東京UFJ銀行[2016]1ページ。

(51) 「検証マイナス金利 ③」『日本経済新聞』2016年2月24日付。

ることから、高い健全性を保っており、収益性の面でも、高い水準を確保しており、マイナス金利の導入によって日本の金融機関の経営が圧迫されて金融仲介機能が弱まるといったことは全く考えられないと主張している<sup>(52)</sup>。確かに日本ではリーマン・ショックの後に金融危機は生じなかったが、実体経済の悪化から、本業の預貸業務での収益環境の悪化が進行しており、また、中小企業金融円滑化法の導入や同法廃止後の経営困難な中小企業への支援継続までも必要とされたことが指摘されなければならない。金融機関の経営状況に対する黒田総裁の認識は楽観的過ぎるように思われる。

もちろん、黒田総裁は日本の金融機関が「本業」の預金・貸出業務で利ざやが稼げない厳しい緩急が続いていることは認識しているが、この収益環境を改善する道は、経済を活性化し、デフレを脱却する以外にはないとしている<sup>(53)</sup>。同総裁は、「中長期的に経済が立ち直っていく中でこそ金融機関の収益は拡大していく」とし、デフレ脱却こそが金融機関経営にとって最も重要であるとの認識を示した<sup>(54)</sup>。だが日本銀行が異次元的金融緩和によって中長期的に経済を立ち直らせることができる事態は進展しておらず、マイナス金利政策の導入に伴う貸出金利の低下の金融機関への悪影響は否定できない。

## 2 金融市場機能に及ぼす影響

マイナス金利は、第2に、金融市場機能に悪影響を及ぼす。限界を超えて金利を下げたことで、金融市場機能が低下しかねない。マイナス金利導入によって、銀行間市場取引規模が縮小すれば、流動性の低下や、その結果として、金利が乱高下するリスク、すなわち短期金融市場の機能低下問題が生じるおそれがある<sup>(55)</sup>。須田美矢子氏は、マイナス金利政策の一番の問題は、国債市場に止まらず幅広い市場の機能を歪めた点にあることを指摘している<sup>(56)</sup>。

日銀がマイナス金利政策の導入を決め、実際に運用が始まったのは2月16日のことであるが、直後に起こったのが短期金融市場における取引の縮小である。16日以降、取引が極端に少なくなり、20兆円前後で推移していたコール市場の残高はマイナス金利導入以降に急減し、3月下旬には4兆～6兆円へと、5分の1程度に縮小した<sup>(57)</sup>。

日本銀行の木内登英審議委員は、2月25日の記者会見で、マイナス金利政策が債券市場の不安定化（変動幅の拡大）を招いていると批判した<sup>(58)</sup>。マイナス金利の導入に伴い、国債買入れが限界に達する時期が早まるリスクが市場で意識されれば、金融市場が不安定化し、実体経済に悪影響を及ぼす可能性もある<sup>(59)</sup>。

---

(52) 黒田東彦 [2016b] 2 - 3 ページ。

(53) 黒田東彦 [2016b] 3 ページ。

(54) ロイター、2016年2月4日付。

(55) 湯元健治 [2016] 2 ページ。

(56) 「第38回 金融市場パネル議事概要」(2016年4月21日) 野村総合研究所『金融市場パネル』2016年5月20日、4 ページ。

(57) 『日本経済新聞』2016年3月8日付。同紙、電子版、2016年3月27日付。

(58) ロイター、2016年2月25日付。

(59) 木内登英 [2016] 11 - 12, 14 ページ。

### 3 日本銀行に及ぼす影響

第3に、日本銀行自体に悪影響をもたらす。長期金利が低下すれば、国家は低利で国債を発行することができるようになるから、利払い負担軽減というメリットを享受することができるようになる。マイナス金利のために国債が低利回りとなり、銀行や個人の国債買い入れの投資魅力が低下し、日銀の国債買入れ圧力が増大している。国債を買い取る日本銀行は、買い取って保有する国債の受け取り金利の低下に伴って不利益をこうむることになる<sup>(60)</sup>。

マイナス金利政策導入後、国債にマイナス利回りが発生するに至ったが、このようなことは、日本銀行が損失を負担し、償還価格以上の価格で国債を買うことによって支えられている。日銀が長期国債市場で政策的にバブルを作っているのである<sup>(61)</sup>。

日銀の損失は、国庫納付金の減少を通じて納税者の負担増をもたらすだけでなく、日本銀行の赤字をもたらして同行の信託を毀損する恐れさえある。

日銀が損失覚悟の長期国債大量購入を中止すれば、国債価格が暴落し、金融システムを不安定化するから、この政策からの離脱は容易ではない。日本銀行が大量の量国債を買い入れる量的金融緩和を継続したままマイナス金利政策を実施することは、日本銀行の出口戦略の実施を困難にし、日銀、日銀券の信託を毀損する恐れがあるのである。

日銀が低利回りの国債買入れを推進することにより金融政策の財政ファイナンス化が進行しているが、このことは財政規律を弛緩されるとともに、金融政策の独立性の喪失をもたらす。

国債等の保有比率は現在日本銀行がトップとなっている。同行の2016年3月末時点の日銀の国債等保有残高は364兆円に達しており、残高全体に占める割合は33.9%と過去最高となっている。SMBC日興証券の末沢豪謙氏は2018年中にその比率は50%に到達すると試算している<sup>(62)</sup>。

中曾宏日銀副総裁は6月9日の記者会見で国債の流動性低下に懸念を表明した<sup>(63)</sup>。このようなことは国債の相場が変動しやすくなるリスクをもたらすこととなる。

日本銀行が大量の量国債を買い入れる量的金融緩和を継続したままマイナス金利政策を実施することは、日本銀行が買い入れる国債の不足、いわゆる札割れという問題を惹起する恐れがある。ETFやREITなど質の面でも購入額はいずれ限界に達する。日本銀行が大量の国債を買い入れようとしても、今後民間銀行が国債を売却する余力がなくなるということも予測されている<sup>(64)</sup>。

(60) 「検証 マイナス金利⑤」『日本経済新聞』2016年2月26日付。マイナス金利付き量的・質的金融緩和が長期化すれば、日銀の損失は莫大なものになる可能性が高い(早川英男[2016]217ページ)。日本経済研究センターの試算によると、日銀が大量購入する国債の額面価格と買取価格の差は2016年度だけで、約10兆円に膨らむ見通しである(『日本経済新聞』(2016年7月6日付))。

(61) 翁邦雄「QQEで国債バブルを醸成」『週刊エコノミスト』2016年4月19日号、31ページ。

(62) 『日本経済新聞』2016年6月18日付。

(63) 『日本経済新聞』2016年6月10日、18日付。

(64) 『日本経済新聞』2016年3月3日付。日本経済研究センター金融班は、2015年12月17日に公表したリポート「異次元緩和の限界と出口に向けた課題」で、日銀による大量の国債購入が長期化すると、民間金融機関は担保不足に直面するから、日銀は国債を買い続けることが難しくなる、したがって日銀が国債購入を継続できる期間は「17年6月まで」であるとしていた。この見解は2016年1月22日になっても変わっていない(日本経済研

#### 4 生命保険に及ぼす影響

第4に、マイナス金利は、金融・証券市場への影響を通じて、生命保険や年金基金に悪影響を及ぼす。これまで国債という安全資産に資金を運用してきた生命保険、年金基金の資金運用に打撃を与える。国債利率が0%水準では資金運用に逆ざやが生じる恐れがある。

短期的にみれば、マイナス金利の生命保険への影響は軽微であろう。生保の債券への投資額の平均回収期間は約15年で、仮に5年間低金利が続いても、影響は3分の1にとどまるからである。低金利が長期化すれば、生保経営への影響は甚大である。償還期限を迎えた国債のより低利の国債への切り替えが生じてくる<sup>(65)</sup>。生保の運用資産の中心は公社債であり、金利低下は運用収益の低下となる<sup>(66)</sup>。

保険会社の基礎利益は危険差益(想定した保険金支払額と実際の支払額との差額)、利差益(契約者に約束した保険の予定利率と実際の運用収益との差額)、費差益(想定した事業費と実際にかかった事業費との差額)からなる。保険の運用資産の中心は公社債であり、金利低下は運用収益の低下となる<sup>(67)</sup>。予定利率は金利とは違うが、20～30年といった長期にわたって継続する終身保険契約を引き受けた生命保険会社は、20～30年の長期固定金利で資金を調達しているのと類似している。国債利回りの低下によって、生命保険会社には、金利が高い時に引き受けた保険契約によって逆ざやが発生するリスクが高まった<sup>(68)</sup>。

マイナス金利導入は生命保険会社にバランスシート上大きな打撃を与える。多額の国債を保有しているのは生保も銀行も同じであるが、銀行は総じて「短期調達・長期運用」という事業構造であり、金利水準の低下は国債など運用資産の価値を高めるため、まずはバランスシートの健全性を改善させる。利ざや縮小などの悪影響がでるのはその後の段階である。これに対し、生保の事業構造は、「超長期調達・長期(超長期)運用」となっている。生保は契約者に対して超長期の保障を提供しており、保障を担うための手段として国債(超長期国債)を保有している。金利水準が下がると運用資産の価値が高まるのは銀行と同じであるが、それ以上に超長期の保障を担う負担が重くなり、バランスシートの健全性は、実質的に悪化してしまう<sup>(69)</sup>。

日銀のマイナス金利導入後、生命保険会社は、契約者に約束する利回りである「予定利率」を後述のように続々と引き下げた。

主要生命保険8社の2016年4～6月期決算によれば、生命保険会社は円高、株安、マイナス金利の三重苦に直面している<sup>(70)</sup>。

---

究センター金融研究班「国債買い入れの限界に配慮か」2015年12月18日、同「国債購入期限、『17年半ば』は変わらず」2016年1月22日、同センターホームページ。

(65) 「マイナス金利、生保の経営圧迫の恐れ、体力勝負の様相も」『産経ニュース』2016年2月19日付。

(66) 丹羽孝一「生命保険 長期的には経営への影響大」『週刊エコノミスト』2016年3月22日号、36～37ページ。

(67) 丹羽孝一、同上。

(68) 窪田真之「借金が多い不動産には恩恵 生保、銀行は利ザヤ縮小」『週刊エコノミスト』2016年2月16日号、20ページ。

(69) 「生保、マイナス金利でリスクテイクが困難に 国債金利急低下が生保の経営体力を圧迫」『東洋経済ONLINE』2016年2月27日付。金利水準の低下は多くの生保のバランスシートに悪影響を与える。2016年7月5日に生命保険協会の会長に就任した明治安田生命保険の根岸秋男社長は、同日、日銀のマイナス金利について、「現時点では(効果よりも)やや副作用の方が大きくなっている」と懸念を示した(『日本経済新聞』2016年7月16日付)。

(70) 主な生命保険会社8社の2016年4～6月期決算によれば、円高や株安で資産運用による収益が軒並み減少し、

## 5 退職給付債務、企業年金運用、公的年金積立金運用への影響

### (1) 退職給付債務の増加

企業は将来支払う必要がある企業年金や退職一時金に備え、積立金を準備しておく必要がある。これらは「退職給付引当金」あるいは「退職給付債務」としてバランスシート上に計上される。企業年金には確定拠出年金と確定給付型年金とがあるが、企業年金で金利低下の影響を受けるのは後者の方である（確定拠出型退職給付制度を採用している場合は、退職給付引当金の計上は不要）。

確定給付型年金や退職一時金という将来の退職給付債務は現在価値に割り引いて計算される。現時点で「退職給付引当金」を用意する金額を計算する指標として「割引率」が使われる。この「割引率」として長期国債の利回りが参考とされる。「割引率」は20年物国債にほぼ連動している<sup>(71)</sup>。

適用する割引率が低下すれば、その債務が増大する。金利が急に下がり、利回りが低下すると運用で得られる利益が減るとみなされ、退職給付債務が膨らむ。退職給付債務積立金不足が生じると、これを利益金から補充するために企業収益が圧迫されることとなる。

日銀が導入したマイナス金利政策は退職給付債務の増大を通じて企業業績に打撃を与えている。日清食品ホールディングスでは2016年3月期に数十億円規模で関連費用が膨らんだ<sup>(72)</sup>。東京ガスは2016年3月末時点の退職給付債務の計算に使う割引率を0.2%と、前年度の0.8%から引き下げ、これによって退職給付債務が膨らみ、積立不足が240億円生じ、これを1年後の2017年3月期に費用計上することとした。Jパワーは2016年3月期に100億円の退職給付債務が膨らみ、同社は積立不足を2年で償却する方針である<sup>(73)</sup>。大和ハウス工業は2016年3月期に割引率を前年3月期の1.7%から0.8%に引下げ、これに伴う退職給付債務の増大により849億円の特別損失を計上した（同社は損失処理をすぐ一括で実施する方式を採用していた）。住友林業は、割引率の1.2%から0.5%への引下げで退職給付債務が増え、2016年3月期に115億円を費用として計上した。LIXIL（リクシル）グループも国内の退職給付債務の処理が2016年3月期の連結営業利益を108億円押し下げた<sup>(74)</sup>。

マイナス金利導入の影響で、退職給付債務は、3642社集計で、2015年度末で前年度比5.1%増の91兆円に達し、過去最大となり、未積立金は26兆円に拡大し、企業業績の重荷となった<sup>(75)</sup>。このように企業はマイナス金利の導入に伴う割引率の低下による負担の増大に直面しているのである。

---

加えて日銀のマイナス金利政策による超低金利を受け、各社が貯蓄性の商品で保険料を上げたり、販売を取りやめたりした影響で、保険料等収入は8社合計で前年同期比で9%減った。運用環境の悪化で契約者へ約束した利回りに運用利回りが届かない「逆ざや」のリスクも顕在化している。これまで運用の主軸だった日本国債は8割がマイナス圏に沈み、各社は償還を迎えた国債の再投資を原則控えている（『日本経済新聞』2016年8月11日付）。

(71) 筑紫祐二「マイナス金利で債務膨張 退職給付の“時限爆弾”」『週刊東洋経済』2016年3月26日号、26ページ。

(72) 『日本経済新聞』2016年4月25日付。

(73) 『日本経済新聞』2016年6月15日。

(74) 『毎日新聞』2016年6月20日付。『日本経済新聞』2016年4月25日付。『日本経済新聞』で用いている「年金債務」という用語は、正式には「退職給付債務」と呼ぶ。

(75) 「年金債務最大91兆円」『日本経済新聞』2016年7月26日付。

## (2) 企業年金運用への影響

マイナス金利政策の導入は企業年金の運用における収益をただちに悪化させるものではなかった。

格付投資情報センター（R&I）の調査によれば、同センターが運用評価を行っている厚生年金基金、確定給付企業年金等の企業年金（時価総額約11兆円）の2015年度の収益率はマイナス1.07%と5年ぶりのマイナスとなった。2016年1～3月の収益率は、マイナス1.27%であった。だがこの収益の悪化はマイナス金利政策の影響によるものではなかった。マイナス金利は国内債券の評価益をもたらした<sup>(76)</sup>。

とはいえ、マイナス金利政策が長期的に続けば、国債への新規投資による利子収入の減少が収益上の困難を惹起することとなるであろう。年金基金などの年金運用機関が目標どおりのリターンをあげようとして、株式や社債など国債よりもリスクが高いリスク資産への運用比率を高めようとするれば、株価低迷と景気後退によって運用資産の毀損が大きくなるリスクが生ずる。企業年金運用は厳しい状況に置かれているのである<sup>(77)</sup>。

## (3) 公的年金積立金運用への影響

マイナス金利政策は公的年金制度にも重大な影響を及ぼす。公的年金である厚生年金と国民年金の積立金は年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が管理・運用を行っている。2015年12月末の運用資産額は140兆円に及び、その37.8%は国債を中心とする国内債に運用されている。その国内債券の多くが日銀の政策を受けてマイナス利回りとなった。マイナス金利政策は当面はGPIFの国内債券含み益の増大をもたらす。だが、長期的には利子収入の減少を生じさせる。GPIFは今後国債の保有比率の引下げを迫られることとなる。とはいえGPIFの資金は株式や外国債券にすでに60%が運用されており、これ以上このようなリスク資産に運用することはリスクが大きくなりすぎることとなる。

かくして一定の資金を積み立てて、その運用収益を資金源の一部とした公的年金制度のあり方が問われているのである<sup>(78)</sup>。

---

(76) 格付投資情報センター「年金事業部「2015年度マイナス1.07%、5年ぶりマイナス利回りに」同センター、2016年4月15日。この収益の悪化は中国経済の先行き懸念、原油価格の低迷などを背景に、世界景気への不透明感が高まり、内外株が下落したほか、投資家のリスク回避姿勢が強まり、為替の円高が急速に進行していたことが影響していた。国内株式、外国債券の相場が低落する一方で、国内債券の相場は上昇した。これは日本銀行の国債買入れに支えられた堅調な需給などに加え、マイナス金利政策の導入で需要が高まったことによる。R & Iによる収益率の推定は、平均時価構成比、市場インデックスの騰落率を反映させて算出したものである。

(77) 「マイナス金利拡大で年金運用はどうなる？」2016年2月29日、eワラント証券ホームページ。

(78) 『日本経済新聞』2016年6月17日付。金利の低下は債券の時価を上昇させる効果をもつ。2016年3月末から6月末までにGPIFの保有債券はマイナス金利政策による債券価格の上昇（金利の低下）のために1兆3000億円の評価益をもたらした（『日本経済新聞』2016年7月5日付）。だがGPIFが債券を償還期日まで保有すれば、この利益は実現しない。新規の債券投資は利子率の低下による利子収入の減少をもたらす。クレディ・アグリコール証券の尾形和彦氏は、GPIFが国債利回りのマイナス化を受けて資産保有における国債の保有比率引下げ、株式・外貨建資産の買増しを積極化していくと分析しており、「今後マイナス金利が拡大すれば、国内債の目標値35%を割り込んで下限の25%に近づけていく可能性は十分にある」と読んでいる（野沢茂樹、北中杏奈「GPIFは『今まで通りで良いのか』、マイナス金利で変わる投資環境」2016年2月16日、ブルームバーグ・ホームページ）。

## 6 家計に及ぼす影響

第6に、マイナス金利は、金融機関への影響を通じて、家計に悪影響を及ぼすものであった。借入金利が低下する住宅ローンの利用者については借り換えによる金利負担軽減というメリットがあった。3メガバンクは10年固定型住宅ローン金利を年0.8～0.9%に引き下げ、三井住友信託銀行は一気に年0.5%にすることを決めた。家計の住宅ローン負担は一段と和らぐ見通しとなった<sup>(79)</sup>。メガバンクの10年固定型の住宅ローン金利は、0.25%引き下げられたのであった<sup>(80)</sup>。借換えには事務手数料、登記費用、印紙代などがかかるが、借入残高1000万円、残りの返済期間10年、既存の金利と借換え金利との差が0.5%程度あれば、借換え費用を負担しても得になる<sup>(81)</sup>。

だが返済に伴う住宅ローンの新規借入れの増大には結びつかなかった。マンション価格の高騰が生じている状況下での新築マンションの購入は高値づかみとなるおそれがあった<sup>(82)</sup>。

住宅ローンを除いて、定期預貯金金利の引下げ、MMF（公社債投資信託）の募集停止・資金返還により、多くの人々が損失を被ることとなった。その事例を示そう。日本銀行のマイナス金利の決定を受け、3メガバンクは普通預金金利を一斉に年0.02%から0.001%に引き下げた。預金者は預金利率低下というデメリットを受けたのである。<sup>(83)</sup>

マイナス金利政策の導入で預金「金利がなくなる」との不安が高齢者を中心に増大し、消費者マインドを冷やした面は否めない（『日本経済新聞』2016年6月7日付）。

もっとも、すでに預金利率がゼロ%台の水準にまで低下している現状では、その打撃は劇的ではなからう。メガバンクの100万円の普通預金の利息は、年間200円から10円と190円減る程度であった。

とはいえ、預金金利のさらなる低落が預金の現金化を促進したことがないとは言えない<sup>(84)</sup>。

銀行が預金金利をマイナスにすることは市民生活に悪影響を及ぼすし、預金者が銀行預金を一斉に引き出す危険性もある<sup>(85)</sup>。

したがって、預金金利をマイナス化することを銀行が実施することはないかもしれない。日銀の黒田東彦総裁は2月4日の衆議院予算委員会で、個人向け預金について、マイナスの金利が付く可能性はない、と述べている。

しかし、欧米のように、預金口座の残高に応じて口座維持手数料を取るようになる可能

(79) 『日本経済新聞』2016年2月27日付。

(80) 黒田東彦 [2016b] 2 ページ。

(81) 深野康彦「お得な預金・保険はコレだ！」『週刊エコノミスト』2016年3月22日号、40ページ。

(82) 同上、40ページ。

(83) 山田博文氏は、銀行が家計に支払う預金金利が0.02%から0.001%に引き下げられたことにより、家計部門が銀行から受け取る預金利子収入は年間で約15兆2000億円も減らされたことになる、住宅ローンの0.2%引き下げで金利負担が約3600億円減少することを考慮しても、家計部門は14兆8400億円もの利子収入が減り、この金額の家計所得が銀行に移転することになる、と述べている（山田博文「マイナス金利政策とアベノミクスの暴走」『税経新報』第642号、2016年3・4月号、4月、7ページ）。

(84) 日銀の2016年2月のマネーストック統計によれば、現金の平均残高は、前年同月比6.7%増と2003年2月以来の伸び率の高さを記録した。日銀のマイナス金利政策の預金への影響を懸念した家計が銀行から現金を引き出し、「タンス預金」化した可能性も指摘されている（『週刊エコノミスト』2016年3月22日号、21ページ）。

(85) どの程度現金が引き出されるかは、現金を使うことの手間や安全性などに依存する。相対的に治安も良く、現金決済の習慣が根強く残っている日本では、比較的低いマイナス金利でも預金は流出しやすい。さらに一般庶民の預金にマイナス金利に国民が強く反発する（早川英男 [2016] 206 ページ）。

性はある<sup>(86)</sup>。口座維持手数料の徴収は、表面的には預金者に預金金利がマイナスになったとの意識を抱かせないので、預金者に対する衝撃はマイナス預金金利の導入よりも小さいかもしれない。しかし、口座維持手数料の徴収は、口座維持手数料が預金金利を上回った場合には、実質的にはマイナス預金金利の導入となる。これは家計にとっての負担を増大させる。さらに、預金の取り崩しを招く恐れがないとも言えない。

なお、マイナス金利政策を受け、大手銀行などが預金金利を相次いで引き下げ中、一部の信用金庫（遠賀信用金庫や西部信用金庫など）が預金金利を引き上げたが、この背景には全国265の信用金庫をサポートする「信金中央銀行」の存在がある。各信用金庫は日本銀行だけでなく、信金中金にお金を預入利ことができ、この「預け金」には0.1%以上の金利が付くという特別の事情があった<sup>(87)</sup>。

証券会社が国債などで運用するMMF（マネー・マネージメント・ファンド）などの金融商品は国債の利回りが急低下して運用がむずかしくなったため、相次いで受付をやめている。

生保会社が経営困難を回避するために保険料の引上げ、予定利率の引下げ、保険の一部の販売停止などの措置をとることとなる。

事実、かんぽ生命は、今年の8月から保険料を引き上げる。終身・養老保険など貯蓄性の高い商品は若者や中年層で最大1割強値上げする。市場金利の低下で運用がむずかしくなっているためである。（寿命の延びを踏まえて高齢者の保険料は下げる。）全商品の保険料を一斉に見直すのは2001年7月以来、約15年ぶりのことである<sup>(88)</sup>。

住友生命は一時払い特別終身保険の保険料を3月から一部引き上げることとした。第一生命はこの引き上げを4月から実施することとした。明治安田生命は3月1日から一時払い特別終身保険の予定利率を引き下げることとした（0.1%引き下げて0.75%とする）。富国生命は一時払い特別終身保険の一部の販売を3月から停止することとした。明治安田生命はこれを4月から実施することとした。

このように、マイナス金利政策は家計、国民の生活に打撃を与えるものである。

とはいえ、このことで動揺し、不安にさいなまれるというのも問題である。現在の預金金利は低すぎる。かつては100万円を定額郵便貯金で10年貯金して、50万円の利子を得るということもあり、このような時に預金利子率が急落すればショックは大きい。だが、現在では、マイナス金利政策を採用しても100万円の普通預金の利子額が1年間で200円から10円になる程度である。外貨預金にすれば、為替リスクと為替手数料を負担しなければならない。

口座維持手数料を銀行が課す可能性があるとはいえ、これを多くすれば預金者は銀行預金を引き出して現金を保有する傾向が強まる可能性がある。我が国の場合、国民の現金保有性向が20%とユーロ圏の2倍で、預金者の現金シフトが起こりやすい。これが銀行の貸渋りなど銀行機能の低下をもたらすこととなり、また、これが極端に進行すれば銀行の経営危機、金融システム不安を招くおそれがある。したがって、預金金利の実質マイナス化には限界があるといえよう。

(86) 『日本経済新聞』2016年2月27日付。

(87) 『毎日新聞』2016年6月25日付。

(88) 『日本経済新聞』2016年5月31日付。

また、預金を引き出して、資金を外債や株式に運用しようとするれば、価格変動リスクや為替相場変動リスクという市場リスクにさらされることになる。貯蓄から投資への資金運用の変更は、こうしたことを覚悟しなければならない。

## 7 財政に及ぼす影響

第7に、政府の財政再建への姿勢がさらに後退するおそれがあった。

国債や借入金、政府短期証券を合わせた「国の借金」の残高は2016年6月末現在で1053兆4676億円に達する。政府は、長期金利の低下を通じて、発行国債（新発債及び借換債）に付与される国債の支払金利の減少という利益を一方的に享受することになる。国債利払いの利払い負担の軽減化は当面の財政破綻の顕現化を抑制する効果を持つ。この意味では、家計と金融機関の犠牲の下に、企業と国家が利益を得るという所得移転が発生することとなる。マイナス金利の究極の効果は「財政救済」だという主張さえある<sup>(89)</sup>。

だが国債利子負担の軽減化が国債発行残高増大の抑止力を低下させることとなる。マイナス金利政策は財政健全化という財政姿勢を後退させ、この財政規律の低下が財政に対する信認の毀損を招くおそれがある。マイナス金利政策はこのような意味で、中長期的には副作用が大きいといえる<sup>(90)</sup>。

国債の暴落は日本銀行の国債買い入れによって防止されていたが、金融抑圧、すなわち日銀の国債買い入れゼロ金利政策に伴う市場金利の抑圧によって、国債利子負担の軽減による財政破綻が回避され、国債は暴落を免れていたともいえる。このようなことは金融政策が財政の一環となり、金融政策の独立性の喪失することとなることを意味する。

日本銀行が国債をどんどん買い上げているということは元金融担当相の柳沢伯夫氏が述べられているように「時限爆弾」を積み上げているようなものである<sup>(91)</sup>。財政の信認が低下し、あるいは日本銀行が国債買い入れを制限したような場合に、この時限爆弾が爆発し、国債価格が下がって大混乱に陥ることがないとは言えない<sup>(92)</sup>。

マイナス金利の導入は、国債の利回りのマイナス化を生じさせたが、これは日本銀行が損失を負担してまで国債を買い入れることを前提したものであって、日本銀行がこのような国債買い入れを停止すれば、民間銀行の新規国債買い入れは行き詰まり、国債価格は暴落することとなる。マイナス金利の導入は、長期国債買い入れの安定性を低下させることとなる<sup>(93)</sup>。

(89) 徳勝礼子「マイナス金利の究極の効果は『財政救済』だ」『東洋経済ONLINE』2016年1月31日付。

財務省が2016年7月5日に実施した10年物国債の入札では、落札利回りが過去最低の年マイナス0.243%となり、国は約2兆4000億円の借入れで約600億円を儲けた（『日本経済新聞』2016年7月6日付）。

(90) 「検証マイナス金利 ③」『日本経済新聞』2016年2月23日付等。

(91) 『朝日新聞』2016年6月18日付。

(92) 三井住友信託銀行「時論～マイナス金利の行方と待ち構えるリスク」（同行『調査月報』2016年4月号）では、国債価格が急落するかどうかは現時点では予見し難い、と述べている。内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」（2016年7月26日経済財政諮問会議提出）では、国債の価格下落（金利上昇）が中長期的に進むことを想定しており、名目長期金利が2016年の0.3%から2020年にベースラインケース（経済が当面の潜在成長率並みで将来にわたって推移する場合）で1.5%に、経済再生ケース（大胆な金融緩和や機動的な財政支出、民間投資を喚起する成長戦略などを続けた場合）で3.4%にも上昇すると理論上想定している。

(93) このような観点から、1月28、29日の日本銀行の金融政策決定会合において、木内審議委員は、危機時の対応策以外のマイナス金利政策の導入に反対した。

このように、マイナス金利政策という追加的金融緩和措置は多くの問題点、副作用を有していたのである。

## むすび

日銀は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。この政策は量的・質的金融緩和政策を踏襲しつつ、日銀当座預金のうちの新規預金の一定部分にマイナス金利を導入するものである。本論文においては、この政策について、総合的に考察した。

まず第1に、その政策の導入の背景として、2%の物価上昇を阻害する恐れのある新たな要因の発生を指摘し、その政策の内容として、金利、量、質からなる金融緩和政策の3つの手段と日銀当座預金の3層構造を明示した。第2に、マイナス金利政策の目的に関して、実質金利の引下げを通じてのデフレ脱却を主目的としつつ、円安・株高によるデフレ脱却の狙いもあったことを指摘し、この政策の効果波及経路について述べた。

本論文においてはマイナス金利政策の影響について立ち入って分析した。その結果、マイナス金利政策には、一時的、部分的な効果があったが、景気刺激、物価引上げ、円安、株価引上げ効果に限界があったということを示した。

そればかりか、この政策には副作用があった。この問題の解明を本論文の中心的課題とした。本論文では、この副作用の内容を、金融機関、金融市場、日本銀行、生命保険、退職金債務、企業年金運用、公的年金積立金運用、家計、財政への悪影響について、多面的にかつ詳細に論述したのである。

樋浩一氏は、借りた方が、貸した方から利子を受け取るという不自然な状態では必ず歪が生じ、時間がたてば歪が蓄積して経済がそれに耐えられなくなり、地震のように大きなショックが起こる恐れがある、マイナス金利政策は長時間続けるべき政策ではない、と述べられている<sup>(94)</sup>。建部正義氏は日本銀行は「マイナス金利付き金融緩和」をただちに撤廃すべきであろうと主張されている<sup>(95)</sup>。このような見解は妥当であるといえよう。

マイナス金利政策はメリットよりもデメリットの方が大きく、このような政策は撤廃すべきであると考えられるのである。

(追記) 日本銀行は2016年9月21日の金融政策決定会合でこれまでの金融緩和策を総合的に検証することとなっている。焦点はマイナス金利の評価である。この日銀の評価については今後検討する。

本稿脱稿後、次の2冊の本が刊行された。白井さゆり『超金融緩和からの脱却』(日本経済新聞出版社、2016年8月1日刊、岩田一政・左三川郁子編著『マイナス金利政策 3次元金融緩和の効果と限界』日本経済新聞出版社、2016年8月10日刊。いずれも本稿と関連が深いから参照されたい。

本稿再校正後の2016年8月16～20日に以下の記事が新聞に掲載された。本稿の補充としてそれを追記しておきたい(2016年8月という掲載月は省略)。

短期プライムレートは最優遇金利を指す言葉であるが、実際には基準金利として使われ

(94) 樋浩一「マイナス金利政策を考える」ニッセイ基礎研究所『エコノミストの眼』、2016年3月31日。

(95) 建部正義 [2016] 120ページ。

ており、市場とは連動せずに銀行が独自に決めるものである。現在は年1.475%とする銀行が多い。これは2009年1月から据え置かれている。マイナス金利導入後も短プラは変動しなかった。これはこの引下げが金利収入を減少させるためである。メガ銀行が短プラを下げたと仮定した場合、メガ銀の減益額は1500億円に上る。日銀によれば、銀行貸出に占める短プラ連動の割合は大手行が27%、地域銀行は35%である。短プラが下がらなくても実際の貸出レートの低下はありうる。事実、住宅ローン金利は低下した。だが、短プラが微動だにせず、金融緩和効果が十分発揮されていないとの見方もある。たとえば、短プラを基準に動く変動型住宅ローン金利は下がりづらくなっている。中小企業向けの貸出金利の低下が不十分だという批判がある。帝国データバンクが5月に発表した調査では、対象企業の8割がマイナス金利について「影響ない」と回答している（『日本経済新聞』20日付）。マイナス金利政策の影響などで住宅ローン金利は空前の低水準となり、住宅着工が増えた（『朝日新聞』16日付）。だが不動産向けなどを除けば貸出の伸びは鈍く、7月の全国の銀行の貸出残高はマイナス金利導入前を下回る。マイナス金利政策の実体経済へのプラス効果は乏しい（『朝日新聞』17日付）。2016年4～6月期に設備投資は2四半期連続で減少した（『朝日新聞』16日付）。

マイナス金利導入後、物価は上がるどころか下落基調を強めている。消費者物価指数（生鮮食品を除く、2015年基準）は、2015年12月のプラス0.1%から2016年6月のマイナス0.4%まで低下している（『日本経済新聞』17日付）。

日銀は口にこそ出さないが、マイナス金利の狙いの一つに円安誘導があるのは明らかである。だがマイナス金利を導入した2月16日以降、円相場の上昇幅は14円近くに達している（『日本経済新聞』17日付）。円高の影響を受けて、7月の輸出額は前年同月に比べ、14%減少した（『日本経済新聞』夕刊、18日付）。8月に入って外国為替市場で円高ドル安の流れが続いている。米国の利上げ後退がきっかけで、円高傾向が定着すれば輸出企業の収益を圧迫し、日本経済の足を引っ張りかねない（『朝日新聞』20日付）。円高の影響で自動車など製造業を中心に企業業績は低迷している（『日本経済新聞』16日付）。

株価（日経平均株価）は、マイナス金利導入前の2月15日（1万6022円）に比べて8月16日（1万6596円）に4%上昇したに過ぎない（『日本経済新聞』17日付）。

マイナス金利政策で運用益が減ったうち銀行は、10月から同行利用者同士の送金手数料を一部有料にする（『朝日新聞』17日付）。

全国265信用金庫の2016年3月期の決算によれば、前年同期に比べ、貸出金残高は増えたが貸出金利の低下で貸出から得る収益が3.1%減少した。貸出金利回りは0.1%低下し、1.83%であった。日銀のマイナス金利の導入が2月であったためにその影響は限定的であったが、通年でその影響が効いてくる今後はさらに利ざやが低下する見込みである（『日本経済新聞』16日付）。

大規模な資産購入により、日銀の保有資産は約440兆円にまで膨れ上がった。正直知哉氏は、保有資産価格の下落が日銀の信認を毀損することを危惧している（『日本経済新聞』夕刊、17日付）。

## 参考文献

- 太田康夫「検証マイナス金利」①～⑤『日本経済新聞』2016年2月22～26日付。
- 木内登英 [2016]「我が国の経済・物価情勢と金融政策——鹿児島県金融経済懇談会における挨拶要旨——」日本銀行, 2016年2月25日, 日本銀行ホームページ。
- 黒田東彦 [2016a]「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の導入」きさらぎ会における講演, 2016年2月3日, 日本銀行ホームページ。
- 黒田東彦 [2016b]「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』への疑問に答える」読売国際経済懇話会における講演, 2016年3月7日, 日本銀行ホームページ。
- 黒田東彦 [2016c]「デフレとの闘い：金融政策の発展と日本の経験」(米国・コロンビア大学における講演の邦訳) 2016年4月13日, 日本銀行ホームページ。
- 清水功哉 [2016]『緊急解説 マイナス金利』日本経済出版社
- 建部正義 [2016]「命運尽きる異次元金融緩和政策」牧野富夫編『アベノミクス崩壊——その原因を問う』新日本出版社。
- 徳勝礼子 [2015]『マイナス金利 ハイパー・インフレよりも怖い日本経済の末路』東洋経済新報社。
- 日本銀行企画局 [2015]「『量的・質的金融緩和』; 2年間の効果の検証」『日銀レビュー』2015-J-8, 5月。
- 早川英男 [2016]『金融政策の「誤解」—"壮大な実験"の成果と限界』慶應義塾大学出版会。
- 古金義洋「マイナス金利政策の狙いとその効果」JA 共済総合研究所『共済総研レポート』2016年2月号。
- 三菱東京UFJ銀行 [2016]「日銀が導入した『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の効果波及経路の検証」『経済レビュー』No. 2016-2, 2月24日。
- 湯元健治 [2016]「マイナス金利導入の功罪—5つの論点から考察する」<湯元健治の視点> 3月8日, 株式会社日本総合研究所ホームページ。

(2016.7.26 受稿, 2016.8.24 受理)

## 〔抄 録〕

日銀は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。この政策は量的・質的金融緩和政策を踏襲しつつ、日銀当座預金のうちの新規預金の一定部分にマイナス金利を導入するものである。本論文においては、この政策について、総合的に考察した。

まず第1に、その政策の導入の背景として、2%の物価上昇を阻害する恐れのある新たな要因の発生を指摘し、その政策の内容として、金利、量、質からなる金融緩和政策の3つの手段と日銀当座預金の3層構造を明示した。第2に、マイナス金利政策の目的に関して、実質金利の引下げを通じてのデフレ脱却を主目的としつつ、円安・株高によるデフレ脱却の狙いもあったことを指摘し、この政策の効果波及経路について述べた。

本論文においてはマイナス金利政策の影響について立ち入って分析した。その結果、マイナス金利政策には、一時的、部分的効果があったが、景気刺激、物価引上げ、円安、株価引上げ効果に限界があったことを指摘した。

そればかりか、この政策には副作用があった。本論文ではこの問題の解明が中心的課題となっている。本論文では、この副作用の内容を、金融機関、金融市場、日本銀行、生命保険、退職金債務、企業年金運用、公的年金積立金運用、家計、財政への悪影響について、多面的にかつ詳細に論述した。

かくして、本論文では、「マイナス金利付き金融緩和」にはメリットよりもデメリットの方が大きく、この政策を撤廃すべきであると結論づけている。

