

## 時論

### マイナス金利導入に見るリアリズムの欠如

日本銀行は1月の金融政策決定会合にて、マイナス金利の導入を決定した。景気、物価の回復基調がやや弱まり、ECBが追加緩和措置を示唆し、為替が円高に振れつつあった中では、何らかの追加緩和措置はあると予想していたが、近い将来、国債大量購入の限界が見えてくる時期まで温存するであろうと見ていたマイナス金利を、このタイミングで実施するとは思わなかった。

その後の市場の反応は必ずしも政策意図通りにはなっておらず、この政策の適否についても様々な議論が戦わされている。

筆者は金融機関のインハウスのリサーチ並びに信用リスク管理の一端を担う部署にあって、わが国金融システムにおける信用創造の中核たる銀行貸出市場の動向から、金融政策の効果や作用・反作用を観察・考察できるポジションにいる。そうした立ち位置から見ると、今回のマイナス金利の基底にある政策思想や現状認識、学者・エコノミスト間の論議を見るにつけ、下記のような、日本経済の実情や金融仲介の場で現実に行っていることとの乖離、語られることの手触り感の無さという意味合いの「リアリズムの欠如」を感じざるを得ない。

第一は、銀行貸出市場の現状理解について。

マイナス金利による銀行への悪影響が懸念されているが、それは①利ザヤの一層の縮小による収益圧迫、②収益悪化による貸出態度の厳格化・慎重化、③受信活動の委縮による金融仲介機能の低下等を引き起こすとの見立てからのようである。その可能性は確かに存在するが、今回の措置では日銀当座預金の3階層構造設計に見られるように、銀行収益には一定の配慮がなされていることもあり、こうした懸念が直ちに顕在化し、銀行経営の根幹を揺るがすとは考えにくい(ただしジワジワと影響は出てくる)。

それよりも、貸出市場の現状を鑑みれば、貸し手の投融资規律(=借り手の財務規律)の弛緩—それが積極的な意図としてではなく、止むにやまれず、いつの間にか、注意しつつも進行する性質のものを、まず懸念すべきではないか。

貸出市場は従前から、各行は信用リスクに過度に敏感となって貸出の積み上げに慎重となるどころではなく、過当競争、過熱とも言える状況である。すなわち、預貸金利ザヤの長期低落に歯止めがかからず、その幅も極めて薄くなる中、貸出量拡大によって何とか収益の維持を図らんとし、各行は追い込まれる形で徐々に深く、より大きなリスクを取りつつあり、リスクに見合ったリターンを確保できない資産が積み上がりやすくなっており、資金調達サイドの一部ではやや過度な債務増大も散見される。

将来、金利上昇、実態経済の悪化、地政学リスクの台頭等をきっかけに金融システムが動揺する際のマグニチュードが膨らみつつあると言える。

マイナス金利は、長期国債の大量購入の継続と相まって、イールドカーブ全体を更に押し下げることが企図しているが、これは上記の懸念を一層強めることになる。ここまで来ると(既にそうなっているとも言えるが)、貸出金利や利ザヤが価格機能を全く発揮できないという意味での「市場の機能不全」であり、も

はや「量的緩和・金融緩和」ではなく「超信用緩和」であり、貸し手・借り手双方における「的確なリスク判断力の喪失」「リスク感覚のマヒ」を招く政策運営と言える。

そもそもイールドカーブを押し下げることが、リスクプレミアムを圧縮することによる信用緩和を狙っていると言えるが、市場流動性が枯渇し、信用収縮が差し迫っている金融危機時であればともかく、事態がそこまで切迫していない現在において、貸出市場がすでに過熱状態にある中で、イールドカーブの更なる押し下げ—これを2%物価上昇目標が達成されるまで続けるのであろうか—を投資需要喚起策として用いることの副作用には、もっと目を向けるべきではないか。「金融政策決定会合における主な意見」や「総裁記者会見要旨」を見ても、こうした点が十分、認識・考慮されているとは思えない。

第二は、実質金利(名目金利－(期待)インフレ率)の効果について。

今回の措置は、上記のような貸出市場における副作用に目をつぶってでも、実質金利を引き下げて投資需要を喚起することを狙っている。名目金利を引き下げても、(期待)インフレ率がそれ以上に下がれば実質金利は下がらず、投資需要を抑制するというのは教科書的にはそうであろう。

だが貸出市場の現場の感覚、顧客とのやり取りからの推察するに、今日の日本企業にとって実質金利の水準を更に引き下げることが、投資の意思決定に有意な影響を持つのか、少なからぬ疑問を感じる。仮に、投資需要や資金需要の増加が幾ばくか見られるとしても、それは需要の先食いには過ぎないのではないか(特に住宅投資)。

そもそも貸出市場では名目金利たる銀行貸出約定金利は異次元緩和策実施後も一貫して、かつ(期待)インフレ率以上に低下しており(すなわち実質金利も低下)、実質金利の水準も過去最低水準にあるのが現実であろう。それにも関わらず、企業収益が拡大する中であっても設備投資が盛り上がらないのは、もはや実質金利の下げ渋りが主因ではなく、国内市場の中長期的縮小観測、世界経済への先行き懸念、グローバル競争の激化、円安・原油安頼みで数量増加を伴わない企業収益、異次元緩和実施3年間で年率1%にも満たない経済成長率、これらを背景とした期待成長率の低迷—といった多様な要因に求められると見るのが自然であろう。

異次元金融緩和策の政策効果は「民間主体のインフレ期待、その他の期待の形成に働きかけること」に依拠している。この戦略の適否、是非については議論が分かれているところであるが、少なくとも言えることは、期待に影響を及ぼそうとするのであれば、「2%の物価目標達成のためには必要な措置は何でもやる」との覚悟を繰り返し表明するのみならず、日本経済の現状、わが国金融システムの特質、世界経済など外部環境といった現実にとりし込んだ場合、その施策にはどのような効果、作用・反作用、リスクが想定されるのか、幅広くかつ客観的な考察も交えた、十分なリアリティを持った説明が必要であろう。

そのことが、世界経済の先行き見通しが怪しくなる中であって、無用な市場の変動を抑え、インフレ・経済成長両面にわたる将来期待を高めるといふ、異次元金融緩和策の目的達成にもつながっていくと思われる。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

---

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。