

マネーフローに表れる金融政策の副作用

＜要旨＞

2013年3月の質的・量的金融緩和(いわゆる異次元緩和)を皮切りに、日銀は6年半に渡って異例の超金融緩和を継続してきた。

この結果、わが国のマネーフロー、マネーストックには、①金融部門主導による実態経済を大きく上回る金融資産の膨張、②金融市場のかく乱要因となりかねない巨額の日銀預け金の滞留、③外形上明らかな財政ファイナンス、④「貯蓄から投資へ」から遠ざかる家計、⑤金融機関と日銀に頼った株式・投資信託への投資、⑥マイナス金利の国債投資を増やす海外マネー、⑦特定セクター向けに依存した民間金融機関の貸出の増加という事象が定着した。

これらは、異例・不自然なもの(④、⑤、⑥)、過去事例がなくリスクの想定や把握が難しいもの(①・②)、想定されるリスクがさらに膨れ上がるもの(③・⑦)であり、いずれも持続可能性に疑念があるものであり、現行金融政策がもたらした副作用であり、金融の不均衡でもある。

米中貿易摩擦の激化による世界経済の減速、米国FRBの利下げ再開等を背景に、日銀はマイナス金利深掘りも辞さない姿勢を見せているが、上記の状況を鑑みると、行き過ぎた円高を食い止めるのに真に効果的であればともかく、マイナス金利の深掘りは、もはや無用にして不要であろう。

1. はじめに

日本銀行の金融政策は、2013年3月の質的・量的金融緩和(いわゆる異次元緩和)を皮切りに、マイナス金利の導入(2016年1月)、イールドカーブ・コントロール(2016年9月)、オーバーシュート型コミットメント(同)、政策金利のフォワードガイダンス(2018年7月)など、踏み込んだ金融緩和策(以下、一括して現行金融政策と呼称)を次々と打ち出してきた(図表1)。

こうした6年半に渡る異例の超金融緩和が継続する中、長短金利ともマイナス圏に突入するも、「物価上昇率2%目標」は依然未達であり、現行金融政策の限界も指摘されているが、以下ではマネーフロー、マネーストックという領域にはどのような変化が生じてきたのか、不自然な事象が表れているのか、いかなる不均衡やリスクが蓄積されつつあるのかを確認するとともに、現行金融政策の評価を試みたい。

なお、以下の分析における金融資産とは、日銀「資金循環統計」におけるすべての部門(金融・非金融法人企業・一般政府・家計・対家計民間非営利団体・海外)を対象とし、金融資産全体とはすべての部門の金融資産を合計したものであり¹、マネーストック統計(M1～M3、広義流動性

¹ 例えば、家計の預貯金という金融資産は銀行の負債となり、銀行はこれを元手に企業に対して貸出という金融資産を積み上げ、企業は銀行借入という負債を元手に対外直接投資等の金融資産を積み上げるという具合に、資金循環統計の各部門の金融資産を単純合計すると重複計算のような形となる。しかし家計・銀行・企業はそれぞれ資金調達・運用において自主裁量権を持つ経済主体であって、単なる運用受け皿ではないため、ここでは相殺消去せずグロス集計した。

等)が対象外としている金融部門や海外部門(非居住者)も含むものである。

これは、①現行金融政策が日銀のバランスシートの拡大を起点としていること、②今日の金融市場の不安定性や金融の不均衡は、金融部門の肥大化に起因する面が強いこと、③金融のグローバル化の進展とその影響を勘案すると、海外部門の国内からの資金調達、国内への資金運用を把握することは不可欠であること一等から、国内非金融部門に金融部門と海外部門も加えた視点から分析することが有益と考えられるためである。

図表1 日本銀行の金融政策の変遷

決定日	政策骨子
2013年 4月4日	<p>●「質的・量的金融緩和」の導入</p> <ul style="list-style-type: none"> ・マネタリーベースを操作目標に(年間増加額60～70兆円)。 ・長期国債保有残高年間約50兆円増加。 ・ETF年間約1兆円、J-REIT同約300億円へ買入拡大 ・銀行券ルールの一時的停止。
2014年 10月31日	<p>●「質的・量的金融緩和」の拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> ・マネタリーベースの増加額の拡大(年間約80兆円)。 ・長期国債買入拡大(保有残高年間約80兆円増加)。 ・ETF保有残高年間3兆円増、J-REIT同900億円増へ買入拡大
2016年 1月29日	<p>●「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入</p> <ul style="list-style-type: none"> ・日銀当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利導入。 ・マネタリーベース(年間約80兆円増)、長期国債(保有残高年間約80兆円増)、ETF(同約3兆円増)、J-REIT(同900億円増)の買入ペース維持。 ・長期国債の買入平均残存期間を7～12年程度に。 ・CP約2.2兆円、社債約3.2兆円の残高維持。
2016年 7月29日	<p>●ETF買入額の増額</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ETF買入ペースの拡大(保有残高年間約6兆円増)。
2016年 9月21日	<p>●「長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)付き量的・質的金融緩和」の導入</p> <ul style="list-style-type: none"> ・長期金利がゼロ%程度で推移するように長期国債を買入。 ・長期国債の買入ペースを保有残高約80兆円増をメドとし、金利操作を実現するように運営。平均残存期間の定めは廃止。 ・ETF保有残高年間約6兆円、J-REIT同約900億円増のペースで買入。 ・CP約2.2兆円、社債約3.2兆円の残高維持。 <p>●オーバーシュート型コミットメント</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2%物価安定目標が安定的に持続する時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続。
2018年 7月31日	<p>●政策金利のフォワードガイダンスの導入</p> <ul style="list-style-type: none"> ・現行政策を維持。 ・長期国債買入は、保有残高約80兆円増をメドとしつつ弾力的に実施。 ・マイナス金利適用政策金利残高(約10兆円)を減少。
2019年 4月25日	<p>●強力な金融緩和の継続に関する諸措置</p> <ul style="list-style-type: none"> ・日銀適格担保の信用力要件の緩和(BBB格以上)。 ・ETF貸付制度の導入。 ・国債補完供給の要件緩和。

(資料)日本銀行資料

2. 金融部門主導による金融資産の膨張

2013年以降の現行金融政策の下、マネーフロー、マネースtock面では次のような変化・特徴が指摘できる。

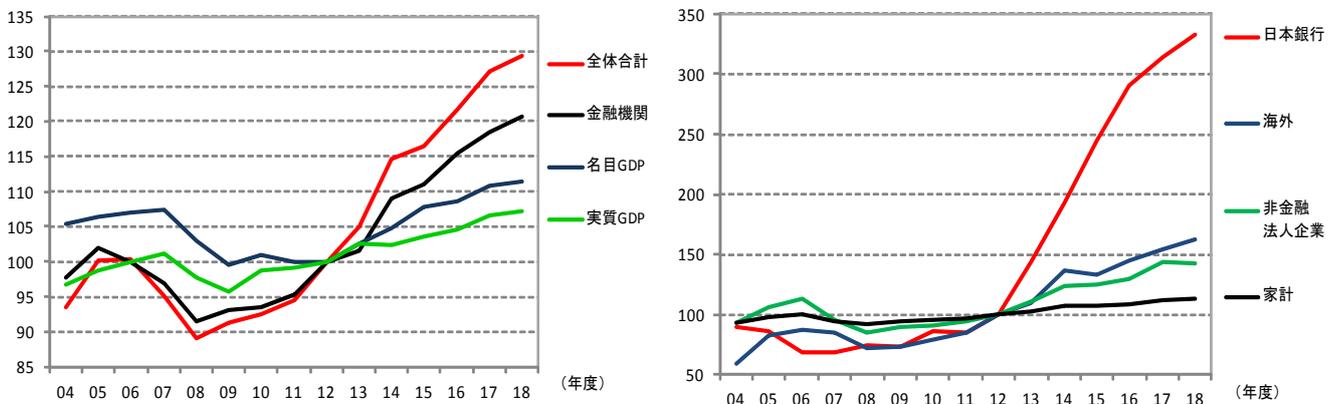
第1は、金融部門(日銀及び金融機関)が主導する形で、実態経済を大きく上回るペースで金

融資産が大幅に拡大したことである。

各部門の金融資産並びに名目・実質 GDP の推移を、現行金融政策が始まった2013年度期初を100とした指数で見ると(図表2)、2013年度以降は金融資産全体の伸びが一段と高まり(2018年度:129.4)、実態経済の動きを示す名目 GDP(同:111.3)・実質 GDP(同:107.3)の伸びを大きく上回り、その差はなお広がりつつある。

経済主体別で見ると、日銀が負債(マネタリーベース)・資産(国債)とも大幅に増やしたことを反映して著増し(同:332.9)、金融機関(日銀除く、以下同じ)も預金取扱機関を中心に増加し(同:120.6)、名目・実質GDPを上回る伸びとなった。非金融部門では、家計(同:112.9)はやや低い伸びに止まったが、海外(同:162.3)、非金融法人企業(同:142.2)は全体を上回る伸びとなった。

図表2 経済主体別金融資産と名目・実質 GDP の推移 (2013年度期初=100)



(資料)日本銀行「資金循環統計」

金額ベースで見ると、金融資産全体は1,954兆円増(2013年度期初:6650兆円→2018年度末:8,604兆円)となったが、このうち52%に当たる1,015兆円は金融部門(日銀:410兆円増、金融機関:605兆円増)の増加によるものとなった(次頁図表3)。

日銀が相当部分のウェイトを占めるとともに、伸びは特段高いものでなかった金融機関も金額ベースにおける寄与度は大きかった。

こうした金融資産の増加が、実際の資金流入によるものか、評価損益(キャピタルゲイン/ロス)によるものかについて見ると、金融資産全体の増加1,954兆円のうち、資金流入は1,459兆円、評価損益は496兆円であり、75%はピュアな資金流入によるものであった(次頁図表3)。金融資産の増加の過半を占めた金融部門においては、金融資産の増加1,015兆円のうち、906兆円は資金流入によるものであった(日銀:382兆円、金融機関:524兆円)。

このように金融資産の高い伸びの大半は資金流入によるものであり、バブル的な資産価格の上昇に頼ったものではなく、異常な膨張とまでは言えないが、日銀が大きなウェイトを占める形での金融部門主導の金融資産の拡大は異例の姿と言える。

図表3 金融資産の推移と変動要因(経済主体別)

(兆円)

	金融資産残高合計											
	日銀	金融機関(除く日銀)					中央政府	社会保障 基金	非金融法人 企業	家計	海外	
		預金取扱機関		証券投資 信託	保険・年金 基金							
		国内銀行										
2013年度初(兆円)	6650.2	176.0	2929.5	1641.0	933.2	115.4	579.5	230.3	218.5	875.8	1643.0	432.2
2018年度末(兆円)	8604.4	585.7	3534.4	1969.6	1108.1	225.4	662.5	249.7	265.6	1244.9	1855.0	701.4
増加率(%)	29.4	232.9	20.6	20.0	18.7	95.3	14.3	8.4	21.5	42.2	12.9	62.3
寄与度	29.4	6.2	9.1	4.9	2.6	1.7	1.2	0.3	0.7	5.6	3.2	4.0
増加額(兆円)	1954.2	409.8	604.9	328.6	174.9	110.0	83.0	19.4	47.1	369.1	212.0	269.1
資金増減	1458.5	381.7	523.8	354.5	201.3	100.1	15.1	-2.8	7.6	210.4	109.7	200.8
評価損益	495.7	28.1	81.1	-25.9	-26.4	9.9	67.9	22.2	39.4	158.7	102.3	68.4

(資料)日本銀行「資金循環統計」

3. 拡大する日銀預け金と内包するリスク

第2は、金融資産別では日銀預け金(336兆円)と流動性預金(233兆円)が大幅に増加していることである(次頁図表4)。

日銀預け金は、日銀がインフレ期待を醸成すべくマネタリーベース拡大策を行ったことによる“意図したもの”であるとは言え、金融機関による投融資には当面使われない滞留色の強い資金である。また、流動性預金はリスク回避色・待機色の強い資金である。こうした性格の資金が金融資産増加分(1,954兆円)の3割、そのうちの資金流入分(1,459兆円)の4割弱を占めるというのは不自然な姿であろう。

のみならず、日銀のバランスシート(ひいては日銀預け金)縮小が途上である段階で、インフレ期待やそれが誘発する資金需要が急速に高まった際には、日銀預け金は金融機関による大量の投融資原資となり、あるいは日銀当座預金の付利金利の引き上げを強いられ、金融市場のかく乱要因、インフレの加速要因となるリスクを内包すると考えられる。

だが、この点は過去に事例がなく、その姿・可能性は見極めにくいという不確実性を有する。

流動性預金の大幅な積み上がりは、これを保有する家計の慎重な資産運用スタンス、企業の手元流動性確保の財務戦略を映じたものであるが、こうした運用姿勢はマイナス金利が導入された2013年度以降、むしろ強まっている。すなわち、企業の流動性預金の積み上げは、それまでの年度平均5～6兆円程度から同10兆円程度に増加し、家計は同14兆円程度からマイナス金利導入後には同26.5兆円に増加している(次頁図表5)。

マイナス金利は、家計のポートフォリオ・リバランスを促すこともなければ、企業の投資マインドを喚起することもなく、逆効果だったとさえ言える。

4. 強まる財政ファイナンスの姿

第3は、2013年度以降は財政ファイナンス色が一段と強まったことである。

すなわち、①中央政府は資金不足とほぼ同額を国債による資金調達(ネット)によって賄い、

②日銀は日銀預け金によって調達した資金をほとんど国債買入に振り向け、③2013年度以降は、日銀の国債買入額は中央政府の国債による資金調達額を上回り続けている。

現行金融政策における日銀による長期国債保有残高の大幅増加策については、当初から事実上の財政ファイナンスとの懸念・批判はあったが、日銀が国債を直接買い入れているわけではないと言え、上記の姿は、財政ファイナンスそのものと言える(次頁図表6)。

図表4 金融資産の推移と変動要因(金融資産別)

(兆円)

	金融資産残高合計								
	現金・預金					貸出			
		日銀預け金	流動性預金	定期性預金		民間金融機関	公的金融機関	非金融機関貸出	
2013年度初(兆円)	6650.2	1403.8	58.1	505.5	676.3	1409.9	716.9	287.8	134.1
2018年度末(兆円)	8604.4	2037.4	393.9	738.3	690.0	1672.9	870.8	256.0	181.5
増加率(%)	29.4	45.1	577.6	46.1	2.0	18.6	21.5	-11.0	35.4
寄与度	29.4	9.5	5.0	3.5	0.2	4.0	2.3	-0.5	0.7
増加額(兆円)	1954.2	633.6	335.8	232.8	13.7	262.9	154.0	-31.8	47.4
資金増減	1458.5	633.1	335.8	232.8	13.7	257.4	162.6	-32.0	33.5
評価損益	495.7	0.5	0.0	0.0	0.0	5.6	-8.6	0.2	14.0

	金融資産残高合計								
	債務証券			株式・投資信託			保険・年金	対外直接投資	対外証券投資
	短期国債	国債・財投債		株式	投資信託				
2013年度初(兆円)	1272.6	162.0	812.8	870.3	755.3	115.0	533.8	92.7	433.1
2018年度末(兆円)	1469.4	97.4	1028.2	1411.4	1190.4	221.0	555.3	176.1	601.8
増加率(%)	15.5	-39.8	26.5	62.2	57.6	92.1	4.0	90.0	38.9
寄与度	3.0	-1.0	3.2	8.1	6.5	1.6	0.3	1.3	2.5
増加額(兆円)	196.8	-64.5	215.4	541.2	435.1	106.0	21.5	83.4	168.7
資金増減	153.4	-64.5	173.7	106.4	12.7	93.7	16.8	100.4	120.1
評価損益	43.4	0.0	41.7	434.8	422.4	12.3	4.7	-17.0	48.6

(資料)日本銀行「資金循環統計」

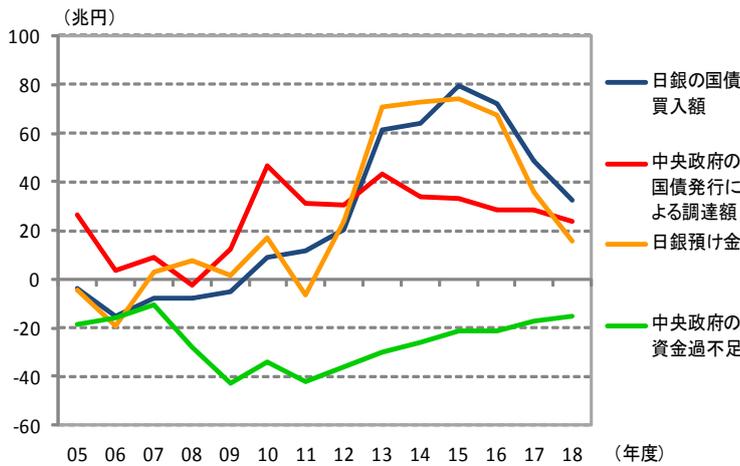
図表5 部門別・形態別資金運用金額の推移(年度平均)

(兆円)

年 度	2010-2012	2013-2018		
		2013-2015	2016-2018	
非金融法人企業	22.3	35.1	31.1	39.1
現金・預金	8.7	11.2	11.0	11.4
流動性預金	5.5	10.0	9.0	11.0
対外直接投資	7.0	13.6	11.7	15.5
対外証券投資	4.7	5.6	4.6	6.7
家計	17.5	18.3	15.0	21.5
現金・預金	16.2	18.8	17.4	20.2
流動性預金	13.7	20.7	15.0	26.5
株式等	-0.2	-4.3	-5.2	-3.3
投資信託等	0.4	1.1	3.5	-1.3
保険・年金	4.3	4.3	3.6	5.0

(資料)日本銀行「資金循環統計」

図表6 中央政府の国債発行と日銀の国債買入の推移



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

5. 本来の姿からかけ離れる「貯蓄から投資へ」

第4は、「貯蓄から投資へ」の姿が複雑化し、本来の姿とは、かけ離れたものになっていることである。

すなわち、①「貯蓄から投資へ」の主な受け皿たる「株式・投資信託」の残高は2013年度期初の870兆円から2018年度末の1,411兆円へと541兆円増加しているが、その8割は評価益(キャピタルゲイン)によるものである(前頁図表4)、②資金流入は106兆円と流動性預金(233兆円)の半分以下であり、その大半(94兆円)は投資信託に向かい、投資した主な主体は日銀と金融機関である(図表7)、③投資信託に集まった資金が株式に向かう比率は上昇し続けており、日銀と金融機関のマネーが株式の実質的買い手となっている(図表8)、④この間家計は、もともと売り越し超過だった株式に加えて、投資信託も2016～2018年度では年度平均▲1.3兆円の売り越し超となり、「投資から貯蓄へ」の動きとなっている(図表7) — という姿である。

金融機関の投資信託への投資が増えたのは、現行金融政策によって貸出金利ザヤが極限まで圧縮され、運用難に直面して追い込まれた面が強い(特に地域金融機関)。また、日銀の投資信託への投資が増え、同時に投資信託から株式への投資が増加したのは、日銀が現行金融政策の一環としてETFを大量に買い入れたためであり、リスク・リターンバランスを考えたピュアな投資判断とは言い難い。

図表7 投資信託の投資主体と投資額の推移 (年度平均)

年度	2010-2012	2013-2018	
		2013-2015	2016-2018
投資金額合計	2.1	15.6	15.2
日銀	0.6	3.9	5.8
金融機関	1.1	10.2	10.5
家計	0.4	1.1	-1.3

(資料) 日本銀行「資金循環統計」

図表8 投資信託の運用先の推移 (年度平均)

年度	2010-2012	2013-2018	
		2013-2015	2016-2018
運用金額計	3.4	16.7	16.7
現金・預金	0.1	1.4	2.1
債務証券	0.5	1.6	-0.7
株式	0.5	4.5	5.7
対外証券投資	1.1	5.8	4.3

(資料) 日本銀行「資金循環統計」

なお家計は、前述のように流動性預金を大幅に積み上げたが、「保険・年金」とりわけ「保険」には相応の資金を振り向けており(2016～2018年度:年度平均5.0兆円)、これには資産運用色の強い保険商品も含まれていると見られる(前出図表5)。

このように、わが国マネーフロー全体としてみれば、「貯蓄から投資へ」がまったく停滞したわけではないが、投資に向かった原資は日銀マネーと金融機関マネーであり、「貯蓄から投資へ」が本来企図しているような家計が自らの判断で貯蓄から投資にマネーを振り向けるものではなく、家計金融資産の構成の変化を伴うものでもなかった。

6. マイナス金利の国債投資を増やす海外マネー

第5は、国内から海外へ流出するマネー(＝海外部門による国内からの資金調達)も、海外から国内に流入するマネー(＝海外部門による国内における資金運用)も増加していること一言わば金融のグローバル化がさらに進展していることである。

海外部門による国内からの資金調達の推移を見ると、2013年度以降は年度平均49兆円と、その前(2010～2012年度)の30兆円台前半からさらに弾みがついている。邦銀からの借入、邦銀や投資信託からの証券投資受入れが増加し、とりわけ日本企業からの直接投資受入れが著増している(図表9)。

海外部門による国内への資金運用も、2013年度以降は年度平均30兆円超となり、その前(2010～2012年度)の同20兆円台前半から上乘せされた。株式投資は2012～2015年度は大幅な伸びを見せた後、2016年度以降は勢いが弱まったが、長期・短期国債投資は概ね年度平均10兆円程度と高水準で推移している(図表10)。

図表9 海外部門の資金調達の推移
(年度平均)

年 度	2010-2012	2013-2018		(兆円)
		2013-2015	2016-2018	
資金調達額	34.0	48.5	44.4	52.6
借入	8.1	8.5	7.7	9.3
民間金融機関	6.0	3.7	3.3	4.1
公的金融機関	0.4	0.4	0.5	0.3
非金融部門	1.1	2.0	1.7	2.4
直接投資受入	8.0	16.7	14.9	18.5
証券投資受入	16.5	20.0	18.6	21.4

(資料)日本銀行「資金循環統計」

図表10 海外部門の資金運用の推移
(年度平均)

年 度	2010-2012	2013-2018		(兆円)
		2013-2015	2016-2018	
資金運用金額	23.9	33.5	35.1	31.8
貸出	8.4	10.9	13.2	8.5
債務証券	11.7	13.1	12.2	13.9
短期国債	8.4	3.9	4.1	3.6
国債・財投債	3.3	5.9	5.5	6.2
株式	2.7	3.3	5.4	1.2

(資料)日本銀行「資金循環統計」

こうした動きは、「経済成長に資するマネーのグローバル化の進展」というポジティブな評価ができるかどうかは疑問が残る。

海外部門の直接投資の受入れ(＝日本企業の対外直接投資)の増加は、日本企業が国内の成長投資機会の枯渇に直面していることの表れであろうし、邦銀・投資信託からの借入や証券投資受入れ(＝邦銀・投資信託の海外向け貸出や対外証券投資)が2013年度以降、高水準で推

移していることは、邦銀の CLO 投資の拡大に象徴されるように、現行金融政策による超低金利によって国内の運用難がさらに強まったためであろう。

また、海外部門による国内の資金運用の主力が、2016 年度以降はマイナス金利ゾーンに入ったにもかかわらず、依然として国債運用（特に短期国債）であることは、ドルベースの投資家は、通貨先渡契約を使うことでマイナス金利の国債に投資してもプラスのリターンが得られるという経済計算に基づくものとは言え、不自然さは否めない。

7. 特定セクター向けに依存した貸出の増加

第6は、民間金融機関貸出が着実に増加していることである。

80年代後半のバブル崩壊以降、民間金融機関の貸出残高は減少傾向が続いたが、2010年度をボトムに増加に転じ、2013年度期初:717兆円→2018年度末:871兆円と154兆円増加した（前出図表4）。この間、株式への資金流入は13兆円程弱であり、2013年度以降は、金融仲介ルートにおいては相対型間接金融が直接金融よりも一段と太くなっていると言える。

こうした増加の中身を「貸出先別貸出金（日本銀行）」で見ると（図表11）、よく指摘されるように、不動産業向け（個人の貸家業含む）、個人向け（主に住宅ローン）、中小企業向けの伸びが目立っている。加えて金融業・保険業向け、物品賃貸業向けも相応に伸びており、この2つに不動産業向けと個人向けを加えた「広義の不動産+広義の金融」セクターが残高の過半、増加額の6～8割を占めている。

2013～2015年度は地方公共団体向け、海外円借款が伸び、この両者の伸びが鈍化した2017～2018年度には電気・ガス・熱供給・水道業向け、製造業向けが伸びるなど、貸出の裾野は徐々に広がりを見せているが、特定のセクター向けの依存度が高い状況に変わりはない。

民間金融機関の貸出先が不動産・金融を中心とする特定セクターに集中しがちであり、かつ徐々に深い信用リスクを取るといふ、既視感のある、かつ懸念の残る姿である。

図表11 貸出先別貸出金の推移

(兆円)

年度/年・月	①全規模・全産業											比率(%)		
	②中小企業		製造業	電気・ガス	③金融業 保険業	④不動産業	⑤物品 賃貸業	地方 公共団体	⑥個人	海外 円借款	中小企業 ②/①	広義の不動産 +金融 (③+④+⑤+ ⑥)/①		
		個人による 貸家業												
残	2013	440.1	306.4	54.5	9.6	38.6	61.6	20.8	10.4	26.0	125.4	8.0	69.6	53.6
	2014	455.2	315.2	55.3	10.3	40.8	63.8	21.0	11.5	27.3	128.8	9.9	69.2	53.8
	2015	468.4	325.7	56.4	10.4	41.2	68.0	22.0	12.2	28.3	131.7	11.6	69.5	54.0
	2016	482.8	337.8	57.3	10.9	42.6	72.6	23.0	13.4	28.6	136.3	11.2	70.0	54.8
	2017	493.9	349.0	54.2	12.4	43.7	76.7	23.6	13.6	29.2	139.8	12.2	70.7	55.5
	2018	508.2	356.8	57.2	14.2	44.8	80.0	23.8	14.3	28.7	142.8	13.0	70.2	55.5
2019/6	507.2	356.4	57.1	14.2	43.7	80.3	23.7	14.2	28.9	143.4	12.5	70.3	55.5	
増 加 額	2013	10.9	7.2	-0.5	0.8	3.1	0.3	0.1	0.3	1.1	3.9	0.7	66.3	70.9
	2014	15.1	8.8	0.9	0.6	2.1	2.3	0.2	1.1	1.3	3.4	1.9	58.1	59.1
	2015	13.2	10.5	1.1	0.2	0.5	4.2	1.0	0.7	1.0	2.9	1.7	79.2	62.3
	2016	14.4	12.1	0.9	0.5	1.4	4.6	1.0	1.1	0.3	4.6	-0.4	84.4	81.0
	2017	11.1	11.2	-3.0	1.6	1.1	4.2	0.6	0.3	0.6	3.5	1.0	101.1	81.9
	2018	14.4	7.8	3.0	1.8	1.1	3.3	0.2	0.7	-0.5	2.9	0.8	54.4	55.9
2019/6	11.8	8.2	2.3	1.5	-0.9	3.0	0.1	0.7	0.1	3.4	-0.2	69.3	52.1	

(資料) 日本銀行「貸出先別貸出金」

8. マネーフローに表れる現行金融政策の副作用と不均衡

以上のように、2013年度からの現行金融政策によって、わが国のマネーフロー、マネーストックに表れたのは、①金融部門主導による実態経済を大きく上回るペースの金融資産の膨張であり、②金融市場のかく乱要因となりかねない巨額の日銀預け金の滞留であり、③外形上は明らかな財政ファイナンスであり、④「貯蓄から投資へ」から遠ざかる家計であり、⑤金融機関と日銀に頼った株式・投資信託への投資であり、⑥マイナス金利の国債投資を増やす海外マネーであり、⑦特定セクター向けに依存した民間金融機関の貸出の増加—というものであった。

こうした姿は、現行金融政策が当初目論んだような、家計や金融機関が運用資産を株式・投資信託にシフトさせるというポートフォリオ・リバランスではなく、様々な業界の企業が投資機会・成長領域を国内に見出し、その資金需要に国内の金融機関や海外部門が応需し、経済成長を支えるという姿でもない。

2013年以後の現行金融政策は、わが国のマネーフロー、マネーストック面では、異例・不自然なもの(④、⑤、⑥)、過去事例がなくリスクの想定や把握が難しいもの(①・②)、想定されるリスクがさらに膨れ上がるもの(③・⑦)であり、いずれも持続可能性に疑念があるものであり、現行金融政策がもたらした副作用であり、金融の不均衡でもある。

米中貿易摩擦の激化、地政学リスクの高まり等による世界経済の減速を背景に、今年8月には米国FRBは利下げに転じ、ECBも量的緩和の再開やマイナス金利の一部拡大を決定した。

こうしたことから、日銀もマイナス金利深堀りに踏み切るのではないかと観測が台頭、日銀自身も「物価安定目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との方針を打ち出している。

しかし、2013年度以降の現行金融政策がもたらしたわが国マネーフロー、マネーストックへの諸影響とその結果表れた姿、さらには現行金融政策の物価、投資活動、経済成長等における乏しい政策効果と行き詰まりを勘案すると、日本経済に大きな打撃を与えるような行き過ぎた円高を食い止めるのに真に効果があるのであればともかく、マイナス金利の深堀りは、もはや無用にして不要であろう。

(上席理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公:Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。