

マイナス金利政策の効果—日本の場合—

関西大学 本多佑三

本報告の多くは、Honda and Inoue (2016) 論文に基づく。下記の概要は現時点（2016年8月5日）のものであり、学会報告時まで時間があるので、内容の変更はあり得る。

通貨、債券、株式、外国資産の、トービンタイプの4資産モデルにおいて、期待など他の条件を一定とした上で、通貨の収益率を外生的に下げると（準備預金のマイナス金利をさらに下げると）、債券利回りが下がり、投資家の要求する株式収益率が下がり、円の為替レートが円安となることを論理的に示せる。

ただ、この経済モデルの重要な前提の一つは、民間金融機関の行動を無視している、あるいは機械的に扱っている点だ。準備預金にマイナス金利を課せば、金融機関は必ず収益の一部を失う。この収益損失に対して民間金融機関がとる行動は、①金融機関が被る損失を預金者あるいは貸出先に転嫁する②金融機関がそのまま損失を負担する③損失の一部を預金者・貸出先に転嫁し、一部を金融機関が負担する——の3通りだ。

①の場合、預金者から預金の手数料をとる、あるいは貸出金利を高く設定することなどが想定される。実際にそうなれば、預金や貸し出しは減少することとなり、日銀の意図とは逆に、金融引き締め効果をもたらしかねない。

②の場合、金融機関は収益が奪われるので、体力を弱める。この場合でも損失が大きすぎると、金融機関のリスク負担能力の減少により、貸し出し能力を減退させる可能性がある。いずれにせよ、マイナス金利を極端に深堀りしすぎると、金融が引き締まる、あるいは金融機関の体力が弱まるという副作用がでてくる。

日銀は今年1月29日、0.1%のマイナス金利政策の導入を決めた。この直後から、東証上場の銀行業の株価指数は、日経平均株価指数を大きく下回っている。マイナス金利政策で民間銀行が収益を奪われるとの懸念を端的に物語る。また、日経平均は、決定会合直後に少し上昇したが、その後は横ばい、ないしはやや下がり気味だ。

この平均株価の動きには少なくとも2通りの解釈が可能だ。一つは、日銀が採用したマイナス金利政策にはあまり効果がないという見方だ。もう一つは、マイナス金利政策の導入があったので、円高による景気悪化がこの程度で済んでいるという見方だ。同様の論点は為替レートについてもあてはまる。2016年1月29日以降も円の実効為替レートの増価はとまっていない。これについてもマイナス金利政策による緩和政策が効いていないとの見方と、効いており円高進行を現時点程度で食い止めているとの見方がありうる。

後者の見方に従えば、マイナス金利政策の実体経済への副作用は表れておらず、拡張的金融政策の効果はある。少なくとも短期市場金利、長期市場金利、新規貸出金利、住宅貸出金利を下げるといった景気刺激効果があった。

また、外国発の大きな円高圧力に対し、マイナス金利政策の採用で金利差が拡大し円安方向への力が働いたので、現時点程度の円高で済んでいる。その結果、現時点の株価を保つことができているとの見方もありうる。