

日本銀行が導入を決めたマイナス金利政策は、金融機関の収益に与える影響を限定的にしたり、短期金融市場の取引も維持できるようなにしたりするなど、一つの戦術としてはよく考えられている。

だが、根本の金融政策の立て付けは限界を来している。黒田東彦総裁の就任後、2013年4月から始まった金融緩和は短期決戦を想定したものであった。大量の国債購入で中央銀行のやる気を見せつけ、企業や家計のマインドをデフレ期待からインフレ期待へ一挙に転換させるのが狙いだった。当時、総裁は「戦力の逐次投入をせず、現時点で必要な政策をすべて講じた」と述べていた。人々の期待が一気に変化するのであれば、半年から1年の間に起こるはずだが、実際はそうならない。

結局、2年間で物価上昇率2%を達成するもろみは実現できておらず、短期決戦だったはずが持久戦の様相を呈している。大きな戦略が行き詰まる中、戦術だけでカバーするには限界がある。今年1月の金融政策決定会合は、政策の枠組みを見直すチャンスだった。

同会合で反対票を投じた佐藤健裕審議委員は、国債買い入れ額の縮小と併せてマイナス金利を導入すべきと主張しており、私の考え方もそれに近い。だが実際は、国債買い入れ

のペースは従来どおりで、新しい手段を加えて金融緩和をさらに強化した、というメッセージを打ち出した。金融政策だけへの依存は過度なストレスをかける

一般的に金融緩和を通じて国債の金利が低下すると、貸し出しが相対的に有利になるので、銀行は貸出を増やすといわれる。

だが、日本の金融機関は国際比較で見ても利ザヤ(資金運用利回り-資金調達原価)が低い。(原価に相当する)預金金利をゼロ以下ににくい中、貸出金利がほとんど下がる。利ザヤが圧縮されるため、金融機関は貸し出しに伴うリスクを取りづらくなる。そうすると、貸し出しの増加を意図したはずのマイナス金利政策が逆の効果を生み出しかねない。新たな政策は金融機関の融資や投資行動にさらなるリスクテイクを促すものだが、経営の健全性維持という観点にも目を配る必要がある。

仮にマイナス金利がさらに拡大した場合、利ザヤがいっそう縮小するため、金融機関は利益を確保しようとして預金に口座維持手数料を設けるかもしれない。手数料がつくことで預金回りが実質的にマイナスになれば

マイナス金利の

気になる効き目

日銀が今後さらに金利を下げれば、金融機関が預金に手数料をつける状況も出てくるだろう。ただ、預金にはさまざまな種類があり、どれだけ集めるかは銀行側が手数料のつけ方次第で決められる。

銀行は貸出量をまず固め、それに必要なだけ預金を集める行動に出るのではないかと。預金の絶対量が足りなくなる事態は起こりえない。富裕層や預金の多い企業は、現実的にタンス預金が難しい。マイナス金利幅が小幅にとどまるかぎり、銀行預金のままにしておくか、何らかの形で



慶応義塾大学教授 池尾和人
いけお・かずひと ● 1953年生まれ。75年に京都大学経済学部卒業。経済学博士。京都大学助教授などを経て95年から現職。著書に「現代の金融入門(新版)」など。

狙いは貸し出し増加だが 逆の効果が出かねない

ば、一般国民や家計のレベルで現金保有に逃げる事態も想定される。ただ、人々を現金保有に駆り立てるのは社会的に非効率だ。預金で決済をしたり、価値保蔵の手段に使うほうが効率的なだけに、金利をさらに下げるとも限界がある。

アベノミクスは当初から大胆な金融政策、機動的な財政政策、成長戦略というポリシーミックスだった。だが、従来は金融政策が突出していた。それが行き詰まっているのであれば、ほかの政策で支援すべきだ。今、アベノミクスはセカンドステ

ジに入ったとされている。昨年9月、新3本の矢で掲げた名目GDP(国内総生産)600兆円の達成や出生率1.8の実現という数値目標について、具体的な工程表を出すべきだ。それに併せて金融政策の枠組みを少し修正するのが賢明だ。

デフレ脱却を金融政策だけですべて処理しようとするのには無理がある。金融市場に過度なストレスをかけることは、もうやめたほうがいい。

運用を行うため、市場におカネが回る状況は続くだろう。
トレンド変化の兆しは2014年に見られた
量的な金融緩和の評価は難しいが、日銀が繰り返しメッセージを発信してきたことでインフレ期待はそれなりに上がったと思う。スーパーの販売実績データを利用しわれわれが開発した東大日次物価指数(現・日経CPI Now)を見る中で変化に気づいたのは、消費税率が引き上げられた2014年4月。同月上旬、税抜きベースでも物価が0.8%ほど上がったのだ。

小売店の人たちに話を聞くと、インフレ期待を高めるといふ日銀のアナウンスに影響され、値段を上げてもいいのではないかという認識が広まっていると感じた。だが5月上旬あたりから増税の影響で消費が落ち込み、特売が増えて変化の兆しもしだいに見られなくなった。

今年に入ってから、海外要因で日本の株価が下がりが円高も進んだ。円安、物価上昇、賃上げという従来のサイクルが逆回転しかけた中、日銀としても何らかの手を打つ必要があった。ただ、海外の例を見てもマイ

効果が限定的ならば 賃金を政策目標にすべき

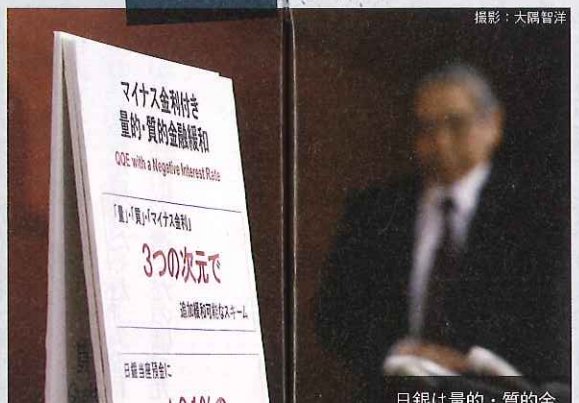
これまで日本銀行は国債買い入れを通じて市場に資金を注入する政策を採ってきた。マイナス金利の導入で、量から金利の政策に戻ったというのが私の理解だ。金利がマイナスかどうかは一瞬忘れて、単純に「金利を下げた」と考えるとわかりやすい。金融緩和でいろんなタイプの金利が低下し、住宅ローンや設備投資などに一定の効果がでてくるだろう。ただし市場金利の低下で運用利回りがマイナスになることも想定されるため、短期金融商品での運用が中心のMMF(マネーマネジメント・ファンド)が販売停止となった。個人が選べる金融商品の幅が狭まるのはよくない。



東京大学大学院教授 渡辺 努
わたなべ・つとむ ● 1959年生まれ。82年東京大学経済学部卒。日本銀行入行。一橋大学教授を経て2011年から現職。株式会社ナウキャストの創業者・技術顧問。

ナス金利は下げられてマイナス1%程度。引き続き、インフレ期待を高める取り組みが重要になる。
消費者アンケートを行うと、物価目標2%を掲げた金融政策をポジティブに受け止める人は少ない。黒田総裁は賃金上昇も重要と強調しているが、日銀が物価と賃金の両方が上がる状況を目指していることがなかなか認識されていない。深刻なミスコミュニケーションだ。であれば、日銀が約束している内容を変えたほうがいい。極端にいえば、物価ではなく「賃金が毎年一定率(たとえば4%)上がるまで金融緩和を続ける」とすれば、政策への理解も深まる。政府と日銀は13年1月、2%の物価上昇を目標として連携を強化する共同声明を出しているが、マイナス金利の効果が限定的なら大もとの政策の枠組みも見直したほうがいい。

長期化した小幅なデフレを脱却できないと、仮に激しいデフレに陥ったとき、日銀はお手上げになってしまふ。日銀の一番の仕事は物価の安定だ。物価をコントロールできる状態を維持するためにも、さまざまな金融政策を続ける必要がある。



日銀は量的・質的金融緩和に加え、マイナス金利を導入した