

Title	マイナス金利管見
Sub Title	The pain of negative rates
Author	福岡, 正夫(Fukuoka, Masao)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2017
Jtitle	三田学会雑誌 (Mita journal of economics). Vol.109, No.4 (2017. 1) ,p.633(79)- 643(89)
JaLC DOI	10.14991/001.20170101-0079
Abstract	本稿は2016年10月13日に慶應義塾読書会において行われた同題の講演の記録であり、日銀が同年2月に導入したいわゆる「マイナス金利政策」、さらに9月に提示した「長短金利操作付き緩和政策」について筆者の思うところ感ずるところを述べたものである。それらの政策が導入以降にもたらした効果、ならびにその副作用と考えられる事情の当否をめぐって、経済学の原理の視点から論評を加えた。 This is the record of my lecture delivered on October 13, 2016 at a regular meeting of the Keio Book Reading Society. It presents my views on the Bank of Japan's policies of negative rates as well as yield curve steepening, which were introduced respectively in February and September of the same year. I discussed the effectiveness and the side effects of these policies from the viewpoint of the outcomes over past months and the principles of macroeconomics.
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20170101-0079

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

マイナス金利管見

福岡正夫*

The Pain of Negative Rates

Masao Fukuoka*

Abstract: This is the record of my lecture delivered on October 13, 2016 at a regular meeting of the Keio Book Reading Society. It presents my views on the Bank of Japan's policies of negative rates as well as yield curve steepening, which were introduced respectively in February and September of the same year. I discussed the effectiveness and the side effects of these policies from the viewpoint of the outcomes over past months and the principles of macroeconomics.

Key words: negative rates policy, yield curve steepening, inflationary expectations, REIT and ETF, government's primary dealership

JEL classifications: E43, E58, G28

このたびは本年（2016 年）2 月に日銀が導入いたしましたいわゆるマイナス金利政策につきまして、先月（9 月）の総括的な検証という経緯までもを含めまして、私の思うところ感ずるところを率直に述べさせていただくことになりました。

本稿は昨年 10 月 13 日に慶應義塾読書会の例会で行われた筆者の講演をそのまま活字化したものである。黒田日銀の金融緩和政策についてはすでに同年 1 月 18 日に本塾経済研究所主催で行われた講演「アベノミクス私見」（本誌 109 巻 1 号所載）においても論じているが、何分マイナス金利政策導入以前のことであったので、当該の政策や、さらにその後の「総括的な検証」で提示された「長短金利操作付き緩和策」などについてはその当否を論ずることができなかった。今般のこの講演記録がその不備を補い、前稿への Supplement として役立つならば、はなはだ幸いである。

* 慶應義塾大学名誉教授

Professor Emeritus, Keio University

黒田日銀緩和政策の足どり

黒田総裁主導の日銀の金融緩和政策は、それがいわゆる異次元の量的緩和政策として初めて施行されて以来すでに4年目になりますが、その間^{かん}につぎに述べますような六つの段階、六つのステップを踏んでまいりました。

まず第一ステップとして、この政策は2013年の4月に、日銀はその翌年までの2年間にベース・マネーの供給量を135兆円からその2倍の270兆円まで、つまり年間にしまして約60兆円から70兆円に相当するペースで増強する、とされたときに始まりました。

ついで翌2014年の10月には、第二のステップとして、いっそうその緩和を拡大することになり、量の次元でその額が年間80兆円というペースに引き上げられることになりました。

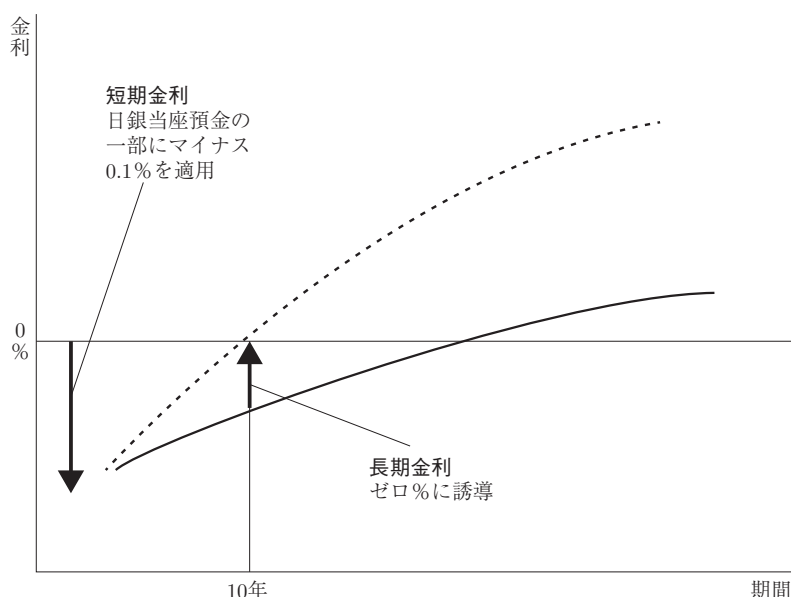
また2015年の年末には、こんどは第三ステップとしてその80兆円という量はそのまま継続する一方、いわば質の次元でその内訳を変化させることになりまして、まず各銀行、各民間金融機関から買い上げる国債の平均残存期間を従来の7年から10年というのから、より長期化多様化させる、またそれと同時に、これまでも国債のほかに買っていた不動産投資信託、これは英語で文字どおり Real Estate Investment Trust というのを頭文字だけで略して REIT と呼ばれているものですが、この不動産投資信託 REIT の日銀買い入れ額の上限を9兆円まで引き上げる、それとともにもう一つ上場株式の投資信託、これは Exchange-Traded Fund というのを略して ETF と呼ばれていますが、この上場株式投資信託 ETF の買い入れ額をもさらに拡大いたしまして、その新たなタイプとして設備投資や賃上げに熱心な、いわばアベノミクスの見地から見て優等生的な企業の株を集めた投資信託の買い入れに新たに年間約3000億円を投じる、つまり従来のETFの買い入れ総額3兆円を3.3兆円に増やす、ということになりました。

そして今年（2016年）の2月になりますと、いよいよ第四ステップとして、本日のテーマであるマイナス金利政策の導入となるわけでした、こんどは量的な緩和を拡大する代わりに金利の次元で、各民間金融機関が日銀に預け入れている当座預金の一部の金利を従来の0.1%からマイナス0.1%に引き下げる、つまりこれまでとは逆に0.1%の手数料を課するという、大方の意表を突く政策が導入されるにいたりました。

その後さらに同年7月になりますと、こんどは第五のステップとなるわけですが、日銀は上場株式投資信託 ETF の買い入れ額、これはさきほど第三ステップのときに言いましたように、すでに年間3兆円から3.3兆円に拡大されていたのですが、さらにこれを年間6兆円にまで倍増すると決定いたしました。

つぎが第六ステップ、今のところこれがもっとも最近にとられたステップですが、ご承知のようにこの9月21日に開かれました「総括的な検証」を目指した会合で、日銀は「長短金利操作付き緩和政策」の名の下に、緩和政策の枠組みを従来のように量の増加を柱とすることから金利を重視するという方向に舵を切り換えまして、長短の金利を調整する緩和政策に転換いたしました。つまり

図1 イールド・カーブ

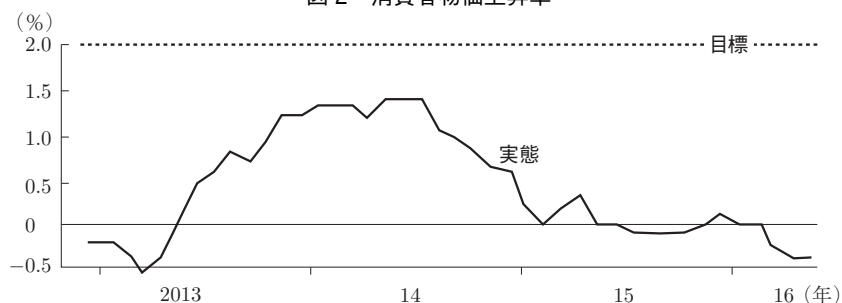


短期の金利である日銀当座預金の金利は第四ステップのマイナス0.1%そのままに据え置くが、長期金利を代表する10年物国債の利回りはマイナス圏内に下がりすぎること避けて、ちょうど0%程度のところで推移していくように誘導するという方針を打ち出すことになったのです。これを分かり易く図で示しますと、図1に描かれているように、いわゆるイールド・カーブ（利回り曲線）がちょうど10年物国債のところで0%を通るように、それを引き上げるとともにより傾きを急にするということでもあります。イールド・カーブ^{かん}というのは図のように縦軸に金利、横軸に国債の期間をとって、その間の関係を示した曲線ですが、長期の国債になるほど金利は高くなりますので、イールド・カーブは右肩上がりとなります。日銀政策の新たな枠組みは、1年以下の短期と期間10年の長期という二つの金利を操作してイールド・カーブを点線の位置に引き上げ、より立たせるのが狙いになっているわけです。年80兆円ずつ国債を買い増していくという方針のほうは一応差し当っては現状のペースをメドにするけれども、長期金利を0%に維持していけるように長期国債の買い入れは柔軟に運用するとのことで、80兆円という額は一応のメドと位置づけられるにすぎないことになりました。つまり今回の総括では、緩和政策の主要な目安が「量」から「金利」へと大きく転換したことになるのです。

なぜ物価上昇率2%は実現できないのか

さて以上に述べましたように、日銀の緩和政策もいろいろな局面を辿ってまいりましたが、その

図2 消費者物価上昇率



注：14年度は消費税増税による上昇分を除去。

目的とするところは申すまでもなく一貫して消費者物価の上昇率を2%まで引き上げるということでありまして、それによってデフレを克服し、それをインフレに転換するという点にあります。

当初はその2%達成を2015年中に実現するということで発足したわけでしたが、ここで図2に示された物価上昇率のグラフの実態をご覧になっていただきたいと思います。この図は（2016年）7月20日の日経新聞に載せられた小峰隆夫氏の経済教室欄の論説から拝借したのですが、それを見てお分かりのとおり、2014年の初めあたりまでは何とか思惑どおりに目標値に近づいていく気配を見せましたものの、14年以降になりますとすっかり動力を失って、目標値から大幅に離反した停滞した状況が続いております。すでに日銀当局は2%の達成時期を5回も先送りしており、今回の総括では18年度中といたしましたが、もはや達成時期の予告は取り下げたほうが良いという意見もあるような模様であります。

なぜ当初はうまくいったのかと申しますと、これははじめのうちはケタ外れの量的緩和というアナウンスメント効果のお蔭で、株式市場や為替市場が敏感に反応して、その結果生じた株高と円安が景気の状態を持ち直したことで、とりわけ円安を通じて輸出製造業の収益が大幅に改善されたことによるところが大きいと申してよいと思います。しかし、それが必ずしも緩和政策本来のシナリオであったインフレ期待という要因を正当化するものではなかったことには注目しておかねばなりません。異次元緩和政策は確かに株高・円安をもたらすことで、いったん物価を引き上げはしましたけれども、市場参加者のあいだにインフレ期待を高めるという波及過程を惹き起こすことはほとんどなかったのではないのでしょうか。ここのところわが国の物価の動きは、インフレ期待による需要の増大というよりも、むしろ円安による輸入原材料の値上がりというような供給サイド、コスト側の事情に左右されるところが大きかったのではないかと思います。

元来、浜田宏一氏や岩田規久男氏などによって当初表明されました、中央銀行がベース・マネーさえ大量に増やせば必ずインフレ期待を誘発することができるという主張は、信頼できるマクロ経済学の教科書のどこを見ても書いてない虚妄の定理でありまして、私などは量的緩和政策が始まっ

た当初からそう申してきたわけですが、今回の総括に関する記者会見では黒田総裁みずから「短期的に資金供給量の増加とインフレ期待とは密接にリンクしているわけではない」と申されておまして、4年ぶりに初めて当局者みずからによってインフレ期待シナリオの誤りが認められたことは、大いにわが意を強くするところでありました。

ところで2015年以降なぜこのように物価の上昇がはかばかしく進行しなくなったのかという事情には、原因として国内外の市場環境がもはや先ほど申しましたような円安基調の存続を不可能にするような局面を迎えたということがあると思います。

一つには昨2015年を境として、わが国の貿易収支と経常収支の構造が大幅に変化したという事情があります。原油価格の低落や訪日外国人観光客の激増などのお蔭で、永らく赤字を続けてきた貿易収支が数年ぶりに黒字に転換することになりましたし、同時に経常収支もまた顕著に改善いたしました。そうしたことから円高への圧力が生み出されるのが不可避の成行きとなったわけであり

ます。

またそれに加えて、もう一つには海外の事情に大きな変化がありまして、年初には中国の景気減速を震源とする国際市場の動揺があり、春以降はイギリスがEUを離脱するとかアメリカの利上げ可能性が後退するとか、いろいろなことがあったために、世界的に経済の先行きに対するリスクが高まりまして、それを回避するムードが国際相場でも一つの大きな流れとなりました。その結果、円が比較的 안전한資産とみなされて、海外からの円買いの動きが勢いづいた結果、当然円は高くならねばならない状況になったのです。

マイナス金利政策の成否

さて、ここで本日のメイン・テーマであるマイナス金利政策そのものの話に移りますが、この政策が導入されましたのは、折りしもいま申したような内外の事情が進みつつある最中^{さなか}であったということをお考えいただきたいと思います。

マイナス金利政策というのは、前にも申しましたように、銀行をはじめとする各民間金融機関が日銀に預け入れている当座預金の一部に従来のように0.1%の利子をつける代わりに、逆に0.1%の手数料を課するというので、ここで当座預金の一部と申しますのは、この政策が導入される前からすでに預け入れられている当座預金は対象としない、この政策導入後に預け入れられる当座預金のみを対象にするということで、しかも差し当っては10兆円程度の規模の当座預金のみを対象にするということです。ですから、この点をさらに分かり易く申しますと、現在民間の金融機関が日銀に預け入れている当座預金は大雑把に言って総額260兆円くらいなのですが、そのうちこの政策が導入された2月16日以前から預け入れられていた分は210兆円くらいなので、この政策が適用されるのはその差額である50兆円の分で、しかも当初はそのうちの10兆円が対象となるので、実際

に 0.1 % の手数料がかかるのはその 10 兆円の分のみで、あとの 40 兆円はゼロ金利、2 月 16 日より前に預け入れられていた 210 兆円については従来どおりプラス 0.1 % の利子が支払われることに変わりはない、そういう仕組みになっているわけであります。

では、そうしたマイナス金利政策が導入されることの狙いはどこにあるのかといえば、一つにはそのように預け入れた預金に手数料がかかるようになれば、各民間銀行は日銀にお金を預けるよりその分を株などを買うことに回したほうが得になりますので、株買いが増えて株高に貢献することになり、それが景気に好影響を及ぼすことになるだろうと考えられるからであります。またマイナス金利は海外との金利差を拡げますから、他の事情にしてひとしければ円安を招く効果もあるはずで、やはりそれが景気にいい影響をもたらすであろうと考えられるからでもあります。

さらにもう一つにはこの政策が銀行の貸出し金利や住宅ローン金利などにも影響を及ぼして、それらを下げる方向に働くことになると、企業の設備投資や個人の住宅投資が刺激されることになって、これまた景気をよくするのに資するであろうと期待されるわけであります。

ところがはなはだ遺憾なことに、マイナス金利政策導入後の事態の経過は必ずしも当局の、いま述べましたような政策効果への期待を裏付けるものとはなりませんでした。今回そのようにほとんど効果が得られなかったのは、さきほど来申してきましたように中国の景気減速とかイギリスの EU 離脱とか海外の事情が大きく変化した結果、それを原因として世界経済の先行き不安、リスク回避ムードが広く強まったからであります。そういうことだと、株買いに積極的に資金を投ずるといったような動きは起こってまいりません。またそうしたリスク回避ムードから円などが安全度の高い資産とみなされますと、逆に円買いに資産が集中することで、円高になってまいります。そういった事態の結果として、期待された株高・円安はまったく起こらず、逆に株安・円高がもたらされてしまったのです。

事実、マイナス金利政策公表の直後にそのアナウンスメント効果としていったん生じた株高・円安はわずか一兩日のうちに勢いを失って、すぐに帳消しになってしまい、あとは実体経済の情勢に押されてずっと株安・円高の状況が続いてまいりました。

確かに当局の狙いどおり、長期金利、その代表的な指標とされる 10 年物国債の利回りは、マイナス金利政策導入以降低下の傾向を強めて、ついにそれ自体がマイナス圏内に入り、一時はマイナス 0.25 % といった過去最低値をさえ記録いたしました。黒田日銀総裁は 3 月 15 日の記者会見で、こうした長期金利の低下をもってマイナス金利政策の成果の表れであると強調いたしましたが、これにはいささか違った見方もまたありうることを無視するわけにはまいりません。前にも申しましたように、現在世界の金融市場では先行き不安の心理が拡がりつつあり、リスクを回避しようとする動きが加速度的に強まっております。そのためになるべく安全度の高い資産への逃げ込み手段として、円とともに日本の国債にも爆買いの波が押し寄せておりまして、それが円高を惹き起こすと同時に日本の国債の価格を釣り上げる結果をも招いております。したがって、もしそのような世

界の投資家のリスク回避行動が10年物国債の価格を釣り上げ、その利回りをマイナス圏内にまで押し下げているのだとすれば、それは黒田総裁のように「金融当局」によるテコ入れの成果であるとするよりも、世界経済の先行きに対する「市場」からの警鐘、警戒シグナルであるとするべきではないでしょうか。

ということで、現在のところマイナス金利政策は、インフレ目標に関するかぎり期待されたような効果はまったくあげておりません。金利が下がったからといって必ず銀行貸出しの増加が生ずるわけではなく、いま申したような円高などの影響で景気の先行きに対する不安が拭い去れないならば、貸出し金利が下がっても企業の設備投資需要が盛り上がることにはなりません。また国債や預金の金利低下によって先行き不安が強まれば、家計の消費需要もまた萎縮させられてしまい、いずれにしてもマイナス金利は実体経済の景気を刺激する有効な手段とはなりえないのです。

日銀側には、マイナス金利によって住宅ローン金利も(10年固定型で見ると)0.5%前後に下がったので、貸家建設投資が刺激され、1月から6月にかけて貸家の着工数が前年の同期間に比して9%も増加したということで、マイナス金利政策の効果をあげつらう向きもあります。しかし一方このところそれに伴いまして賃貸マンションやアパートの空室率が上昇して家賃に下落圧力がかかり、ただでさえ人口減少によって家賃相場が下がっている傾向にさらに拍車をかけているという事実があります。そうした家賃の動きが消費者物価に影響するところは小さくないのでして、家賃そのものの比重は3%弱にすぎませんが、ご存知のとおり持ち家でも家賃に相当する額はいわゆる帰属家賃として計算に含まれますので、その分も入れますと家賃は消費者物価全体の18%をも占める結果になります。つまりマイナス金利政策によって貸家建設が増えるとなると、その分かえって日銀の目標とする物価の押し上げに逆行する動きが生じてしまうという皮肉な結果になりかねないのです。したがって、日銀側の言うような点を考慮に入れても、なおマイナス金利政策はほとんど所望の成果をあげているとは申せません。

事実、マイナス金利を導入してから半年を迎えましたが、目標としての消費者物価は何ら上昇する兆しを見せていない、というのが何よりの証拠ではないでしょうか。

問題視すべき副作用

そういうことで、マイナス金利政策は今の時点では明らかに成功しているとは申せませんが、そのようにたんに効果をあげていないというだけではなく、かえっていくつかの、必ずしも望ましいとはいえない副作用を生み出しているのではないかとも思われます。以下、無視されるべきではないと思われる副作用について、若干の事例をあげておくことにいたします。

まずその第一の副作用として、長期国債利回りの大幅な低下のために、資金を国債で運用している保険業界や年金積立機関の運営状況がいちじるしく悪化しているという事実があげられます。た

例えば生命保険業界では、協会に加盟している 41 社の今年 1 月から 6 月にかけての新契約高が前年に比して 1 兆円以上も落ち込んでいるとのことで、その 1 年前の 7 % 増という好調ぶりと比べて、マイナス金利政策のために状況が一変した様子であります。そうした運用難が同時に消費者の心理に悪影響を及ぼしているという副作用もまた無視するわけにはまいりません。

つぎに第二の副作用としては、多くのエコノミストが指摘しているように、民間銀行の収益がこれまたいちじるしく圧縮されているという事実があります。マイナス金利の圧力で各銀行の金利は貸出し金利も預金金利もともに下がる方向に影響を受けますが、預金金利のほうが下げ幅には限度があるので、両者の開きである利ザヤが縮小され、銀行の利益が減ることになるわけであります。金融庁の調査によりますと、日銀のマイナス金利政策のお蔭で、来年 2017 年の 3 月決算期には三大銀行グループの三菱東京 UFJ 銀行は 1550 億円、三井住友銀行は 750 億円から 760 億円、みずほ銀行は 610 億円と、三メガバンクの収益は合わせて約 3000 億円もの減益になるということでもあります。

さらに第三点といたしましては、このようにマイナス金利政策のために銀行をはじめとして各民間金融機関が大きな損失を被りかねない事態になってまいりますと、各金融機関のマイナス金利政策への反発が強まりまして、国債の安定消化に差し障りが生じてくるという恐れがあります。マイナス金利政策のために国債の利回りがマイナス圏内まで低くなってくる上に、万一金利が上昇すれば多額の含み損を抱え込まなければならないリスクがあるわけですから、各銀行が国債を購入するメリットがますます薄くなってくるわけですし、すでにご承知のとおり、三菱東京 UFJ 銀行はこの 7 月にそうした事態に対処するために国債のプライマリー・ディーラーとしての特別資格を返上するという決定をいたしました。このプライマリー・ディーラーというのは国債市場への特別参加者としての資格を持つディーラーということで、財務省から選ばれてその資格を得れば国債市場の動向について定期的に得難い情報を教えてもらえる特権を与えられるということです。その点では大変有利になりますが、しかし代価として、その資格を認めてもらった銀行は国債の発行予定額の 4 % 以上を買わなければならない義務を負うということで、今般マイナス金利政策の結果それが重荷となってきたために三菱東京 UFJ 銀行はこのプライマリー・ディーラーの資格を返上することに決めたのです。そうした動きは他の大手銀行にも拡がりかねないわけで、もしいままで国債の安定消化を支えてきた大手の銀行が次々に三菱東京 UFJ 銀行に追随してプライマリー・ディーラーの資格指定を取り消していくということになれば、国債の安定消化の可能性に大きな影がさすことになるざるをえないのです。いまのところ残る二つのメガ銀は三菱東京 UFJ のように資格返上はしないと市場への献身ぶりをアピールしていますが、保有する国債を減らすという行動には変わりはないわけですし、三メガ銀を合わせた 6 月末の国債残高は 3 月末に比べますと 8 兆円弱も少ない額になっています。現在にご存知のとおり日銀が直接に政府から国債を買うことは禁じ手になっておりますから、もし民間の大手銀行がそのように「国債離れ」していったときには政府はいかにして国債の安定消化を確保する国債管理政策を示せるか、その点が保証されなければ財政への信認が揺らいで

くるという重大な危険があります。

財務省にしてみれば、このプライマリー・ディーラーの資格というのは財務省のほうから各銀行に与えてやる特典という意識もあるわけですので、今回の三菱東京 UFJ 銀行のような資格返上はいわば裏切り者のような受け取り方になるのでしょうか、マイナス金利政策のためにそういう銀行側からの国債離れが進んでいるとすれば、この政策は財務省・日銀という公共部門と金融界という民間部門のあいだの協調性を崩して、そこに「すきま風」を吹き込むというか、亀裂、「ひび割れ」を生ぜしめる副作用をも伴っているわけですので、その点でもあまり望ましいことではありません。

以上、日銀が緩和政策の第四ステップとして導入したマイナス金利政策そのものに伴う副作用について述べてきましたが、ついでながら、より最近の第五ステップである上場株式投資信託 ETF 購入枠の倍増にも若干望ましからざる副作用があると思われますので、その点についても申し添えさせていただきます。毎年 6 兆円も ETF を買い入れることにすれば確かに株価押し上げにはいく分かの効果があるでしょうが、しかしその半面、日銀がこの点にあまりに手を上げると、つぎに述べますように、やはり 2 点ほど望ましからざる副作用が出てくるのではないかと思うのです。

まず第一点ですが、元来 ETF にはいろいろと幅広い銘柄が含まれていますので、それが買われればさまざまな業績の企業に資金が向かうことになります。ですから日銀によるその購入がきわめて大きくなりますと、市場に任せておけば自然といい企業の株価は高くなり不良な企業の株価は低くなるという市場本来の価格調整機能が損なわれる可能性があるのです。つまりその点では、日銀による過度の ETF 購入は市場による価格発見機能を歪めて、相場への露骨な介入となりかねない側面をも含んでいるわけです。

またつぎの第二点としては、いわゆるコーポレート・ガバナンス、企業統治を形骸化しかねないという懸念があります。すでに日銀の ETF 保有額は 8 兆 7000 億円ほどに達していますから、日銀は実質的には ETF に含まれる企業のいわば巨大な「隠れ株主」になっているわけです。しかし日銀は株主総会に出ていって議決権を行使したりはしないわけですから、企業統治のプレッシャーが働くわけではなく、その点では第五ステップは現在進行中のコーポレート・ガバナンス改革の動きに逆行する面を含んでいるわけなのです。

「量」から「金利」への転換

以上いろいろと述べてまいりましたが、そのようにマイナス金利政策はインフレ目標に関してはまったく効果をあげていない上に、いま申しましたようないくつかの望ましからざる副作用をももたらしております。では効果をあげるためにはどうしたらよいのか。さらに深掘りをして、金利をもっとマイナスにしたらかどうかという意見もありますが、そうすればするほど保険業界や銀行の収益はますます圧迫されて減益を上積みすることになりますから、望ましいこととは申せません。で

はもとの量的緩和に戻って国債の買い取りペースを年間 80 兆円よりさらに高めたらどうかといいますと、これまた日銀のこれまでの買い入れの結果、市場に出回る国債がすでに 100 兆円も減っている状態にありますので、現在の 80 兆円のペースを続けていってさえあと 1、2 年で購入可能な国債の量が干上がってしまうという認識が関係者のあいだにも広まっております。つまり量の拡大に頼った緩和もまた限界に当面して難しくなっているのが実情です。

そうした事情の下でこの 9 月 21 日に行われました総括的な検証では、前にも触れましたように、政策の目安が「量」から「金利」へと切り換えられまして、長期金利を 0 % の水準に維持するように長短金利を調整するということになりました。これは前述の民間金融機関への副作用に気を配った措置とも思われますが、しかし元来長期金利を中央銀行が完全にコントロールするということは大変難しいことでして、果たしてそれがうまくいくかどうかには大きな疑問が残ります。事実この日の総括で 0 % 誘導が決まった直後には一時長期金利は半年ぶりにマイナス圏から浮上しましたが、その後はふたたび低下する展開となって 23 日の市場ではマイナス 0.05 % まで低下いたしました。今後も下げ止まらなければ、80 兆円をメドといっても、いよいよ国債購入額を減らさざるをえないのではないかと思います。長期金利 0 % 維持というのと国債購入額 80 兆円をメドというのは元来原理的に矛盾することで、事実 9 月 30 日には日銀は 10 月の国債購入額を 2000 億円ほど減らすと発表いたしました。そのペースでいけば年間の減額幅は 2 兆円を超すことになりますから、メドとした 80 兆円を 2 % から 3 % ほど減らさなければならないということになります。

管見一束

そういったような事情をいろいろと思案してみますと、黒田日銀の金融緩和政策もそろそろ黄色信号がともる段階に近づいてきたと考えざるをえないのではないのでしょうか。すでに巨額のペースで国債その他 REIT や ETF などを買いつけてきた結果、日銀の資産規模はいまや名目国内総生産を上回る大きさにさえ達しております。この上なおインフレ目標 2 % という「錦の御旗」の下で量的緩和を積み重ねていくという政策は、いつしかお隣さんの中国に勝るとも劣らぬ国家独占資本主義への途を歩んでいくがごとき感じを免れません。また 2015 年末の ETF の新タイプ購入政策のように、特定の企業集団の株のみから成る投資信託を買いつけていくという政策も、元来民間に委ねるべき投資行動そのものに中央銀行が大きな影響を及ぼすという点で、中央銀行の守るべき独立性と矛盾するのではないかとわかれてなりません。

もはや日銀はこれ以上物価上昇率の値に一喜一憂することはやめ、緩和の規模を徐々に縮小して、「出口」に向かう計画を立てるべきではないのでしょうか。またアベノミクスは物価から成長戦略に軸足を移して、インフレ率の代わりに国内総生産の成長率、できうるならば国民一人当たりの実質国内総生産の成長率を政策目標とし、抜本的な産業構造の新陳代謝と取り組むべきではないのでしょうか。

ご清聴いただきましたことを感謝して、きょうの話はこれで閉じさせていただきます。

要旨: 本稿は 2016 年 10 月 13 日に慶應義塾読書会において行われた同題の講演の記録であり、日銀が同年 2 月に導入したいわゆる「マイナス金利政策」、さらに 9 月に提示した「長短金利操作付き緩和政策」について筆者の思うところ感ずるところを述べたものである。それらの政策が導入以降にもたらした効果、ならびにその副作用と考えられる事情の当否をめぐって、経済学の原理の視点から論評を加えた。

キーワード: マイナス金利政策, 長短金利操作付き緩和, インフレ期待, REIT および ETF, ブライマリー・ディーラー資格