

## 議 題

日本銀行によるマイナス金利政策

## 開催日時

2016年4月21日&lt;9時30分~12時00分&gt;

## 出席者

内田和人 (三菱東京UFJ銀行 常務執行役員 市場部門副部門長) <欠席>  
 江川由紀雄 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト)  
 大島 周 (みずほ銀行 常務執行役員 グローバルマーケティング部門共同部門長)  
 翁 百合 (日本総合研究所 副理事長) <欠席>  
 加藤 出 (東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト)  
 北村行伸 (一橋大学 経済研究所 所長)  
 神津多可思 (リコー経済社会研究所 所長)  
 須田美矢子 (キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問)  
 高田 創 (みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト) <欠席>  
 徳島勝幸 (ニッセイ基礎研究所 上席研究員)  
 根本直子 (アジア開発銀行研究所 エコノミスト)  
 福田慎一 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)  
 細野 薫 (学習院大学 経済学部 教授)  
 柳川範之 (東京大学 大学院経済学研究科 教授) <欠席>  
 渡部敏明 (一橋大学 経済研究所 教授) <欠席>  
 井上哲也 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長) <モデレーター>  
 竹端克利 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主任研究員) <事務局>

## 主要論点

## 1. マイナス金利導入後の金融経済

## 2. QQE の柱としてのマイナス金利と今後の展望

## 1. マイナス金利導入後の金融経済

## 井上&lt;モデレーター&gt;:

・日銀のマイナス金利政策は、3月14日に開催した公開コンファレンスでも取り上げたが、導入からの時間が経過する中で効果や副作用に変化が生じている。そこで、改めてこのテーマを取り上げることとした。マイナス金利導入後の金融経済と、QQE におけるマイナス金利政策の位置づけ、今後の展望を議論したい。

・事務局資料を簡単に説明すると、まず、短期金利は期末初をはさんで振れが大きくなった。同時に、2月16日のマイナス金利の適用以降はコール市場の取引高も減少した。業態別の日銀当預残高によれば、業態毎に3層構造の分布が区々である。日銀は、金融機関毎にマイナス金利の適用額に差を作ることで裁定取引を促すことを企図した訳である。この間、国債のイールドカーブは顕著にフラットニングした。インフレ目標の達成時期も含め QQE の長期化が意識されたためであろうし、短中期債の投資家が超長期債にシフトする意味でポートフォリオバランスが進んだことによる面もある。なお、日銀による「債券市場サーベイ」の2月調査の結果によれば、市場参加者はマイナス金利導入を期に国債の市場流動性が顕著に悪化したと評価した。もっとも、取引量や売買回転率の推移をみると、QQE を通じて悪化傾向を辿ったとみることもできる。

・実質実効為替レートは、足元で反発しているが長期的には低水準にある。円相場の対ユーロ、対豪ドル、対新興国通貨(アジアを除く)の変動パターンは対ドルとは異なり、この間の円高化がドル高修正だけでなく、個別通貨の要因によって促進された可能性が示唆される。対外証券投資は昨年実績が高水準であっただけでなく、本年2月以降に顕著に増加し、マイナス金利政策によるポートフォリオバランスとみることができる。ETFやJ-REITも価格の上昇と取引の活発化が伺われる。一方で、マイナス金利が銀行貸出に与えた影響について、現時点で評価を下すことは早計であろう。やや長い目で見ると、貸出残高は増加を続けているがモメンタムが停滞気味になる中で、銀行の貸出姿勢は前傾化している。

・短観の業況判断 DI は製造業と非製造業の置かれた状況の違いを示唆している。それでも、売上高経常利益率のみ企業収益は引続き高水準にある。対外直接投資(FDI)の活発化も広義のポートフォリオバランスと言える。相手地域別には、金融危機後はアジア向けが牽引したが、近年は北米や欧州向けが増加している。この間、雇用情勢は改善を続け、春闘での賃上げ率は期待されたほどでなかったが、実質賃金の伸び率が改善するなど方向性は悪くない。ただ、年初以降に内外の金融市場が不安定化したこともあってか、消費者態度指数などが示す家計のマインドは軟化した。

**加藤氏:**

・2月16日にマイナス金利が適用されて以降、コール市場で取引量が急減した。以前は有担と無担の合計で17~18兆円程度の残高だったが、マイナス金利適用後は多くて6兆円台、平均で4兆円台で推移している。日銀による当初の説明では、当座預金の3層構造を採用したので裁定目的の取引が行われるとのことだったが、そうはなっていない。理由は、第一に、普通預金金利が0.001%まで低下したがプラスであるため、コール市場に資金を放出していた生命保険や損害保険などが、銀行の普通預金に運用をシフトするようになった。第二に、投資信託も余剰資金の運用を信託銀行の銀行勘定にシフトしたため、コール市場に回らなくなった。もっとも信託銀行が、投資信託による銀行勘定預金に対して今週から0.1%の手数料を課すようになったため、再びコール市場へと運用資金がシフトし始めた。このことが無担コールの平均レートが足許でマイナス0.07%前後まで低下したことの背景である。また、地銀など地域金融機関は、0.1%のプラス金利がつく基礎残高の枠に余裕がある日にはコール市場で資金を調達している。

**福田氏:**

・地域金融機関は、コール市場のマイナス金利と日銀当預の基礎残高の付利の間で利鞘を稼いでいるということか。

**加藤氏:**

・その通りである。実際、地域金融機関は、積み期間の最初は調達し過ぎのリスクに慎重だが、期間の終盤になると調達を積極化する傾向にある。もっとも、全体としてはコール市場で調達するプレイヤーの数も取引量も少なく、マイナス0.1%を日銀に払わなければならないプレイヤーも相応に存在するため、需給はアンバランスになっている。金利を下げれば大量の資金運用が可能という訳ではないため、余剰資金を持つ系統系金融機関などはそもそもコール市場に参加していない。

・日銀の期待した裁定取引が活発になっていないもう一つの理由として、イールドカーブの形状の問題がある。例えば、先にマイナス金利政策を導入したスイスでは、レポ取引やオーバーナイトの金利はマイナス0.75%前後だが、10年債の利回りはマイナス0.3%である。ともにマイナスであるが、イールドカーブは相応にスティーブなので、レポで調達して長めの運用を行えば利鞘は稼げる。これに対し日本は、イールドカーブがフラットあるいは逆イールドなので、こうした運用で利益が得られない。加えて、プレイヤーがマイナス金利で運用することの「風評」を気にしたり、金銭消費貸借契約の下でマイナス金利を適用することの法的解釈に慎重になったりすることもコール取引が少ない理由である。これに対し、レポ取引もマイナス金利導入以降に取引量は1割ほど減ったが、取引が債券の貸借あるいは売買として構成されることもあり、市場機能を含めて平時の状況を概ね維持している。

・CP市場でも、当初はCPの登録や管理を行う証券保管振替機構(ほふり)のシステムがマイナス金利に未対応であったため、0%近

辺での発行金利が続いていたが、システム対応後はマイナス金利による発行も徐々に増えている。短資会社やディーラーは、0%あるいはマイナス利回りのCPを仕入れ、日銀の買いオペに必ずすることで利鞘を稼いでいる。実際、期末には事業法人がCP発行を控えて需給が逼迫するため、日銀の買いオペでは相当深いマイナス金利が成立した。このため日銀も、購入予定額に達しなくても、買い入れ価格に一定の上限を設けるようになった。

・今月入り後は、3ヶ月物TB金利も顕著に低下した。日証協公表の終値が翌日の日銀による買いオペの基準利回りになっている中で、大きな利鞘を狙うディーラーが仕掛けたことによるとされる。日銀も利回りの極端な動きを抑えるため、1先あたりの応札上限額を抑えている。市場は、日銀の買いオペに応札することを前提に市場の歪みを活かして利鞘を狙う動きを、「日銀トレード」と称している。

**大島氏:**

・マイナス金利政策の決定を受け、どの銀行も日銀当座預金の残高管理を厳格化して基礎残高の枠内に収めようとしたが、結果の一つがコール市場の取引減少であろう。その裏で、運用先に困窮した投資家や基礎残高の枠に余裕がない金融機関が普通預金へのニーズを高めたのに対し、既に報道されたように、メガバンクは大口預金先に手数料負担をお願いする方向にある。その結果、こうしたコスト負担とマイナス金利を天秤にかけつつ運用する先が増えたことが、コール市場でマイナス金利取引が広がっている背景であろう。メガバンクとしても、レポ取引はともかく普通預金やコール預金でマイナス金利が生ずることはシステム上想定されておらず、ローン契約やデリバティブ契約におけるマイナス金利の法解釈に時間を要したため、即座にマイナス金利に対応しきれなかった部分もあった。

**加藤氏:**

・事務局資料によると、2016年1月実績に基づく日銀の試算では、都市銀行が保有する当座預金96.5兆円のうち、マイナス金利が適用される部分は1.6兆円だったが、2月の積み期間の実績では6,150億円に減少した。特殊要因を除くと、都市銀行はマイナス金利が殆ど適用されないように当座預金の保有を抑えたことが推察される。もっとも、3月の積み期間では、都市銀行のマイナス金利適用残高も2.1兆円まで増加した。

**大島氏:**

・2015年の平残実績に基づいて基礎残高が設定されたため、マイナス金利の適用当初は、都市銀行全体ではマイナス金利の適用残高が少なかった。3月にマイナス金利の適用残高が増加した理由は、運用先を失った資金が銀行預金に集まったことによる。一般論としては、銀行がマイナス金利のコストを負担しても、それを上回る収益をもたらすビジネスが展望できるのであれば、預金の受け入れるに依ることになる。

**福田氏:**

・プラス金利の適用残高が2月から3月に増加したのはなぜか。

**加藤氏:**

・プラス金利の適用残高が上限に達していないプレーヤーが、この間に日銀当座預金を若干積み増した可能性がある。

**井上<モデレーター>:**

・各金融機関が日銀当座預金の残高管理を厳格化したことは、国債買いオペへの対応に影響を与えたか。

**大島氏:**

・少なくともプライマリーディーラーは、これまでと同じく日銀への国債売却を前提として国債入札に参加している。

**江川氏:**

・CP 市場ではゼロ金利発行情が当然となり、発行体による信用度の違いが反映されなくなった。証券化商品は、伝統的にスワップレートをベースに価格付けされ、現在も新発の商品には TIBOR+20bps ないし+40bps といった利回りがついている。唯一 JGB をベースにプライシングされているのが住宅金融支援機構の RMBS であり、10 年物新発国債に 40~50bps のスプレッドが乗せられている。つまり、証券化商品はいずれも 30~50bps の絶対利回りが残っているので、投資家の需要は非常に強い。もっとも発行体にとっては、超低金利環境の下でも慣行に基づいてベースレート+数十 bps の利回りでしか発行できず、他の手段と比べてコストが高い。このため、一部の例外を除いては、発行体にとって証券化商品による資金調達を選択するインセンティブは弱い。

**徳島氏:**

・業態別の日銀当座預金の残高から明らかなように、信託銀行の残高は日銀の試算を大きく越えて増加した。このため、信託銀行は投資信託と年金等の金銭信託に関連する預金に手数料を課し始めたため、解約対応やリバランスに必要なキャッシュポジションをどう圧縮するかという新しい課題が出現した。それが上手く行かない場合、投信の投資家や年金受給者に最終的にコストが転嫁される可能性もある。

・地方債は、中短期債のクーポンレートが 0.002% になるなど発行自体が難しくなり、関係者から「日銀の買いオペ対象に加えて欲しい」という声上がるほど市場が混乱している。また、JGB の利回りが 10 年物までマイナスに沈む中、地方債と JGB のスプレッドが開いており、その対応も課題である。関係者は、引受手数料の吐き出しを含め、投資家の運用利回りがプラスになるよう様々なオプションを検討している。

・社債市場では、日銀の買入れオペの対象かそうでないかで状況が異なり、前者はマイナス利回りで取引されることもある。社債のプライシングも JGB にスプレッドを乗せる形で行われてきたが、短期債を中心にこうした価格付けが難しくなった。加えて、1 月 29 日以降は 5 年~7 年物、4 月に入ると 10 年物の JGB まで利回りがマイナスに沈んだため、社債はクーポンレートだけでプライシングされるようになりつつある。高クーポンの社債が発行されると投資家

がリスクに拘らず殺到するなど、市場機能が低下している印象も受ける。

**江川氏:**

・地方債や財投機関債、住宅金融支援機構の RMBS は、プライマリーでもセカンダリーでも JGB をベースにプライシングされたが、それが機能しなくなる中で代替ベンチマークは議論されているか。

**徳島氏:**

・社債市場では、10 年ほど前から AA 格以上で JGB をベースにしたプライシングが使用されるようになり、足元では A 格も含め殆どがこうしたプライシングに代わった。投資家は、銀行の信用リスクプレミアムが加味されるスワップレートより、JGB 利回りをベースとするプライシングが適切だと主張したが、近年はむしろスワップレートをベースとする銘柄の方が利回りが高いため需要が強くなる。機能しなくなった JGB 利回りベースは止めて、スワップレートベースのプライシングに標準化したほうが良いという議論はあり得るし、投資家の需要にも沿っている。しかし、発行体がこうした議論には納得するはずはなく、結局、適切な利回りの目線がなくなっている。

**神津氏:**

・日銀オペの対象とそれ以外でプライシングが異なるとすれば、シニョレッジに基づき税外収入として国庫に納付される資金が、日銀の金融政策の下で作られたルールに沿って再配分されているとも言えるが、その適否は改めて議論されるべきであろう。また、事業会社にとって現在の金融環境は大きなチャンスだが、ネットで資金調達を増やしている訳ではない。もちろん金融機関でマイナス金利への対応が進むのと平行して、事業会社でも資金調達コストを引き下げる動きが広がっていく可能性はある。ただしその場合も、住宅ローンと同様に借り換えは起こるが、新規の資金需要が出るかどうかは別である。今回の政策だけをきっかけに新たなビジネスを起こすのは、極めて限界的な例でしかないように感ずる。

**徳島氏:**

・設備投資に期待できないと、マイナス金利は企業にとって全体としてマイナスとなってしまふ。退職給付債務の割引率が下がることで負担を増やすだけでなく、積立金の運用利回りも悪化するので、企業には将来的に年金の積立不足に直面する可能性が生じる。

**江川氏:**

・日銀が事務局を務める金融法委員会では、2 月中旬、金銭消費貸借契約とスワップ契約におけるマイナス金利の法的な扱いについて論点整理を公表した。つまり、ローン契約の利子や預金利息は元本使用の対価であるため、TIBOR がマイナスになり計算上の金利がマイナスになっても、貸し手が借り手に利息を支払う必要はないと整理した。一方、スワップ契約は金銭の相互の支払に関する合意に過ぎないので、参照金利がマイナスになっても逆方向のキャッシュフローが生ずるだけとした。また、「週刊金融財政事情」に掲載された記事で、株式会社である銀行が損失を確定させるマイ

ナス金利で貸出すのは株主に対する背任行為ではないかという問題提起を行った弁護士がいる。こうした視点も今後は重要かもしれない。

**須田氏:**

・マイナス金利政策の一番の問題は、国債市場に止まらず幅広い市場の機能を歪めた点にある。企業は多額の手元資金を保有するが、手数料ないしマイナス金利の負担に敏感になり、バランスシートを縮小する動きに出る可能性がある。また、この機会を利用してリストラや遊休資産の圧縮を進める動きも見られない。住宅ローンを借り換えた人も、浮いたおカネを返済期限の前倒しに充てたり、貯蓄に回したりしたケースが大半で、消費に回す人は少ないようだ。また、金利低下による年金資産の目減りは、「longevity risk」が意識される現代で深刻である。

**大島氏:**

・金銭消費貸借契約の金利をマイナスにできない以上、企業は市場金利が低下した際に社債を発行し、銀行借入れを返済していく可能性がある。銀行は、社債金利のマイナス分に相当するサービスを提供しようとするが、その結果として銀行に資金が回帰すればマイナス金利適用残高が増える。銀行がこれを避けるには、低クレジット商品や超長期債を買うことになろうが、いずれにせよ、銀行のバランスシートひいては金融システム全体にストレスをかける。

**神津氏:**

・黒田総裁は「必要に応じてマイナス幅を拡大する」と発言しているが、より深いマイナス金利が採用されると何が起るのか。

**江川氏:**

・事務局資料によると、日本より深いマイナス金利政策を採用するスイス、スウェーデンおよびユーロ圏の貸出金利は日本よりはるかに高い。

**井上<オーガナイザー>:**

・欧州で数年前まで「普通の」金利がついていたが、日本の場合は長期に亘って低金利環境が続いてきた。このため、マイナス金利政策が金融機関収益に与える影響には異なる面があるはずであり、この点を考慮せずに「欧州で問題ないから日本でも大丈夫」といった議論には再検討が必要であろう。

**福田氏:**

・ただし、マイナス金利政策に伴って長期金利が急低下した以上、金融機関は保有国債のキャピタルゲインを享受できる。

**大島氏:**

・キャピタルゲインの大きさは国債保有の状況に応じて金融機関ごとに異なる。ただ、総じてみれば、半年程度は収益に貢献するとしても、その先は続きそうもなく、運用収益に対するマイナスの方がはるかに深刻であろう。株価が下がったことも含めると、全体的には銀行収益にマイナスに作用する。

**福田氏:**

・日銀が掲げる年間 80 兆円のマネタリーベース増加は可能か。

**大島氏:**

・今年は問題ないだろうが、来年以降は難しいのではないかと。

**加藤氏:**

・財務省が今年度発行する国債は 130 兆円前後、日銀によるグロスの国債買入れが年間 120 兆円程度なので、投資家が日銀に売却しないで保有し続ける超長期債も加味しても、一応の需給バランスはとれる。しかし、税收の好転などによって新規発行額が減れば話は別である。逆に、マイナス金利の好環境を活かして国債の新規発行が増えれば、財政規律が緩むリスクがあるが、国債の需給は緩むため、日銀がベースマネーの供給を行うことが容易になる。

**根本氏:**

・個人金融資産のリバランスが起こったり、銀行貸出が増加して銀行による超過準備への需要が減少したりすると、マネタリーベースの増加が難しくなる。

**神津氏:**

・オペにおける「足切り」を止めれば、日銀はいくらでも国債を購入できる。しかし、高い価格で買う結果、日銀には損失のリスクが高まる。シニョレッズを日銀単独の判断で使って良いかという議論もなされるべきである。

**福田氏:**

・政府はマイナス金利での国債発行で得をしている。日銀が被る損失のリスクも、こうしたリターンとトータルで判断すべき。

**神津氏:**

・「日銀トレード」を行う金融機関には一種の補助金を与えているだけに、直感的には、公的部門全体としても損失を被っている印象もある。

**井上<オーガナイザー>:**

・日銀は、オペの「足切り」において、どのような考え方で金利の下限値を設定しているのか。

**神津氏:**

・何らかの金利観に基づいて落れているというより、応札利回りをみて単に outlier を排除しているのではないかと。

**加藤氏:**

・実質金利の低下を目指して政策を講じている以上、金利が低下する動きをわざわざ止める必要があるか疑問に思ふこともある。つまり、CP 買入れの下限利回りや TB 買入れの上限応札額は、「日銀トレード」を是正する措置と思われるが、市場参加者にとっては突然のルール変更となるため、却って不確実性を助長している。

**井上<オーガナイザー>:**

・以前の「金融市場パネル」で欧州のマイナス金利政策を議論した

際に超短期のレートがマイナスでもイールドカーブがスティープである限り、金融機関として容認できる面があるとの議論があった。

**大島氏:**

・如何にしてイールドカーブをスティープに変化させ、銀行貸出を含めた波及メカニズムを当初の意図通りに働かせていくかが、日銀にとって最も重要な課題であろう。

**須田氏:**

・マイナス金利政策を導入した意図は、イールドカーブの起点を下げることにあったが、イールドカーブ全体がフラット化してしまった。

**福田氏:**

・金融機関が厳しい状況に置かれても政治が対応することは難しいが、高齢者が不満の声を上げると政治的には対応せざるを得ない。そうなると、政治から日銀への期待やプレッシャーも変わる。

**根本氏:**

・人口減や労働供給の制約を考慮すると、国内の設備投資増加は期待しにくい。しかし、企業の成長意欲は対外直接投資やクロスボーダーの M&A の増加に表れているし、資金調達コストの低さはそうした動きをサポートする。日本企業による海外からの受取配当やライセンス収益、サービス関連は輸出額の 4 割に達した。また、中国向け投資は落ち込んだが、ベトナム、インド、フィリピンなどへの直接投資は引き続き成長率が高く、東南アジアなどで現地の消費需要を狙う進出は続くように思う。もっとも、昨年約 10 兆円の海外企業を対象とした M&A のうち約 7 兆円は保険会社によるもので、業界内の収益競争を反映した面もあるため、来年度以降を見通す際は特殊要因を除いて考える必要もある。

**福田氏:**

・日本企業が海外企業を買収する際、資金は円で調達するのか。だとすると、大きな為替リスクを抱えることになる。

**大島氏:**

・一般に、円で調達した資金を外貨に換えることが多い。ただ、そのままでは為替リスクが大きく、円高の程度によっては、ヘッジし切れていない部分の減損を迫られる可能性はある。

**北村氏:**

・海外 M&A を進める日本企業は、長期的な視野に基づいた戦略的投資を行っていると考えてよいか。それとも、「海外展開が先にありき」との考え方が依然として多いか。

**須田氏:**

・明確な戦略の下で進めている企業もある一方、過去の投資が失敗し、exit したくてもできない案件を抱えた企業もある。

**福田氏:**

・高度に戦略的かどうかは別にとしても、「国内市場は縮小するが、海外はそうではない」といった発想はあろう。

**神津氏:**

・世界経済の成長率については、従来は IMF も 4% 成長が可能と見ていたが、3% 台に留まる可能性が高まっている。この 1% 分のギャップが over supply を生んでおり、エネルギーや鉄鋼を中心に過剰な生産能力を如何に調整するかが、日本企業のみならずグローバル企業にとっての課題になる。

**大島氏:**

・1980~90 年代と比較すると、企業の投資判断は慎重になっている。海外 M&A についても、JBIC のプログラムを活用したり、ドルで資金調達したりしているため、全てが為替リスクに晒される訳ではない。なお、私が訪れた印象でいうと、ミャンマーには日本の食料品店が 130 店舗以上あるなど、日本企業はむしろ成功している。

**江川氏:**

・昨年は保険会社による海外 M&A が多かったが、買収資金の原資は自己資本だったのか。また、ドル建ての劣後債発行が増えていたが、主な目的はドル資金の調達だったのか。

**徳島氏:**

・国内で魅力的な投資先が乏しいだけに、海外買収資金の原資として責任準備金を用いた可能性が高い。一方、劣後債の発行は、ドル資金の調達より、資本金の調達先を多様化する目的であったようだ。生命保険はもともと円投によるドル投資を多く行っていたため、劣後債発行も為替リスクの観点から必要とされていた面もあろうが、海外 M&A の原資を調達するためではなかったと思う。

## 2. QQE の柱としてのマイナス金利と今後の展望

**福田氏:**

・マイナス金利政策に対する批判として、唐突な導入だった点を挙げる向きが多いが、十分な時間をかけて導入されたら反応は違っていたか。

**大島氏:**

・黒田総裁が「マイナス金利は導入しない」と言い続けていた分、政策決定に唐突感は否めなかった。さらに、スワップ契約や金銭消費貸借契約上の解釈、システム対応やデリバティブのプライシングモデルの変更など、実務的にも急な対応を迫られた。

**須田氏:**

・大きな政策変更の際は、市場参加者との対話などを通じて実務的可能性を確認するのが普通だっただけに、今回の件は「どうなっているのか」という印象を受ける。マイナス金利に関する「Q&A」の公表も、周りから指摘されて場当たりに追加されている印象を受ける。つまり、政策の内容やタイミングだけでなく、進め方にも不安を覚える。また、金融機関や企業にとって、「マイナス金利での運用」自体が説明しにくい行為である。

**加藤氏:**

・例えば、執行部にマイナス金利政策の「検討指示」が出て、運用

開始は数ヶ月後にするという段取りでもよかった。ただ、時間で解決できる部分もあるが、越えられない一線も存在するように見える。また、金融政策決定会合で黒田総裁を中心とする主流派だけで決めた印象があり、内部の情報連携も機能していないかもしれない。

**北村氏:**

・マイナス金利の導入には無視できないコストがかかるので、事前に、ある程度関係者には相談しておくべきだった。

**江川氏:**

・システムあるいは心理上の制約も含めると、実はマイナス金利政策のコストは様々なところに存在している。

**神津氏:**

・どれだけ金利が下がってもクレジットリスクはゼロにならないのと同じで、名目金利にも何らかの下限が存在する。ただ、対象となる金利を具体的にしないままで、「マイナスにできる可能性」を議論するのは危険である。例えば、政策金利はマイナスになり得るし、中央銀行と金融機関が取引する市場金利も技術的にはマイナスになり得る。ところが、需給ギャップを引き締める上で鍵となる金利一家計や企業が直面する実質金利は別である。

・ベーシックな経済成長モデルの下では、実質金利が下がれば家計は消費を増やすという結論が導かれる。もっとも、家計はいつまで長生きするかわからない「不確実性」に直面している。高齢化が時間とともに進むことを加味した場合も、実質金利低下が消費に利くだろうか。また、グローバル化が進む下では、日本の実質金利が下がったとて企業は本当に投資するか。これらが整理されないまま、「政策金利はいくらでもマイナスにできるし、実質金利がマイナスになれば消費と投資が増えて需給ギャップが減る」といった議論は心配である。

**福田氏:**

・その点は理解できるが、アベノミクスあるいは黒田緩和の一番の波及メカニズムは、消費や投資ではなく円安と株高だった。今回もそれを狙ったが逆のことが起こった印象が強い。

**神津氏:**

・1年や2年の「短期決戦」ではそのチャンネルも有効だろうが、それ以上長引いてしまったことが大きい。

**福田氏:**

・「2年で2%」が目標だったので、2年で終わらせるべきだった。

**北村氏:**

・しかし、それも理論的な裏づけが十分にあった訳ではない。

**福田氏:**

・確かに裏づけはなかったが、ベースマネーの供給量や国債の買入れ額は短期間を見据えて設定されたのだろう。

**井上くオーガナイザー:**

・日経センターの岩田理事長が、3月の公開コンファレンスで自然利率の推計に言及された。これが正しければ、家計や企業が直面する実質金利が十分に下がらない限りは、政策効果は期待できないことになる。

**神津氏:**

・世の中に今ある供給全てに見合う需要をマクロ政策で創出したら、それはバブルではないか。過剰供給能力が存在する一方、需要の中身が急速に変わる経済では、需給を完全に一致させる実質金利を常時実現すべきではない。補助金を受けないと儲からないプロジェクトに投資する企業が存在するか疑問だし、どの教科書にも投資の限界効率がマイナスに突っ込んだ概念図は見当たらない。投資の限界効率はプラス領域にしか存在せず、マイナスの投資効率を前提に採択したプロジェクトは、将来的に必ず不良債権になるはずであり、社会的に sustainable とは言えない。

**加藤氏:**

・BOE の Carney 総裁が2月の講演で、マイナス金利政策を採用する国の本当の目的は自国通貨安であり、消費や投資が増えるとは真剣に考えていないと発言し、マイナス金利政策を暗に批判した。FRB の Bernanke 前議長も自身のブログで、マイナス金利政策はアメリカでもあり得るが、「QE4」が採用しにくくなった場合の「場つなぎ」的なものに留まるとし、実務的に様々な制約があるだけにマイナス幅もそれほど大きくはできないと論じた。

**須田氏:**

・為替レートが主なチャンネルだとすると、どの国もインフレ率が目標を下回る下で金融緩和競争に陥り、副作用が効果を上回りやすい。一連のマイナス金利政策については各国が協調して「副作用が大きい過度な緩和は止めにする」教訓を得る契機になれば、それが最大のプラスの効果と言える。

**井上くオーガナイザー:**

・日本だけが金融緩和競争から離脱すると円高になってしまうので、各国協調が不可欠であるという点は、先日の公開コンファレンスでも多くの支持があった。

**北村氏:**

・金利がゼロ以下にはできないことは、長い期間積み重ねてきた「伝統」であり、一線を越えることができるのは、限られた時間かつ限られた市場だけだと思う。この事実を無視し、「新しい政策手段を手に入れたから下げる余地がある」という議論は到底納得できない。日銀は、国債を大量に買い入れるのみならず、財政エージェントのごとく所得再配分まで関与しており、中央銀行のミッションを超えている。

**加藤氏:**

・デンマークの中央銀行は昨年1月にマイナス金利を導入した。民間銀行が最初にコストを転嫁した先は同業の銀行である。しかしそ

の後は、年金や保険会社、一般企業の預金へと転嫁を拡大している。スイスでは地方政府の公金口座にもマイナス金利が適用されている。日本の銀行は、金融法人は措くとしても、事業会社に「貸出金利はマイナスにできないが、預金はマイナス金利にしたい」と提案できるか。地方銀行からは難しいという話を聞くことが多い。

#### 大島氏:

・マイナス金利政策を機に変わった点を挙げると、第一に、日銀当座預金の残高管理も含め、バランスシートのコントロールに対する意識が相当高まった。加えて、レバレッジ規制や株主が要求する ROE も意識する必要があるので、銀行経営にとって重い課題となっている。第二に、これまでと異なる分野に資金が流れやすくなったことは確かであり、調整的にポートフォリオバランスが進むかもしれない。REIT や都市部の不動産は一例であるし、不透明感が後退すれば株式市場にも資金が流入する可能性はある。もっとも、マイナス金利の幅を深くすることがその追い風になる訳ではない。加えて、経済環境が好転したタイミングでイールドカーブをスティープにする努力をすれば、年金や保険などが資金運用しやすい環境を整備する意味でプラスに働く可能性はある。

#### 根本氏:

・アメリカの銀行の場合、一定期間取引がない口座は閉鎖されるなど、ある意味で効率的な面がある。日本の場合、1,000 円や 2,000 円でも無料で残しておけるため休眠口座が多く、銀行にとって負担が大きい。預金口座に手数料を課すことは、預金者に意識改革を促すきっかけにもなりうる。

#### 大島氏:

・金融法人等の“プロ”には手数料をお支払いいただく方向に進んでいる一方、個人のお客様に対しては、FinTech の活用も含めて、支店経営や預金口座の管理面から効率性追求に対する考えを変えていくことになると思う。

#### 井上<オーガナイザー>:

・マイナス金利政策は、市場機能を歪めた面がある一方で、銀行や企業がバランスシートの excess を減らしたり、各種のコストを見直したりする動きを起しているとするれば、ある種の金利調整メカニズムの発揮を促している面もあるとの印象を受けた。

#### 大島氏:

・その意味でも政策手段のうちで「量」をどうするかが大きなテーマになり得る。バランスシートの拡大を止めることで、イールドカーブが多少スティープになるのであれば議論する価値はある。

#### 須田氏:

・まず、「量」を軸とする政策の評価が行われるべきである。ところが、詳しい説明もなく「所期の効果は発揮されている」と片付けられ、金利政策が「追加」された点も問題である。金利も明確な誘導目標がなく、市場を見ながら微調整する方針で執行部に任せきりになっているため、外から見ていると心配になる。

#### 福田氏:

・黒田総裁をはじめ日本銀行はマイナス金利には効果があったと発言している。ただし、日本銀行以外からはそうした声が聞こえにくいことを考えると、言葉は悪いが、日銀が「裸の王様」になってしまったのではないかと心配になる。

#### 神津氏:

・日本銀行は、イールドカーブがフラット化したことを政策効果が出ていると説明するが、経済主体が政策効果に信認を与えれば、インフレ率の上昇を織り込むはずである。こうした点も踏まえて、日本銀行は、「長期金利は過渡的に低下しているが、その結果として実体経済を刺激し、需給ギャップは縮まる見込みである。そうすると、インフレ期待が上向くことでイールドカーブがスティープ化するはずである」という丁寧な説明が求められる。そうでないと、いつまでもデフレ均衡から脱却しにくい状況が続く。

#### 福田氏:

・実体経済に働きかける上で 10 年を超える年限の金利は重要ではないはずだ。にもかかわらず、日銀が超長期も含めたイールドカーブ全体が下がった点を効果として強調するのは不思議である。

#### 徳島氏:

・マイナス金利政策のプラスの面を挙げるとすれば、第一に、個人の資産運用が預貯金などからリスク性資産にシフトする可能性がある。第二に、JGB 利回りが 10 年までマイナスになったことで、タブー視されていたものを見直す良い機会になる。例えば、生命保険会社にとっては資産運用を見直すだけでなく、個人の顧客に対して固定利率の約束が難しくなり、変額保険のような商品しか提供できなくなるなど、業態のあり方そのものに変化を促すことも考えられる。いずれにせよ、今の政策がどれだけ継続されるかで年金も含めた運用業界は大きく影響されるだけに今後注視したい。

#### 福田氏:

・「展望レポート」の見通しが毎回下方修正されることは、不確実性を高め、政策に対する信頼感を低めている。経済予測は中立であるべきだが、ある種の「目標」を織り込まざるを得ないのか。

#### 須田氏:

・福田さんの指摘が正しいとすれば、日銀の経済見通しは「予測」でなく「期待値」になってしまう。

#### 根本氏:

・欧州の銀行の ROE がさほど下がっていないのは、絶対金利が高いこと、市場調達のコストが低く調達コストを低下させ易かったこと、手数料収入も含めて収益源が多様化していたことなどによる。日本の場合、地域金融機関には難しいかもしれないが、大手行には似たような対応も可能である。

#### 大島氏:

・大手行は収益源が多様化しているので、今の環境でも直ちに赤字になる可能性は低い。しかし、株主が期待する水準の収益を継

続的に挙げられるかが問題であり、ビジネスモデル自体の転換を進める必要はある。一方、海外へのアクセスが限定的で、余資の大半を JGB で運用していた地方金融機関にとっては、足元の金利環境はかなり厳しい。

**根本氏:**

・S&P の試算では、貸出利鞘の縮小などを織り込むと、地域金融機関の業務純益が約 14%減少する。地域金融機関には貸出だけでなく、企業へのアドバイスやソリューションの提供が求められるが、これだけ貸出の収益性が低下すると意欲も減衰しかねないため、インセンティブを与える工夫が必要だ。結局、貸出が増加しているのは不動産関連分野であり、ブルーデンスの面からは懸念される兆候もある。

**江川氏:**

・日銀の金融機構局が公表した「金融システムレポート」の別冊は、地域金融機関による投資信託への投資を取り上げ、リスク管理面の課題を指摘した。事務局資料からも、銀行や生命保険が対外証券投資を拡大させていることが伺われるが、投信経由でも増えているはずである。J-REIT も、日銀が買入れているとの理由で、地域金融機関は抵抗感なく投資を拡大させているとも聞く。最近は、非上場で日々の価格変動がない私募の不動産投資信託にも人が集まっているとされる。地域金融機関の調達原資の大半が預金であるだけに、ブルーデンス上も心配に思う面がある。

**大島氏:**

・マイナス金利政策発表直後の 1 週間、大半の金融機関や投資家は長期債も含めて外債を一気に買い増した。株主が求める ROE を達成しつつ、自己資本比率規制の枠内に収めようとすると、外債が資金運用の有力な選択肢にならざるを得ない。

**加藤氏:**

・スウェーデンではマイナス金利政策の導入をきっかけに、バブルが懸念されるほど住宅価格が高騰した。日本と決定的に異なるのは人口が増加している点である。このため、住宅ローン金利の絶対水準は日本より高いが、金利が少し低下しただけで新規の住宅需要を喚起する。また、デンマークでは、高福祉社会のために老後に不安を抱える人が少ないとされる。日銀はしきりに北欧の事例を引き合いに出すが、スウェーデンもデンマークも日本と前提条件が違う点も考慮されるべきではないか。

**神津氏:**

・北欧は現金の流通量が少ないため、マイナス金利政策は効果が発揮しやすい。

**須田氏:**

・日本で現金保有量が増加している理由は何か。

**福田氏:**

・外国人旅行者が増加したことが大きいとは言われている。

**神津氏:**

・相続税強化やマイナンバーの導入も関係しているかもしれない。

**北村氏:**

・相続税に関しては、90%以上の人に納税義務が免除されるわけであり、本当に関係があるか疑問に思う。マイナンバーについても、実際に銀行が使い始めるのはまだ先のことであろう。

**福田氏:**

・実際に相続税を納める人の数は少ないかもしれないが、金額で見るとそれなりの影響が出ている可能性はある。

**北村氏:**

・確かに、相続税強化の直接的な影響が出るのはまだ先としても、親がいつ亡くなるかわからない状況では、予備的にキャッシュを手元に置きたい人が増えるかもしれない。

**須田氏:**

・現金保有が増えた背景のひとつは、日本でインフレ期待が高まらないことかもしれない。また、預金口座に対する手数料が課されるとか預金金利がマイナスになり得るといった流れの中で、一回あたりの現金引出し額が増加した結果、現金保有量が増加したのかもしれない。

**加藤氏:**

・現金保有が増えている本当の理由は推測の域を出ないが、金融政策全体に対する影響は大きくはないはずである。

**江川氏:**

・現金の保有コストに焦点が当てられることが多いが、1 億円といっても高々 10kg 程度で、小さな金庫の片隅に置ける。盗難リスクを別にすれば、個人や中小企業のオーナーにとっての現実の保有コストなど negligible な気がする。

**神津氏:**

・北欧の場合、現金保有の機会費用が高かったのが、キャッシュ離れが進んだ事情もある。さらにいえば、欧州は移民政策を通じて人口の伸び率をコントロールできる。日本では人口が減少していくことが明らかなので、実質金利を引下げて住宅需要を一時的に喚起しても、将来需要の「先食い」をしているに過ぎない。また、銀行の預貸スプレッドをみても、欧州は日本よりはるかに大きい。日銀のマイナス金利政策は、欧州の例をモデルにしたと言われるが、実質金利の「利き方」や銀行の収益環境の違いなど、日本は様々な面で発射台が異なる。

**須田氏**

・実質金利の低下が消費に与える影響を分析した研究には、所得効果のほうが高いという結果もある。つまり、実質金利が低下すると消費はむしろ減少する可能性もある。

**福田氏:**

・消費と金利の関係は理論的に不明確である。設備投資について

も、実証分析をすると実質金利の効果は大きくないとされる。

**北村氏:**

・実質金利と消費の関係は、平均年齢によっても左右される。経済モデルでは「消費者」「代表的家計」といった抽象概念で語られることが多いが、現実の家計は年齢も関係するし、子どもの有無も含めて様々な事情の下で消費行動をとっている。

**神津氏:**

・平均寿命を加味しない経済モデルから得られるインプリケーションは今の日本にあまり通用しない。先日公表された「日銀レビュー」は、企業収益と設備投資の関係を分析しており、交易条件等の変化で収益が改善した企業よりも、売上数量が増加して収益が改善した企業のほうが、設備投資に積極的との推計を示していた。

**須田氏:**

・企業は交易条件の変化は一時的と認識し、生産量を拡大する必要がない限り、能動的な投資は行わない。

**福田氏:**

・交易条件は為替レートと原油価格に左右されるが、両方とも不確実性が高い。将来に確信が持てれば設備投資も賃上げもできるが、ひとまず利益が出て、そのまま続くのかという不安は残る。

**須田氏:**

・団塊の世代の退職によって、トータルでみた人件費がようやくマイナスに転じた企業もある。今後は、年齢構成の変化が影響し、ベースアップが実現しても雇用者所得が増えない可能性もある。

**神津氏:**

・他方で、最近になって、掌を返したように「QQE は全て失敗だった」という声も聞かすが、限界的に効果があったことも事実であり、フェアに評価すべきである。

**井上<オーガナイザー>:**

・市場が QQE の効果に対して過度な悲観論に陥り、自縄自縛に陥っている面もあるように感ずる。

**大島氏:**

・コール市場でマイナス金利取引が出現したようだが、時間の経過とともに、プラス金利の世界での利下げと同様な効果が次第に復活する可能性はある。ただ、本日も議論されたように、本来考慮すべき要素に触れずに説明しようとする、意味のある部分も隠れてしまうので、その点は丁寧さが求められる。

**福田氏:**

・目先のリスクとしては円高が進む点にある。為替介入も含めて、財務省が動かざるを得なくなっているのではないかと。

**大島氏:**

・円高は厳しいが、今の状態がグローバルでみた一種の均衡にあるとすれば、日本単独で対応しても効果はあまり期待できないかも

しれない。

**井上<オーガナイザー>:**

・議論は尽きないが、時間が迫ってきたのでこの辺りで終了したい。パネリストの皆様には本日も活発なご議論を頂きありがとうございました。

\*\*\*