



2 0 1 6 年 3 月 7 日

日 本 銀 行

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」への  
疑問に答える

—— 読売国際経済懇話会における講演 ——

日本銀行総裁 黒田 東彦

## 1. はじめに

日本銀行の黒田でございます。本日は、読売国際経済懇話会でお話する機会を頂き、誠に光栄に存じます。

日本銀行は、1月末、これまでの「量的・質的金融緩和」に「マイナス金利」という新しい要素を追加し、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入しました。金融機関が日本銀行に有する当座預金に、 $-0.1\%$ のマイナス金利を付します。これによって、これまでの「量」の拡大、「質」の拡充というオプションに、「マイナス金利」という新しいオプションを加え、3つの次元で追加緩和ができるスキームとしました。金融市場の一部には「量的・質的金融緩和」は、これ以上の拡張は無理ではないか、限界ではないかという声がありましたが、完全に払拭されたと思います。

今回の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、金融機関や金融市場、さらには広く国民生活に影響を与えるものです。また、「マイナス金利」という言葉のインパクトが大きいことも手伝って、新聞やテレビで連日大きく取り上げられました。それだけに、金融市場や金融機関経営へのインパクトから、日々の生活に及ぼす影響まで、様々な角度からの質問・疑問も生じています。本日は、この政策について、私たちの考え方を整理してお話したいと思っております。

## 2. 家計や企業のメリット

### 家計と企業にとってメリットはあるのか

はじめに、今回の政策が家計や企業にとってどのようなメリットをもたらすのか説明します。メディアでは、「住宅ローン金利は下がったが、預金金利も下がった。家計にとってプラスなのかマイナスなのか」といった解説が日々語られています。この点、答えは明快です。個人や企業全体としてみればプラスの効果が大きい、ということです(図表1)。預金金利は低下していますが、もともとゼロ%に近かったためその低下幅はごく小幅です。例えば、メ

ガバンクの普通預金の金利は、百分の2%から千分の1%に引き下げられています。100万円の預金の利息は、年間200円から10円と190円減ることになります。一方、貸出金利の低下幅は、預金金利と比べて明確に大きくなっています。メガバンクの10年固定型の住宅ローン金利は、0.25%引き下げられています。企業向け貸出の基準金利となるTIBORは、3か月物でみて0.1%弱低下しています。

「100万円の預金の利息がたった10円になってしまう」という取り上げ方もできますが、いつから、どうして、預金金利がここまで低くなってしまったのか考える必要があります。普通預金金利が、はじめて百分の1%単位となったのは、99年、デフレが進む中です。デフレのもとでは、物価が低迷するため、それに応じて名目金利は低くなります。そして、この状況が長く続いています。経済を活性化し、デフレを脱却する以外に預金金利が上昇する道はありません。

また、「マイナス金利が金融機関の経営を圧迫し、貸し渋りされたり、金利引き上げを要求されたりしないか」という心配も耳にします。確かに、長引く超低金利環境のもとで、金融機関の「本業」ともいえる貸出・預金業務などから得られる資金利益は、趨勢的に減少してきています。そして、今回のマイナス金利導入が、この状況をさらに厳しくするのではないかという懸念が強いのは事実です。論理的な可能性としては、金融機関がその負担に耐えられず、かえって貸出金利を上げてコストを転嫁するということも考えられます。わが国に先立ってマイナス金利政策を導入した欧州では、この政策が金融機関の経営や金融システムに悪影響を与えることはないのか、それがマイナス金利の限界につながらないかという問題が議論されています。

しかし、この点では、日本の状況は欧州とはかなり異なると考えています。第1に、日本の金融機関は、サブプライム問題やリーマンショックによる損失が小さく、資本基盤が充実していることから、高い健全性を保っています。第2に、収益の面でも、資金利益は減少していますが、景気回復が信用コス

トの減少などの面でポジティブな影響を及ぼしていることなどから、高い水準を確保しており、2014年度の大手行・地域銀行の当期純利益は約3.3兆円と、過去最高に迫る水準となっています。従って、わが国において金融機関の経営が圧迫されて金融仲介機能が弱まるといったことは全く考えられません。現に、日本の金融界は貸出を巡る競争環境が厳しく、マイナス金利のコストを貸出金利の引き上げにより転嫁することは起こりにくいと思われます。むしろ、金融機関にとって、なお「本業」の貸出・預金業務で利鞘が稼げない厳しい環境が続いている根本的な原因を考えるべきです。それはデフレです。デフレ下の低金利環境のもとで、預金金利と短期市場金利の差や長短金利差が縮小し続けているためです。経済を活性化し、デフレを脱却する以外に金融機関の収益環境が抜本的に改善する道はありません。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、デフレから完全に脱却し、2%の物価安定を実現するための施策です。以下、順を追って説明します。

### 3. 政策導入の背景

#### なぜこの政策を導入したのか

まず、今回の政策を導入した背景です。年明け以降、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済の先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっています（図表2）。原油価格は30ドル程度まで下落しています。これは原油輸入国である日本にとっては良いことですが、資源国といわれるロシア・ブラジル・中東諸国などの経済に悪影響をもたらし、世界経済の不透明要因となっています。

また、中国の株価が昨年夏に続いて再び大きく下落しています。もっとも、中国の実体経済は、減速過程を辿ってきていますが、ここへきて急激に悪化しているわけではありません。中国経済減速の背景は、製造業の過剰投資の調整と、地方政府が綱紀粛正のもとで公共投資を控えたことがあるといわれています。このため、固定資産投資は減速してきましたが、昨年後半から地

方政府は公共工事の発注を再開し、下げ止まりました。一方で、製造業中心から非製造業中心への経済構造の転換を進めていますので、個人消費、自動車販売は堅調です。

むしろ、中国株価の下落には、もともとバブルの調整という面があったことに加え、人民元の動きも影響しています。人民元については、先安感がある中で投機的な人民元売りが起きており、外貨準備が減少しています。そうした状況のもとで、市場は不安定になっています。この結果、株価は世界的に下落し、市場は悲観的、いわゆるリスクオフになっています。また、為替市場では、資金が安全通貨とされる円に向かい、円高方向の動きが強まりました。

このように市場の変動は大きくなっていますが、日本経済のファンダメンタルズは良好です（図表3）。日本経済は3年前に比べ、格段に良くなっています。企業収益は史上最高水準、失業率は3.2%と完全雇用の状態です。物価も、生鮮食品とエネルギーを除けば、2013年3月の-0.8%から、最近では1%を上回る水準まで上昇しています。日本経済は緩やかに成長し、物価は2%に向けて上昇していくと考えられます。このメインシナリオは、揺らいでいません。ただ、「最高益の割には企業が設備や人材投資にいまひとつ積極的になりきれていない」という現実があります。そこへきて、この世界的な金融市場の動揺ですので、この結果、企業マインドが委縮し、せっかく進んできた人々のデフレマインドの転換が遅れてしまうリスクがあります。実際、企業などの物価感はここへきて下振れています。今回、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入したのは、こうしたリスクの顕在化を未然に防ぎ、2%の目標に向けたモメンタムを維持するためには、必要な措置である、と判断したためです。

## 4. 政策の効果

### マイナス金利にしてどのような効果があるのか

次に、政策効果がどのように発揮されるのか説明します。この政策の効果の本質は、実質金利の低下です。これは「量的・質的金融緩和」のメインのルートであり、経済・物価に効果を持つことは、この3年間で、日本経済がデフレ状況ではなくなったことで証明されています。

具体的に説明します。「量的・質的金融緩和」では、第1に、2%の「物価安定の目標」を早期に実現するという強く明確なコミットメントと、それを裏打ちする大規模な金融緩和により、人々の予想物価上昇率を引き上げます。また、第2に、大規模な長期国債の買入れにより、イールドカーブ全般に強い下押し圧力を加えます。この2つの結果、実質金利が低下します。実質金利の低下は、企業向け貸出や住宅ローン金利の低下などを通じて、設備投資や住宅投資を活発にします。また、金融資本市場では、株高や円安方向の動きが生じ、企業収益を押し上げ、雇用や賃金の改善をもたらします。経済が活発になれば、マクロ的な需給関係を示す需給ギャップが改善し、予想物価上昇率の上昇と相まって、物価を引き上げます。「量的・質的金融緩和」で生じた動きは、まさにこのとおりの動きでした。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、このルートをさらに強力に追求していく枠組みです。今回のマイナス金利で短期の金利を引き下げ、また、大規模な長期国債の買入れで、長期金利を引き下げ、両者相まって、金利全般に強い下押し圧力を加えます。「両者相まって」と申しましたが、この2つは独立して実施した場合より、組み合わせで実施したほうが強い効果を発揮します。すなわち、日銀当座預金金利のマイナス化によって、国債を売却して日銀当座預金を手に入れる取引のインセンティブは小さくなります。利息収入を重視する金融機関にとっては、プラスの金利が付いている国債の希少性が高くなります。この結果、長期国債買入れの効果は高まります。通常、短期金利を引き下げた場合、短期金利の低下幅ほどには長期金利は低下

しないはずですが、今回のマイナス金利の導入によって、イールドカーブは幅広いゾーンで、短期金利の引き下げ幅である 0.2%程度あるいはそれを上回る低下となっています（図表 4）。このように、今回の決定に伴う金利低下効果は極めて大きいものです。今後、その効果が、実体経済にどのように浸透し、波及していくのかを、しっかりと見極めていく方針です。

### **金利が低下しても企業が投資をするわけではないのではないか**

それでも、実質金利を引き下げても、企業の投資意欲が乏しい中では効果がないのではないか、という声もあります。しかし、そうしたことはみんなが悲観的になっている短い期間においてはあり得ることですが、ある程度の期間を取れば、実質金利の低下は、金融機関行動や金融市場を通じて、経済と物価を押し上げます。実際、この 3 年、アップダウンはありましたが、通してみれば、貸出はそれ以前マイナスであったものが 2%台の伸びになっていますし（図表 5）、資産市場では株価の上昇と過度の円高の修正が起こり、成長率と物価の基調が高まりました。

長期的にも実質金利を下げても効かないのは、それ以上に成長期待、理論的には「自然利子率」といいますが、それが低いという極端なケースです。理論的な可能性として否定するものではありませんが、私は日本には当てはまらないと確信しています。その理由は、第 1 に、現にこの 3 年間、実質金利の低下が効いていたということです。第 2 に、日本経済あるいは日本企業をみていて、本当にそこまで期待できないと考えますか、ということです。日本の技術力、労働者の質の高さなど、少し考えただけで、否定できると思います。従って、日本において金融政策は有効です。

### **国際金融市場の動揺の前には無効なのではないか**

なおこの点に関しては、最近の国際金融市場の動揺が効果をわかりにくくしている面があります。政策導入後、株価は 2 日間で 800 円上昇し、ドル円

相場は一時 121 円台となりましたが、その後、米国経済に関する見方の弱気化や欧州の金融機関の問題などをきっかけに、世界的な株安と円高が進みました。新聞には「効果帳消し」といった見出しが並びました。

これは正当な評価とはいえません。「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入後、金利の低下という効果は既にはっきりと現れています。円の金利が低下したことや、さらなる追加緩和が可能であるということは、他の条件を一定とすれば、資産価格にはポジティブな影響を与えます。すなわち、株高、円安の方向に力を持っているはずで、現在はそれ以上に、世界的に投資家のリスク回避姿勢が過度に広がっていて、その力が強いということです。ただし、日本経済や日本企業のファンダメンタルズは強いこと、今申し上げたとおりこの政策の効果は極めて強力であることを考えると、投資家が冷静になるにしたがって、市場は落ち着いていくものと考えられます。

## 5. 金融機関収益と金融市場への影響

次に政策のコストの話です。どのような政策であれ、コストはゼロではありません。「フリーランチはない」ということです。従って、必要性和コストを比較考量し、かつ、コストをできるだけ減らす工夫が必要です。

### 金融機関収益への悪影響をどう考えるか

マイナス金利を考える際に最も重要なのは、金融機関の収益および金融仲介機能への影響です。マイナス金利の適用は、金融機関収益への影響があまり大きいと、かえって金融仲介機能を弱める懸念があり、これに対処する必要があります。例えば、マイナス金利のコストを貸出先に転嫁し、かえって企業向け貸出や住宅ローン金利が上がってしまうといったことがないようにする、ということです。この点、今回、日本銀行は、先行してマイナス金利を採っている欧州諸国で実施されている「階層構造方式」を採用しました。すなわち、金融機関が日本銀行に有している当座預金のうち、ある残高まで



は、プラスないしはゼロ金利とする部分を残しました（図表6）。

まず、金融機関が日本銀行に持っていた既存の残高については、従来どおりプラスの金利 0.1%を付けます。具体的には、昨年1年間の当座預金の平均残高である「基礎残高」から所要準備相当を除いた部分で、これが全体の8割程度、210兆円ほどあります。また、もともとゼロ金利が適用されていた所要準備に相当する部分や、金融機関が、貸出量の増加や成長分野への貸出増加、被災地支援のための制度に沿って、日本銀行から資金供給を受けた残高部分はゼロ%とします。これを「マクロ加算残高」と呼び当初40兆円ほどの枠があります。残りの部分を「政策金利残高」と呼び、マイナス金利を適用します。これは、金融機関全体のネットの値でみて、当初は10兆円程度です。

もともと、日本銀行は年間約80兆円というペースで国債を買ってその代金が振り込まれますので、金融機関の当座預金は増えていきます。そのままにしておきますとマイナス金利が適用される部分がどんどん大きくなってしまいます。そこで、ある程度の期間で、例えば3か月に1度くらい、ゼロ%の部分を階段状に増やしていったら、マイナス金利が適用される部分の面積がそれほど変わらないようにしていこうと考えています。こうした配慮をすることで、金融機関がマイナス金利を支払う部分は必要最小限度に抑える考えです。

そう申しますと、一部にしかマイナスがかからないので、効果もないのではないかという疑問があるかと思いますが、効果はしっかりと発揮されます。例えば、ある銀行が別の銀行に国債を売った場合、代金は、国債を売った銀行の日銀当座預金に振り込まれます。その銀行の当座預金が増えて、マイナス金利の適用部分が増えることとなります。このように、市場取引ではこのマイナス金利が前提となって金利や株価、為替相場などが形成されます。百聞は一見にしかず。実際、金利は各ゾーンでしっかりと低下しています（前掲図表4）。

以上のように、3層構造は、マイナス金利の効果を最大限発揮しつつ、金融機関収益への直接的な影響ができるだけ小さくなるように設計したものです。

このように日本銀行との間の取引ではマイナス金利の適用部分はあるだけ小さくなるよう設計しましたが、金利全般が下がったことに伴う金融機関収益への下押し圧力は避けられません。金融機関にとっては、顧客との長期の取引関係を維持するインセンティブがあるうえ、顧客が預金を引き出して現金で保有してしまう可能性を考えますと、預金金利をマイナスにすることは簡単ではありません。実際、-1%前後のマイナス金利を導入している欧州諸国でも、個人の預金金利でマイナスとなっている例は見あたりません。一方で、国債金利が低下すれば、それに伴う利息収入は減少します。また、貸出金利は、住宅ローン、企業向けともに相応に低下すると考えられます。この結果、金融機関収益に影響します。

もともと、金融緩和は、金融機関の顧客である企業や家計に緩和を届けるために行っていることですから、これは「金融緩和の効果」と裏表の関係にあります。先程ご説明したとおり、イールドカーブの低下は、政策効果の波及メカニズムの起点そのものです。これを制度設計によって軽減することはできません。

むしろより本質的な問題は、「本業」の貸出・預金業務で金融機関の収益が目減りし続けるという厳しい状態が、なぜこれほど長く続いているのかということです。先程も述べたように、これまでの経済・物価情勢の改善は、信用コストの減少などのかたちで金融機関の経営にもポジティブな影響を及ぼしています。貸出も緩やかに増加しています。しかし、肝心の利鞘が改善せず、金融機関の収益に強い下押し圧力がかかり続けています。その根本的な原因はデフレです。デフレのもとでのゼロ%に近い低金利環境で、預金収益はなくなり、イールドカーブがフラットになって長短利鞘が縮小しました。また、企業が投資を控え、現預金を積み上げた結果、金融機関の預貸率が

きく低下しました。厳しい競争環境のもとで、貸出スプレッドも縮小を続けています。この環境から抜け出すには、やはり日本経済がデフレから完全に脱却するしかありません。万一デフレに逆戻りし、この環境が長引くことのほうが、金融機関収益にとっては、より深刻な問題となると考えます。デフレから完全に脱却すれば、企業はより投資に積極的となり、貸出需要につながります。また、短期金利はプラスとなり、預金収益が復活します。イールドカーブもよりスティーブになり、長短金利差による収益も改善します。デフレからの脱却は、利鞘の改善を通じ、金融機関の収益力が本格的に回復していくうえでも是非とも必要なことです。

### **金融市場への影響をどう考えるか**

もうひとつ、マイナス金利導入の際に考慮しなければならない点として、金融市場の機能への影響があります。この点、3層構造は短期金融市場の取引を残す工夫でもあります。これによって、マイナス金利が適用される部分がある金融機関とプラスないしゼロ金利部分に余裕がある、いわば枠が余っている金融機関が併存することとなります。先程マイナス金利が適用される部分は、「金融機関全体のネットの値でみて」当初は10兆円程度と説明しました。実は、今年の1月の積み期間の実績でマイナス金利が適用される金融機関の分だけを積み上げて計算すると、20兆円程度あります。しかし、ゼロ金利やプラス金利の枠が余っている金融機関もあるため、マイナス金利が適用される金融機関から枠が余っている金融機関に、 $-0.1\%$ より小さめのマイナス金利で資金を放出すれば、双方にとって利益があります。こうした裁定取引が行われれば、ネットで残るマイナス金利部分は10兆円程度になる、ということです。すなわち、それだけ取引が行われる動機があるということの意味します。スイスでは、マイナス金利部分が大きいプライベートバンクを出し手、枠が余っている大手銀行などを取り手とするマイナス金利の資金取引が行われています。日本でも、今後こうした取引が徐々に行われていくも

のと考えられます。

マイナス金利の適用が開始された2月16日以降の短期金融市場の動向をみると、無担保コールO/N物については、初日こそマイナス金利での取引は生じませんでした。17日以降、マイナス金利での取引が行われるようになり、加重平均金利はマイナスで推移しています。この間、コール市場での取引のボリュームは減少しています。もっとも、金融機関がシステムや実務面での対応を進め、市場がマイナス金利に慣れてくるにつれて、コール市場での取引量も増加していくと考えています。実際、先程お話したように、既にマイナス金利を導入しているスイスやデンマークでは、マイナス金利が適用される金融機関を出し手、ゼロ金利の枠が余っている金融機関を取り手とするマイナス金利での資金取引が行われていることから、短期金融市場において相当の規模での取引が行われています。日本銀行としては、今後、金融機関のシステムや実務面での対応がどのように進むかといった点も含めて、短期金融市場での取引の動向をよくみていきたいと思えます。

## 6. おわりに

以上、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、金融機関収益に影響する面がある一方で、家計や企業に緩和のメリットがあり、デフレからの完全な脱却を実現するための政策です。その効果は、「量的・質的金融緩和」の3年間で証明された実質金利の低下というメカニズムをさらに強力にするものです。日本銀行は、この政策のもとで、2%の「物価安定の目標」の早期実現を図ります。デフレに戻ることはありません。必ず、2%の物価安定を実現します。

ご清聴ありがとうございました。

以 上

# 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」への 疑問に答える

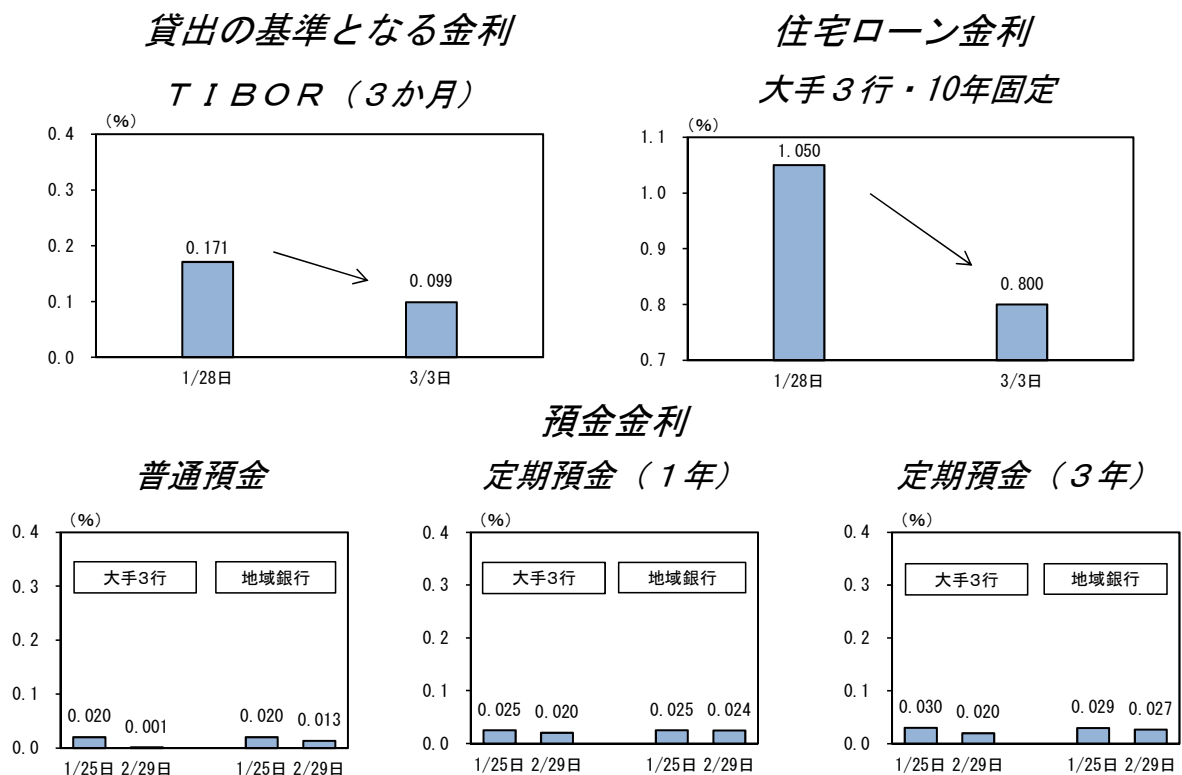
— 読売国際経済懇話会における講演 —

2016年3月7日

日本銀行総裁  
黒田 東彦

図表 1

## 貸出・預金金利

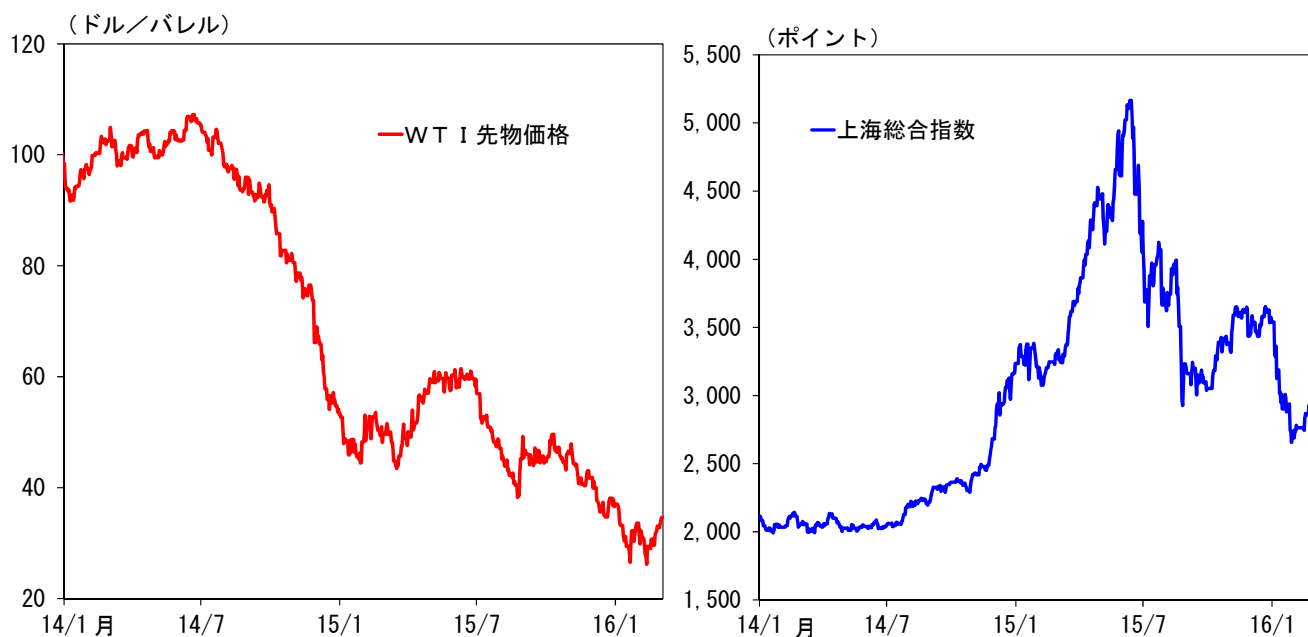


(注) 預金金利は、店頭表示金利の単純平均。定期預金は、300万円未満。大手3行は、みずほ、三菱東京UFJ、三井住友。  
(資料) Bloomberg、各行ホームページ等

# 金融市場の動向

原油価格

中国株価



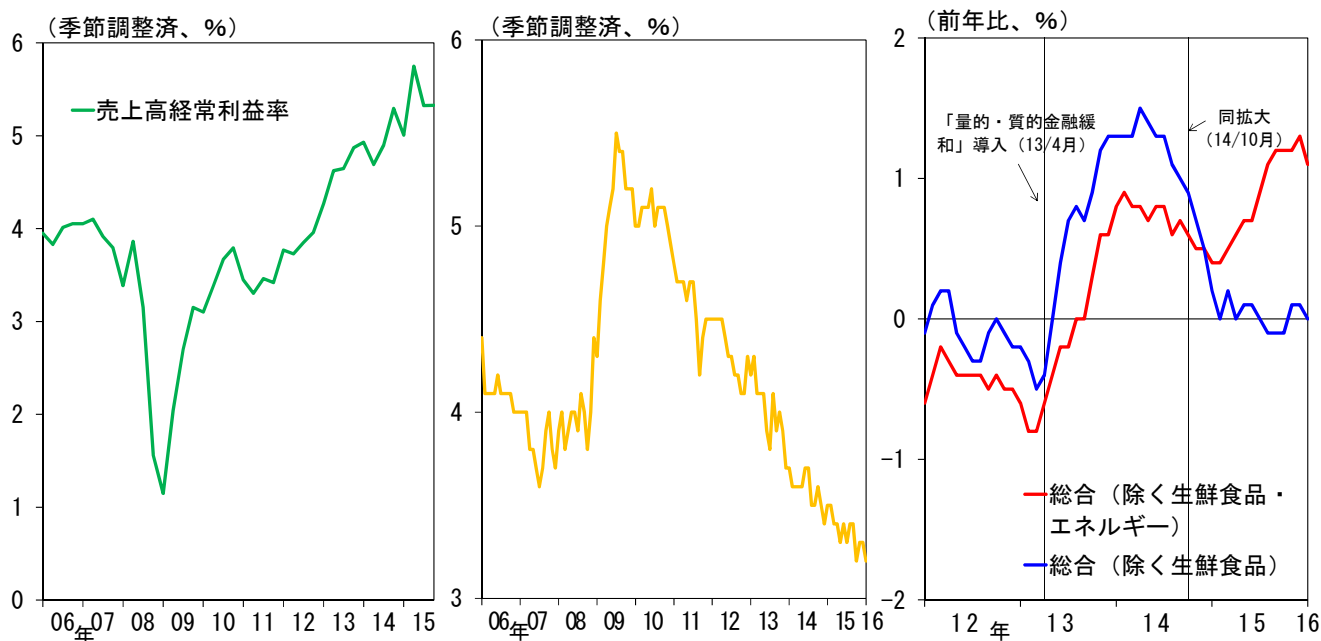
(資料) Bloomberg

# 日本経済のファンダメンタルズ

企業収益

失業率

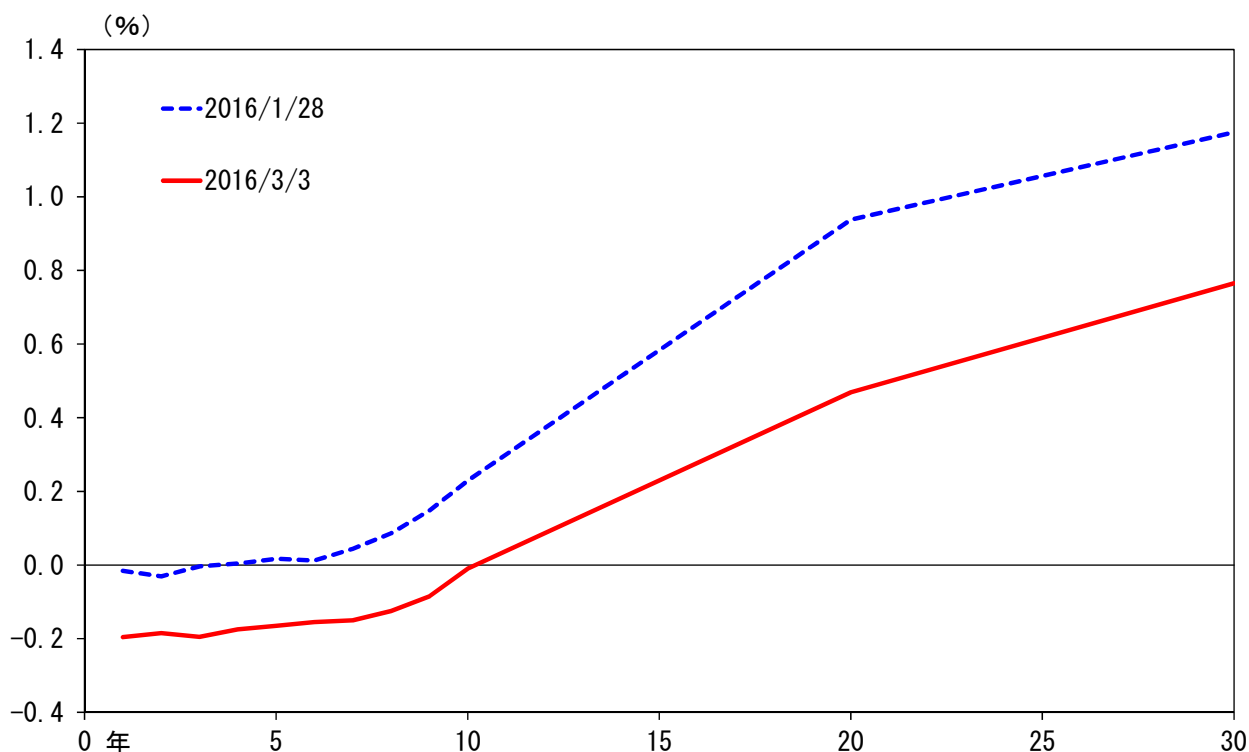
消費者物価指数



(注) 消費者物価指数 (総合除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。  
2014/4月の消費税率引き上げについては、直接的な影響を調整 (試算値)。

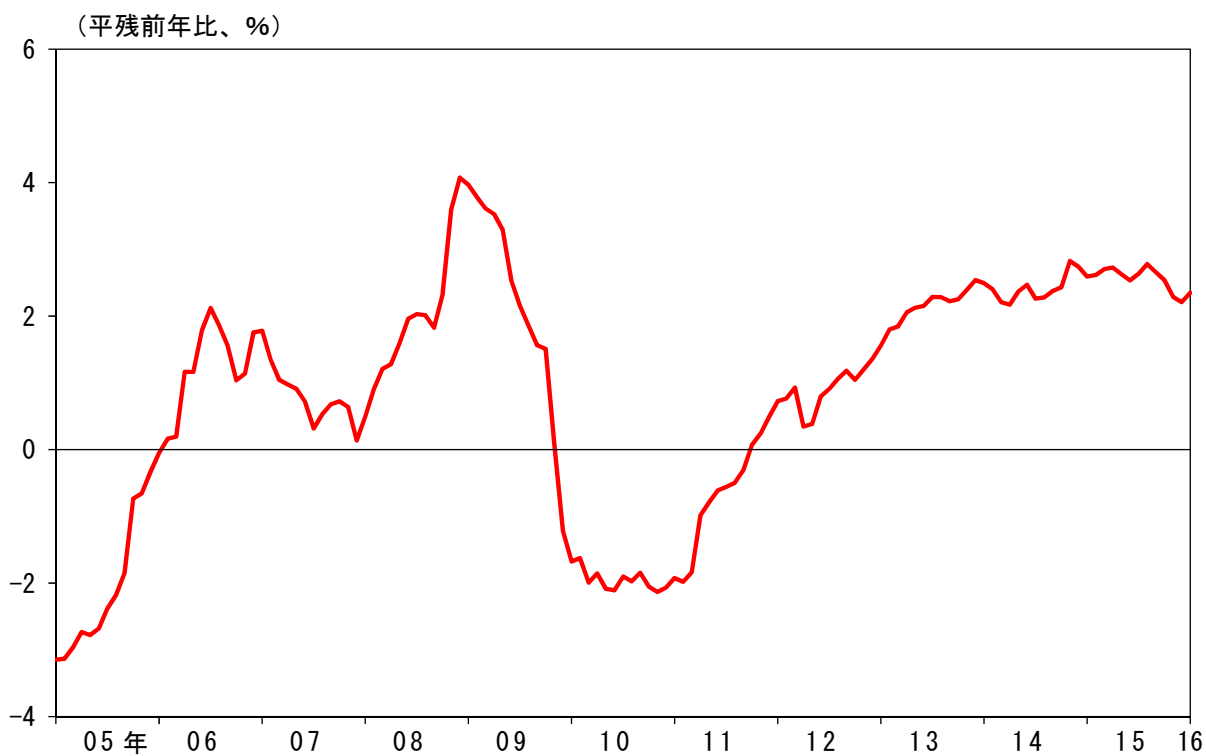
(資料) 財務省、総務省

## 日本国債のイールドカーブ



(資料) Bloomberg

## 民間銀行貸出残高



(資料) 日本銀行

### 3段階の階層構造

