

一橋大学経済学部 商工中金寄附講義

「中小企業の経済学」

第8回 中小企業金融Ⅰ（金融のしくみ）

——「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」について——

2016年6月1日

株式会社 商工組合中央金庫 取締役常務執行役員

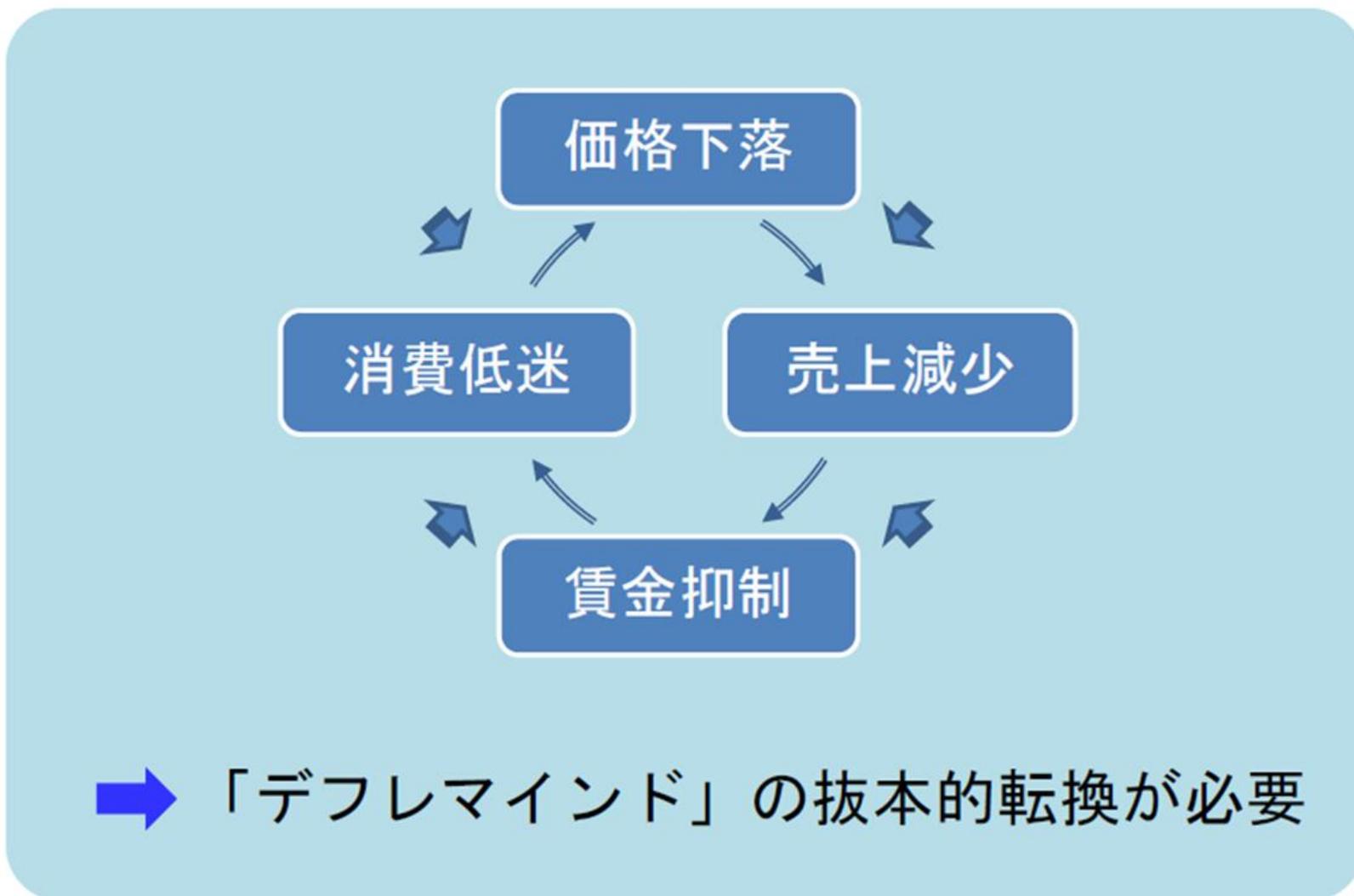
清水 紀男

第8回 中小企業金融Ⅰ (金融のしくみ)の講義内容

- 日本銀行が「デフレ脱却」のために導入した「量的・質的金融緩和政策」(所謂「非伝統的金融政策」)が企図している理論的なメカニズムを説明し、評価する
- さらに本年1月に追加された「マイナス金利政策」の理論的なメカニズムを説明し、評価する
- 「マイナス金利付き量的・質的緩和政策」の効果や課題に関する議論を紹介する

デフレ脱却がなぜ必要なのか

デフレの悪循環



デフレ脱却へ向けた日本銀行のここ数年の取組み

	総裁	総理	物価に関する考え方	政策運営等
2012.2.14	白川	野田	「中期的な物価安定の目途」は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラス領域にあると判断し、当面は1%を目途とする	
2013.1.22	白川	安倍	「物価安定の目標」を新たに導入し、中心的な物価指標である消費者物価の前年比上昇率で2%とする	「包括緩和」(多様な資産の買入)を拡大 「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)」を公表
4.4	黒田	安倍	消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現する	「量的・質的金融緩和」の導入
2014.10.31	黒田	安倍	デフレマインドの転換が遅延するリスクを未然に防ぐ	「量的・質的金融緩和」の拡大
2015.4.30	黒田	安倍	「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は2016年度前半頃になると予想	
10.30	黒田	安倍	「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は2016年度後半頃になると予想	
11月	黒田	安倍	「消費者物価の基調的な変動」の公表を開始	
12.18	黒田	安倍		「量的・質的金融緩和を補完するための措置」を導入
2016.1.29	黒田	安倍	新興国・資源国経済の動向、世界的な金融市場の不安定な動きなどを踏まえると、企業のコンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大。「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は2017年度前半頃になると予想	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入
2016.4.28	黒田	安倍	「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は2017年度中になると予想	

政府と日本銀行の「共同声明」の内容（2013.1.22）

- 日本銀行は、日本経済の競争力と成長力強化に向けた幅広い主体の取組が進展するとの認識に立って、物価安定の目標を消費者物価上昇率で2%とし、これをできるだけ早期に実現することを目指す。
- 政府は、機動的なマクロ経済政策運営とともに、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、日本経済の競争力と成長力強化に向けた取組を強力に推進する。また、日本銀行との連携強化にあたり、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。

「量的・質的金融緩和」の導入（2013.4.4）

【強く明確なコミットメント】

- 2%の物価安定目標を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。

【量・質ともに次元の違う金融緩和】

- マネタリーベース：年間約60～70兆円の増加（2年間で2倍）
- 長期国債の保有残高：年間約50兆円の増加（2年間で2倍以上）
- 長期国債買入れの平均残存期間：7年程度へ（2年間で2倍以上）
- E T Fの保有残高：年間約1兆円の増加（2年間で2倍以上）
- J-R E I Tの保有残高：年間約300億円の増加

「量的・質的金融緩和」の拡大（2014.10.31）

マネタリーベースの年間増加ペースを
「60～70兆円」から **「80兆円」** に拡大

長期国債の保有残高の年間増加額を
「80兆円」 に **「+30兆円」**

長期国債買入れの平均残存期間を
「7～10年」 に **「+3年」**

ETF、J-REITの買入れペースを **「3倍」**



これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が
遅延するリスクを未然に防ぎ、
好転している**期待形成のモメンタム**を維持

「量的・質的金融緩和」の狙い

- 長年のデフレの中で人々の意識に定着してしまっ
た「デフレマインド」を転換し「物価の緩やかな
上昇が継続することを前提に人々が行動するよう
な状況」を作り出すことを企図
- 金融政策の運営としては、
 - ① 「消費者物価の前年比上昇率2%」という物価
安定目標の達成に強くコミット
 - ② 具体的な行動としては、「量的・質的金融緩和」
を強力に推進することで「レジーム・チェンジ」
を目指す

「量的・質的金融緩和」の理論的メカニズム

- 「量的緩和」により、マネタリーベース（現金＋日銀当座預金）の増加を通じて予想インフレ率を引き上げる（＝予想実質金利を引き下げる）、「質的緩和」により、資産価格に働きかける、こと等を通じて实体经济を改善し物価上昇（デフレ脱却）を目指す
- 予想実質金利が自然利子率（投資と貯蓄を均衡させ完全雇用をもたらす実質金利＝潜在成長率）を下回る状況を作り出し、景気を刺激する

「量的・質的金融緩和」による 予想実質金利の引き下げ

インフレ予想形成への働きかけ による予想実質金利の引き下げ

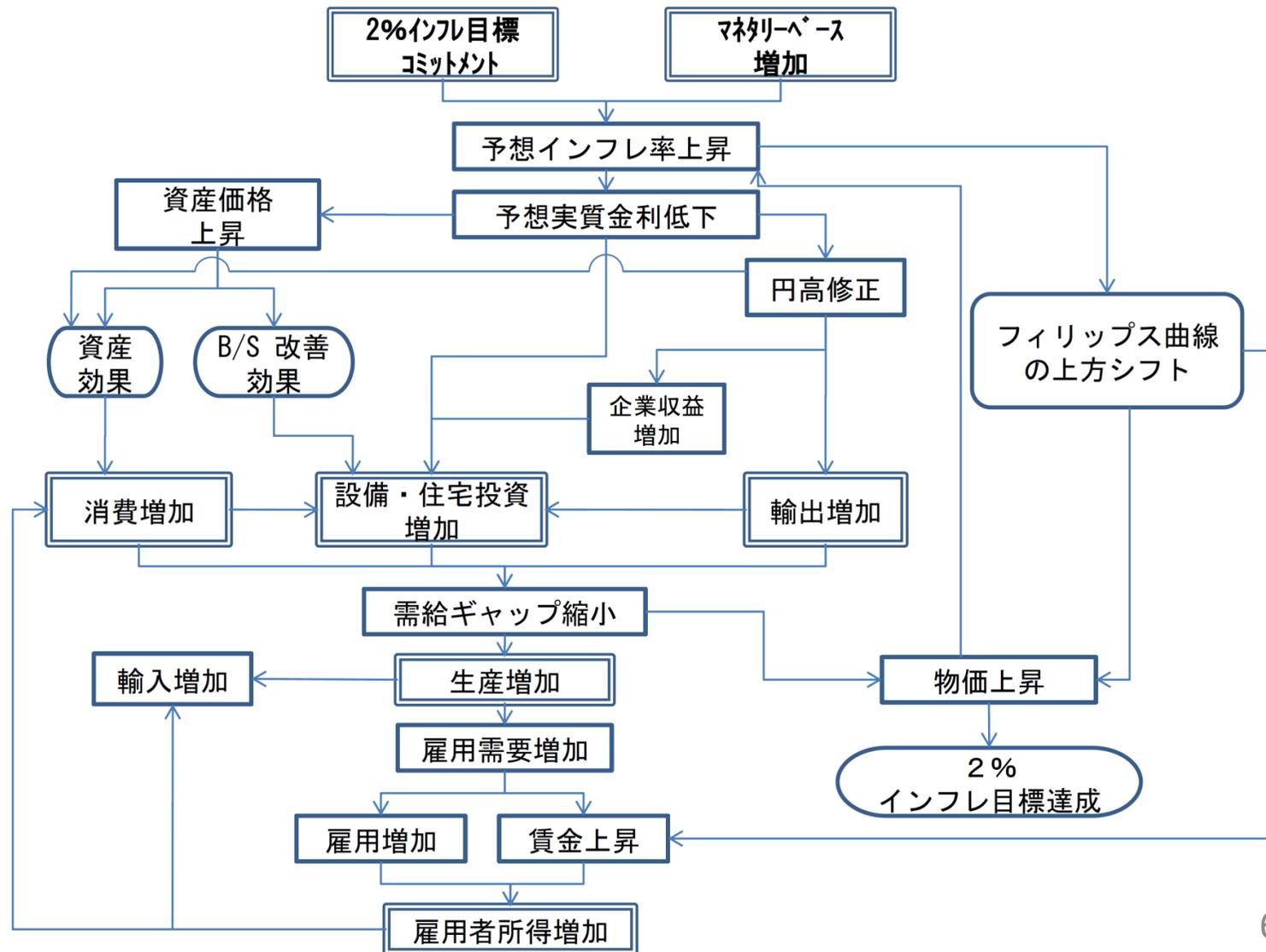
物価の変化を考慮すると、
実質的な借入れコストはいくらになるか？
(借り手の主観的な予想)

人々がそれぞれの
物価見通しに基づいて
主観的に予想する金利

金融市場や
銀行の店頭などで
実際に目にする金利

$$\text{予想実質金利} = \text{名目金利} - \text{予想インフレ率}$$

「量的・質的金融緩和」の実体経済への波及経路



6

(注)2014年5月26日 岩田規久男・日銀副総裁講演資料

日本銀行が引用する 予想インフレ率を転換させた歴史上の前例

①高橋財政（1931年、高橋是清蔵相）

大幅金融緩和と金本位制離脱によりデフレ期待を転換

②ニューディール（1933年、ルーズベルト大統領）

金融緩和と金本位制離脱により物価水準を引き上げ

③ニクソン・ショック（1971年、ニクソン大統領）

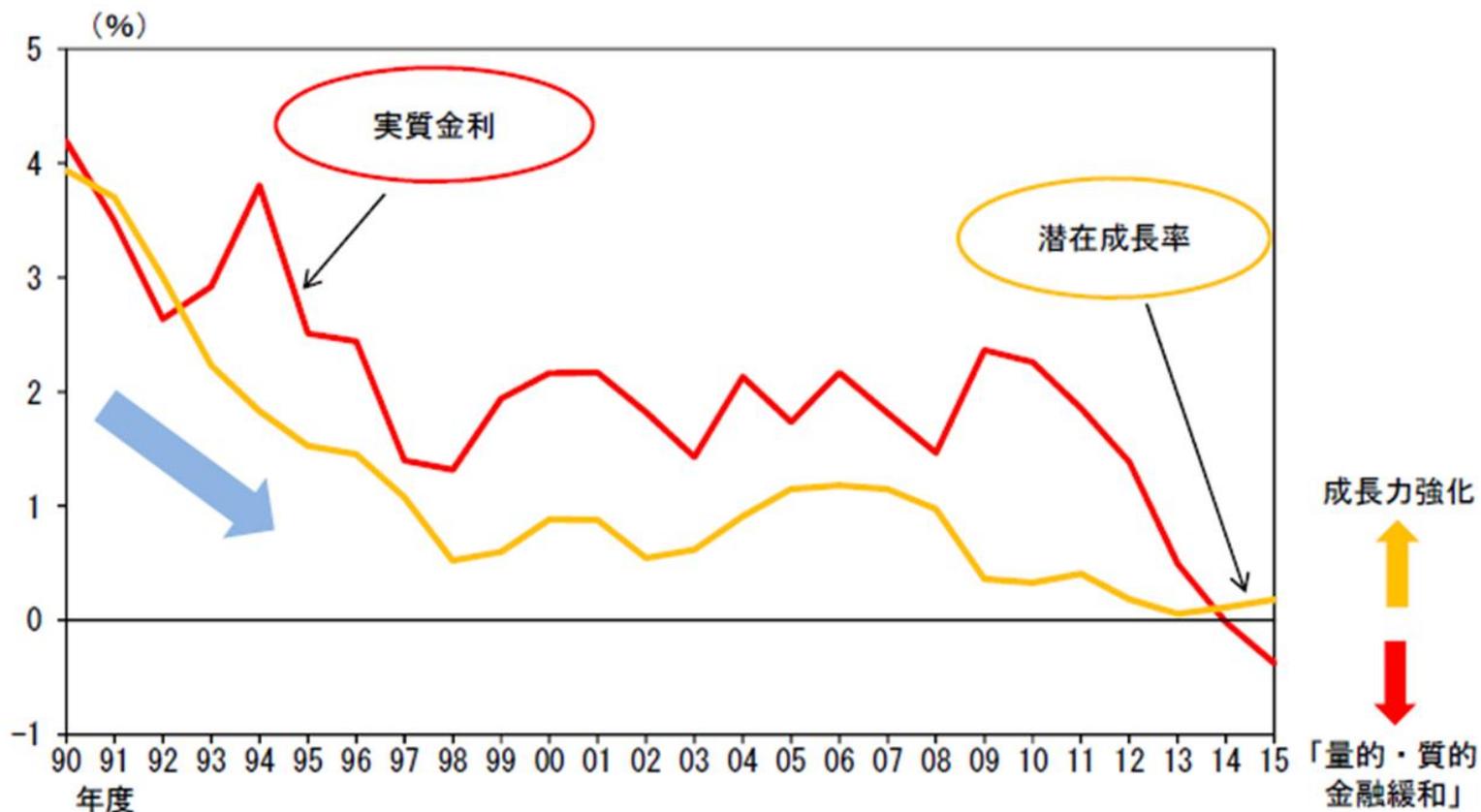
金・ドル交換停止により予想インフレ率が急激に上昇

④ボルカー・ショック（1979年、ボルカーFRB議長）

強力な引締めによりインフレ予想を収束

実質金利と潜在成長率の推移

- 実質金利が潜在成長率より高い→景気抑制的
- 実質金利が潜在成長率より低い→景気刺激的



- (注) 1. 実質金利は、10年国債利回りから消費者物価指数（除く食料・エネルギー）の前年比を差し引いて算出。
2015年度は、2015/4～2016/2月の値。
2. 潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。2015年度は、4～12月の値。
(資料) 総務省、Bloomberg、内閣府、日本銀行、厚生労働省、経済産業省、経済産業研究所

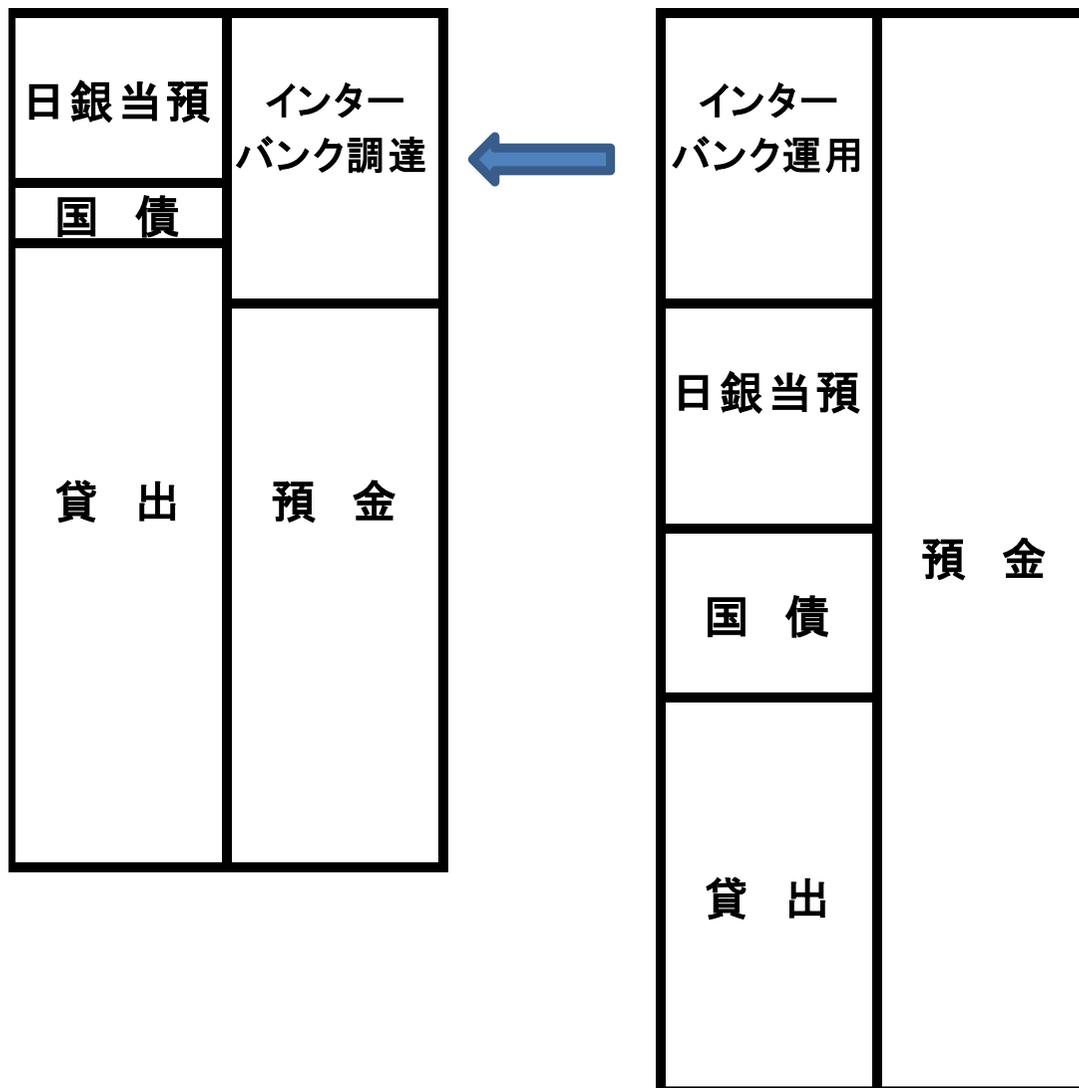
「量的・質的金融緩和」の経済理論からの評価

- マネタリーベース＝「現金」＋「日銀当座預金」の拡大は、金利がある世界では、インターバンク市場金利の低下を通じて資金調達コストを引下げ貸出を増加（マネーストック＝「現金」＋「預金」も増加）させるが、ゼロ金利制約のもとではこのメカニズムは働かない
- 「量的・質的金融緩和」はゼロ金利制約のもとでも、マネタリーベースの増加が人々の期待に働きかけ予想インフレ率を上昇させるとするが客観的なメカニズムは明らかではない

金利がある世界ではマネタリーベースの増加は 資金調達コストを引下げ貸出を増加させる

A 行

B 行



「量的金融緩和」に対する前FRB議長の評価

- 2012年12月米国はマネタリーベースの拡張を決定したが、バーナンキFRB議長は「連邦準備制度のバランスシートの規模は、予想インフレ率には全く影響しない」と断言
- 2014年1月退任を2週間後に控えたバーナンキ議長は「量的金融緩和」に関する見解を求められ「量的緩和の問題点は、それは現実には効果を発揮したが、理論的には効果がないことだ」とコメント

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」①ー1

以下は、⑥池尾和人「連続講義・デフレと経済政策」の骨子を簡略化して作成

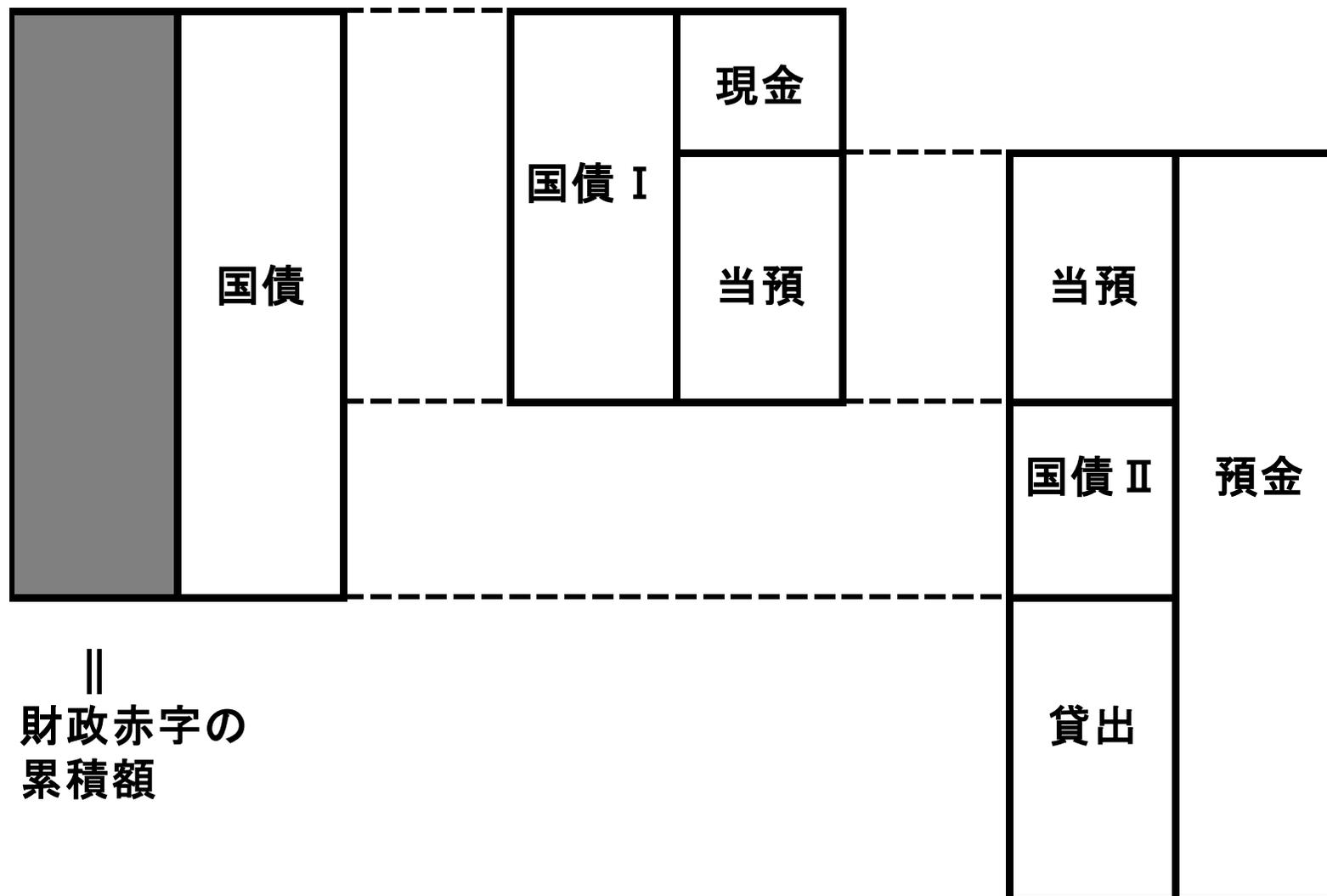
- 日本の金融構造をできるだけ単純化
- 政府が発行した国債は、日本銀行（国債Ⅰ）と民間銀行（国債Ⅱ）によって保有されている
- 既述のとおり日本銀行の負債である「現金十日銀当座預金」はマネタリーベースと呼ばれる
- 民間銀行は預金で集めたお金を一部は日本銀行に当座預金として預け、残りは国債購入や企業や家計に対する貸出で運用している

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」①-2

政府 B/S

日本銀行 B/S

民間銀行 B/S



B/Sからみた「量的・質的金融緩和」②-1

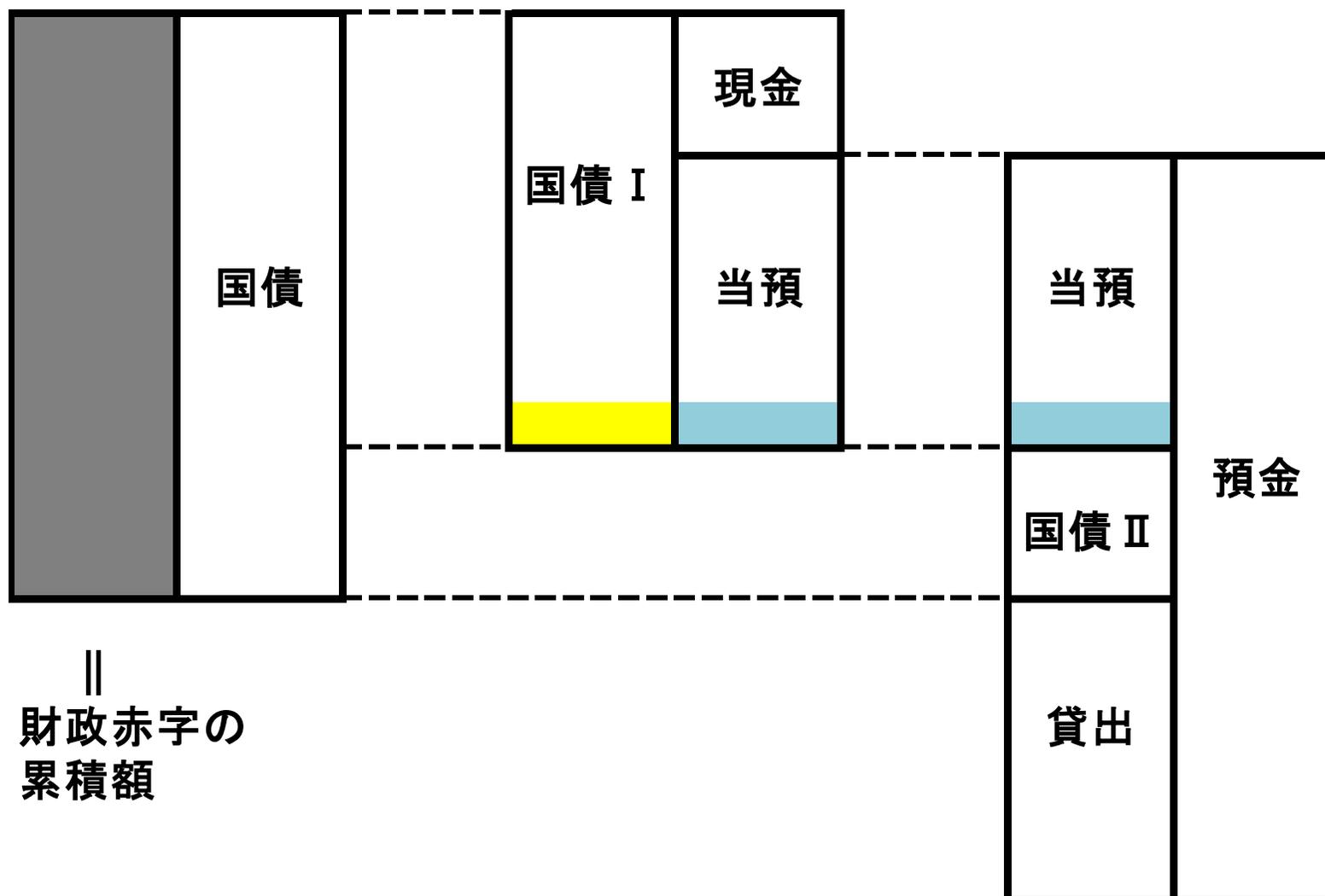
- 金融緩和を行う場合、日本銀行は民間銀行から購入する国債の金額を増やす（引締めはその反対）
- 日本銀行は国債の購入代金を民間銀行の当座預金口座に振り込む
- 日本銀行の国債保有金額が増加し、民間銀行の国債保有額が同額減少する
- 日本銀行の当座預金が増加し、民間銀行では国債の保有額減少分と同額、当座預金が増加する
- 当座預金が増えても「民間銀行全体」としては金額は固定されており、貸出に回すことはできない

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」②-2

政府 B/S

日本銀行 B/S

民間銀行 B/S



B/Sからみた「量的・質的金融緩和」③ー1

- 日本銀行と民間銀行のB/Sを連結した統合銀行B/Sを考えると、負債サイドは「現金＋預金」となりマネーストックと等しい
- マネーストックの残高は銀行部門が全体として、政府に対しては国債購入で、企業と家計に対しては貸出で信用供与をした総額と等しくなる
- 銀行部門が信用供与を拡大すればマネーストックは増大。日銀の主張のとおり、ゼロ金利下でも、マネタリーベースの拡大が予想インフレ率を上昇させ、ひいては貸出を増加させるかがポイント

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」③-2

日本銀行 B/S

国債 I	現金
	当預

民間銀行 B/S

当預	預金
国債 II	
貸出	

統合銀行 B/S

	現金
国債	預金
貸出	

+

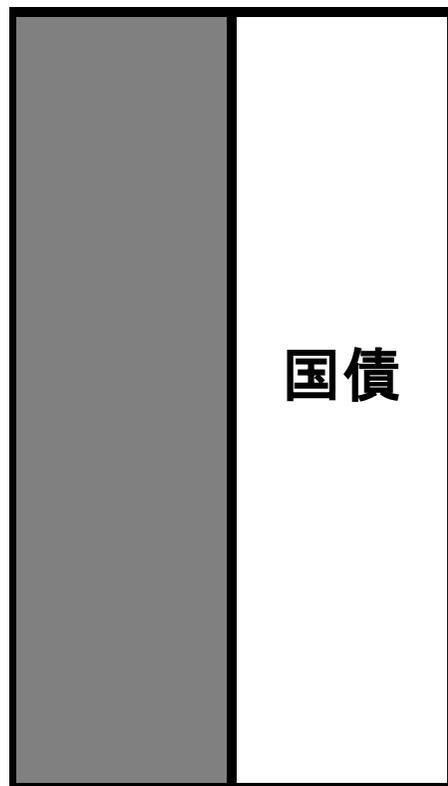
=

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」④－1

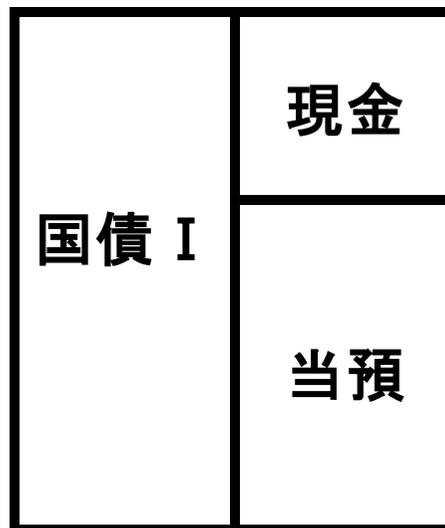
- 政府と日本銀行のB/Sを連結した統合政府B/Sを考えると、財政赤字の累積額は、市中消化された国債（国債Ⅱ）とマネタリーベース（現金＋日銀当座預金）によってファイナンスされている
- 日本銀行が保有国債を売却してマネタリーベースを減らす場合（＝金融引締め）には、その分だけ市中で消化される国債が増加する必要がある
- 国債の市中消化が困難な状況では、政府は債務不履行に陥りかねず、日本銀行はマネタリーベースを減らせない（財政支配 fiscal dominance)

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」④-2

政府 B/S



日本銀行 B/S



統合政府 B/S



+

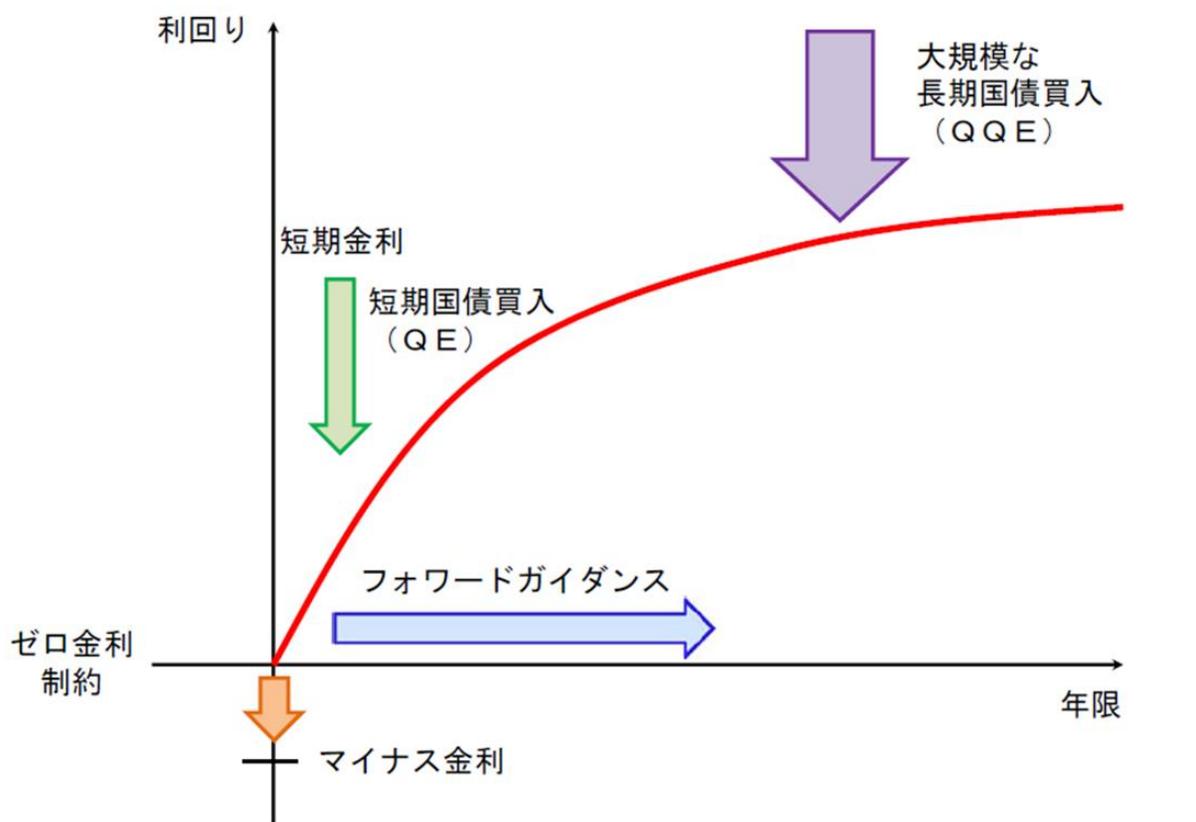
=

||
財政赤字の
累積額

マイナス金利政策の追加導入

- 起点となる短期金利を引き下げることにより、長期金利を含めイールドカーブ全体を引き下げる

金融政策の発展

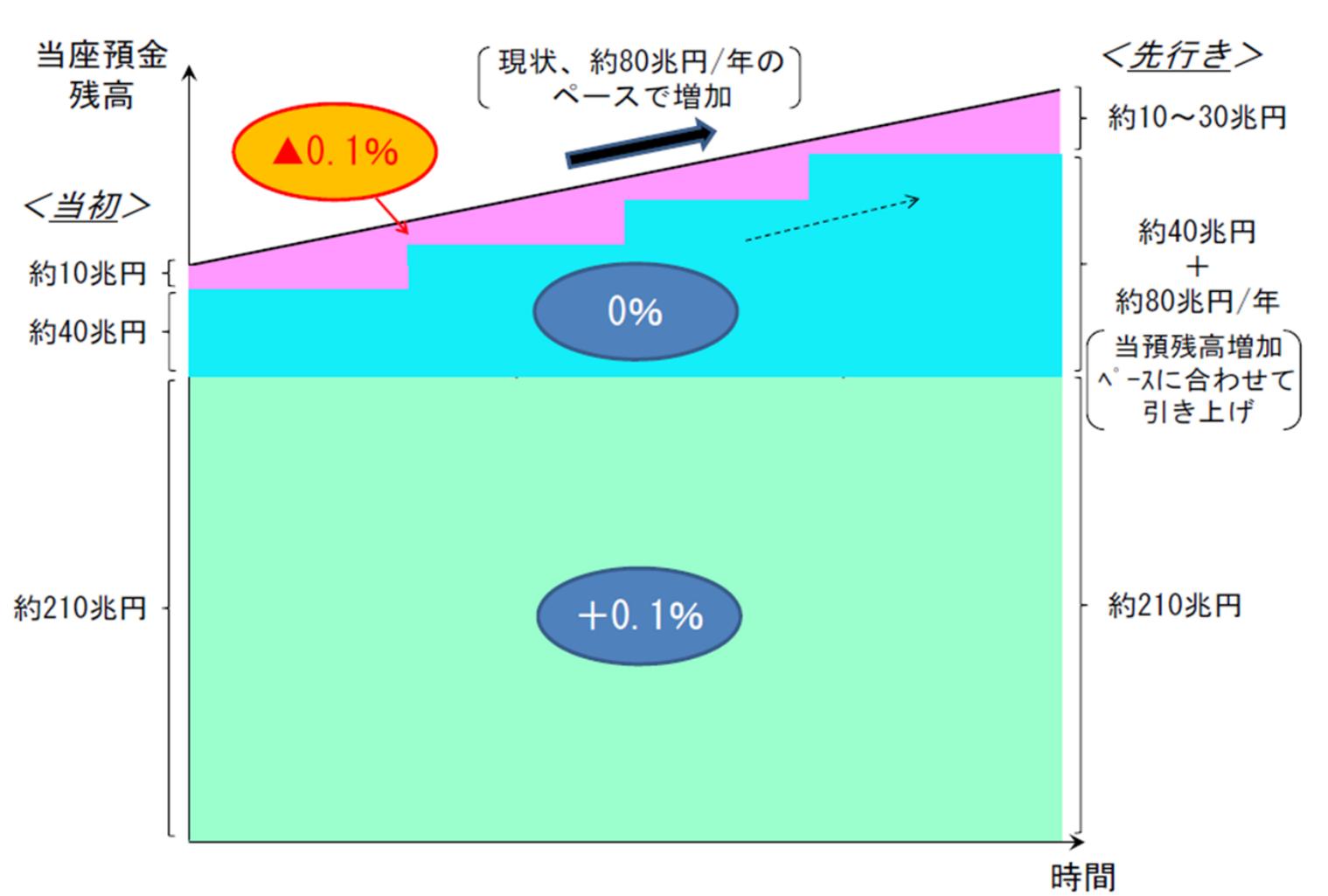


「マイナス金利」適用に当たっての日本銀行の工夫

- 量的・質的金融緩和の継続により、金融機関の行動如何にかかわらず、今後ともマクロの日銀当座預金残高（ババ）は増加するため、日本銀行は金融機関の収益悪化に配慮し、マイナス金利の適用に当たり3段階の階層構造を採用
- 一方、マクロの日銀当座預金を減らす唯一の手段は金利0%の現金への振り替えだが、今回の政策は現金保有を大きく増加させた金融機関を個別に規制しその抜け道を封印

マイナス金利適用の仕組み

➤ 基礎・マクロ加算・政策金利部分の3階層構造



「マイナス金利」適用スキーム

①基礎残高（0.1%を適用）

- 「量的・質的金融緩和」のもとで各金融機関が積み上げた既往の日銀当預残高については従来の扱いを維持

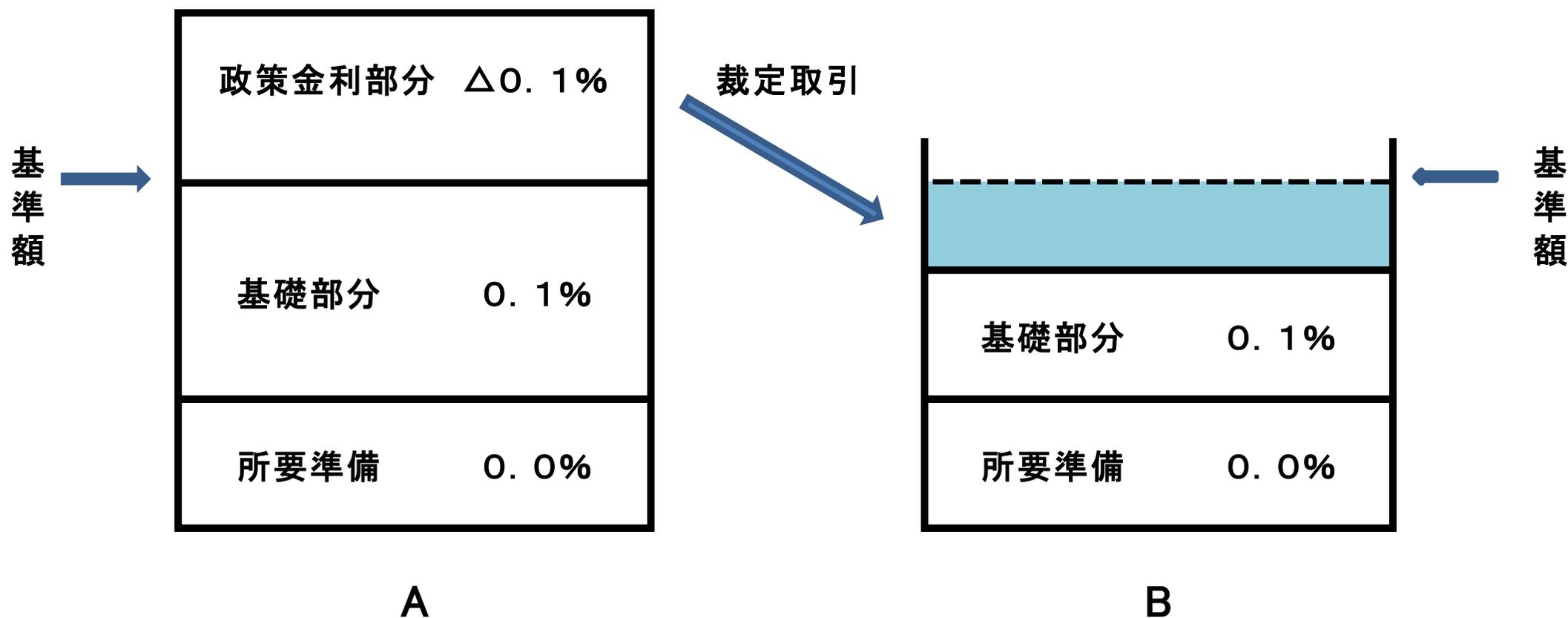
②マクロ加算残高（0%を適用）

- 所要準備等に適用するほか、日銀当預がマクロで増加することを勘案し適宜のタイミングで増額

③政策金利残高（ $\Delta 0.1\%$ を適用）

- 各金融機関の日銀当預残高のうち①②を上回る部分に適用

マイナス金利を市場金利に波及させるメカニズム①



(注)2016年2月 日銀レビュー「欧州におけるマイナス金利政策と短期金融市場の動向」参照

マイナス金利を市場金利に波及させるメカニズム②

- Aは $\Delta 0.1\%$ より高い金利であれば、マイナス金利のコストを小さくするため、資金を運用するインセンティブがある
- Bには 0.1% より低い金利であれば資金を調達し、日銀預け金に積むことにより利鞘を稼ぐというインセンティブがある
- Bに比べAが相応に多くなるよう基準額を設定すれば、資金運用ニーズが高くなり、取引金利は $\Delta 0.1\%$ に近いマイナス金利となる

マイナス金利政策の導入に期待される経済効果

- ① 企業や個人の設備投資・住宅投資等経済活動の活発化・借入需要増加
- ② 「量的・質的金融緩和」の成果である円安・株高の維持・進行
- ③ 金融機関の融資姿勢積極化（下記には要注意）

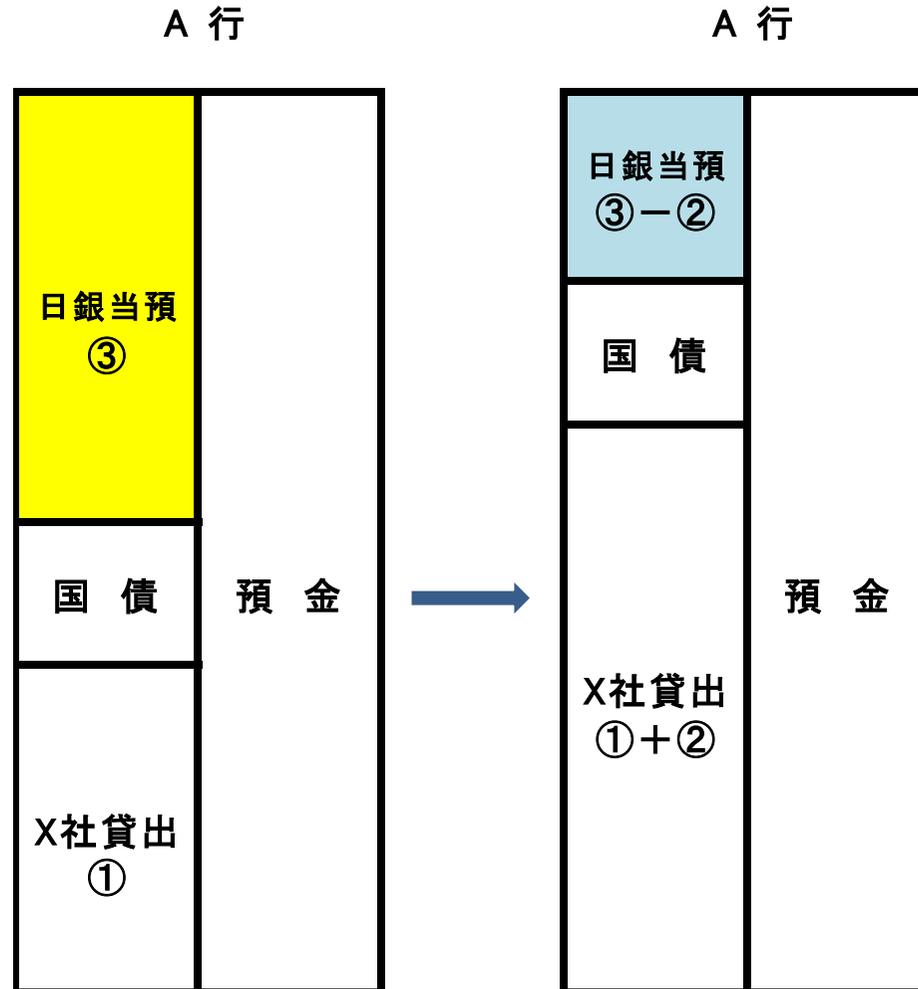
— マスコミ等の「量的・質的金融緩和を行っても金融機関は日銀当預を積み上げるだけで、貸出を増加させなかった。日銀当預にマイナス金利を適用すれば金融機関は日銀当預を取り崩し貸出を増加させる」との説明は正確性を欠く

マイナス金利政策と金融機関の融資姿勢の変化

- 日銀当座預金を取り崩し、貸出を増加させようとする動きは個別の金融機関では起こりうる
- 金融機関全体でみた日銀当座預金残高は日銀の市場調節により決定されるため、マクロで見れば日銀当座預金残高が減少し貸出に振り替わることは起こりえない
- ある金融機関が日銀当座預金を減らして貸出を増やしたとしても、その分他の金融機関の日銀当座預金が増えるだけ（いわば「ババ抜き」）

金融機関と企業のB/Sからみた 「マイナス金利政策」の効果①ー1

- A行は日銀当預のマイナス金利適用を免れるため日銀当預を取り崩し、X社への低利の貸出に振り替える



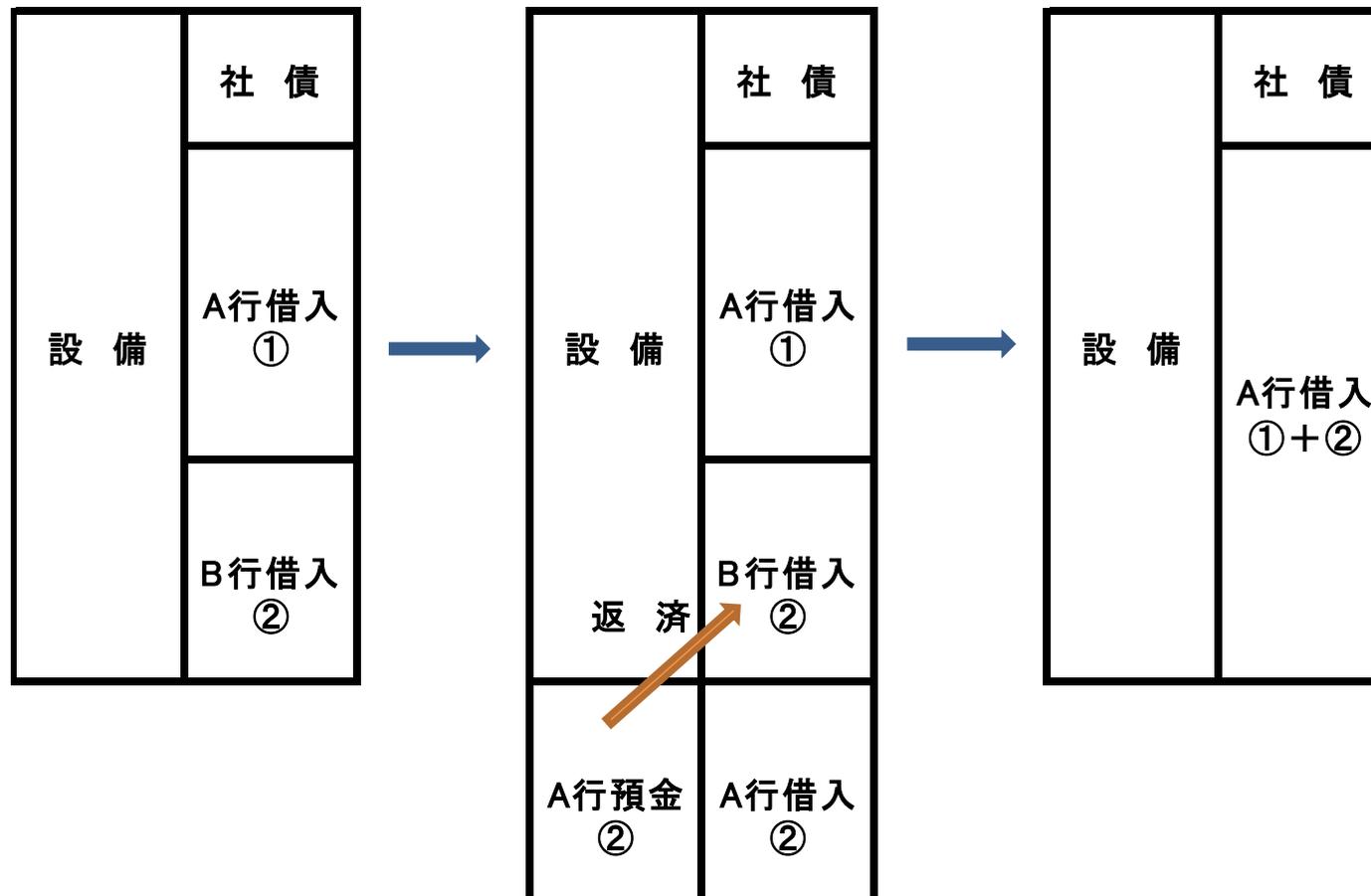
金融機関と企業のB/Sからみた 「マイナス金利政策」の効果①-2

- X社に資金需要がない場合、X社はA行からの借入をB行からの借入の返済に充当しようとする

X社

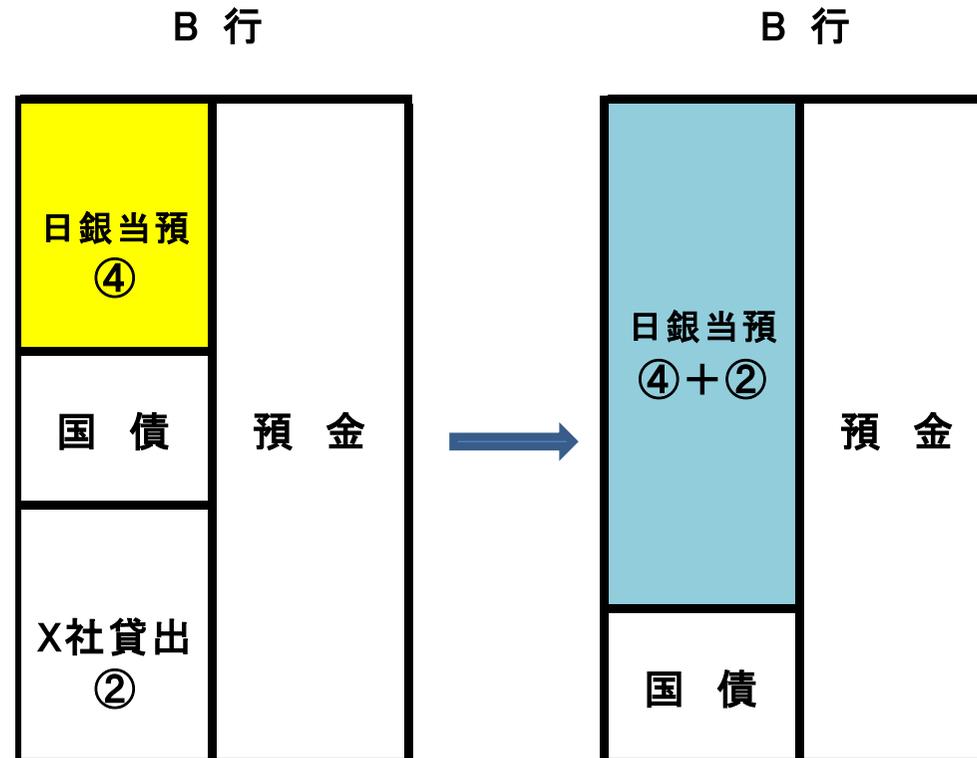
X社

X社



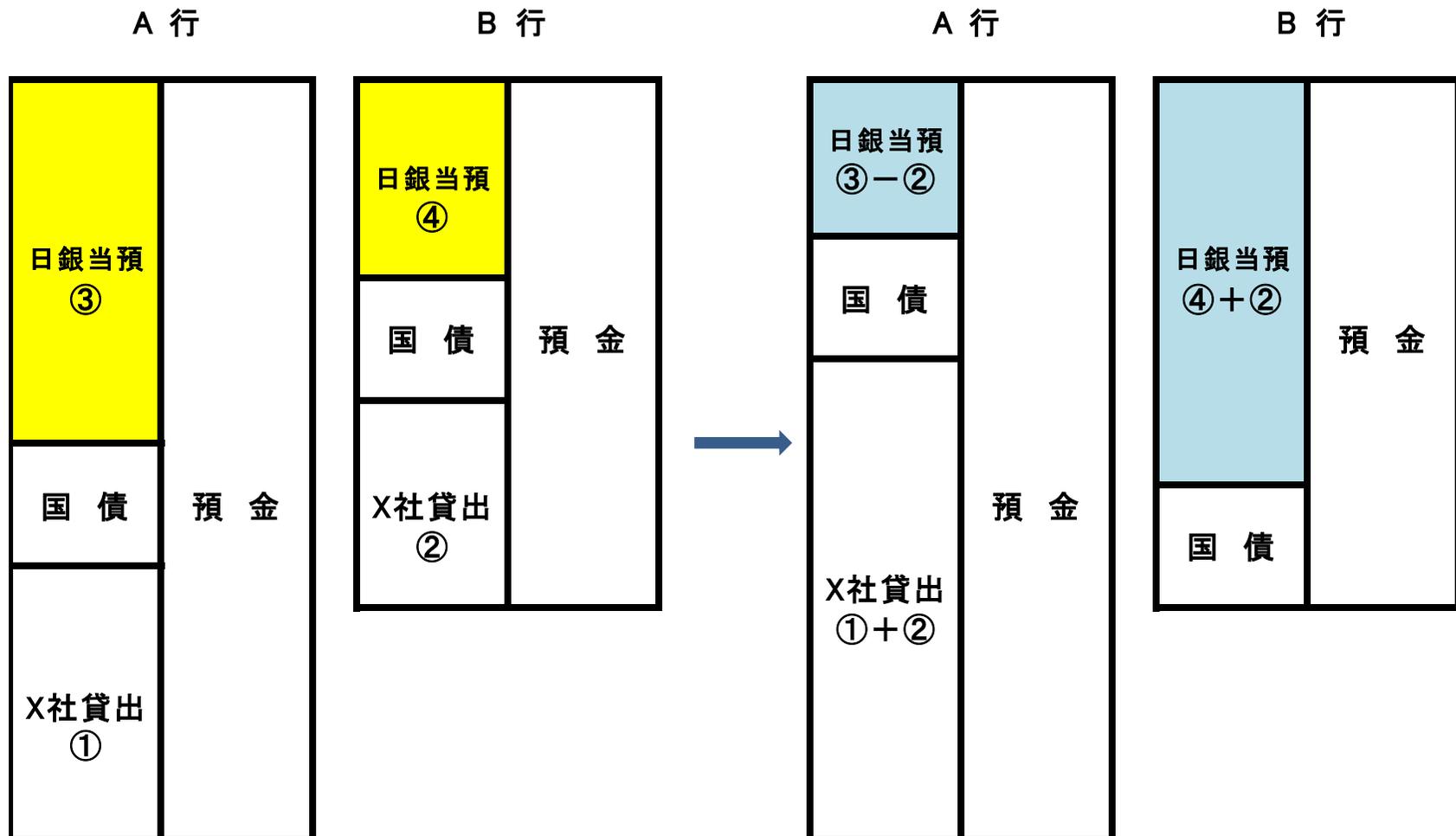
金融機関と企業のB/Sからみた 「マイナス金利政策」の効果①ー3

- B行はX社から貸出を返済されてしまう結果、その分日銀当預が増加する



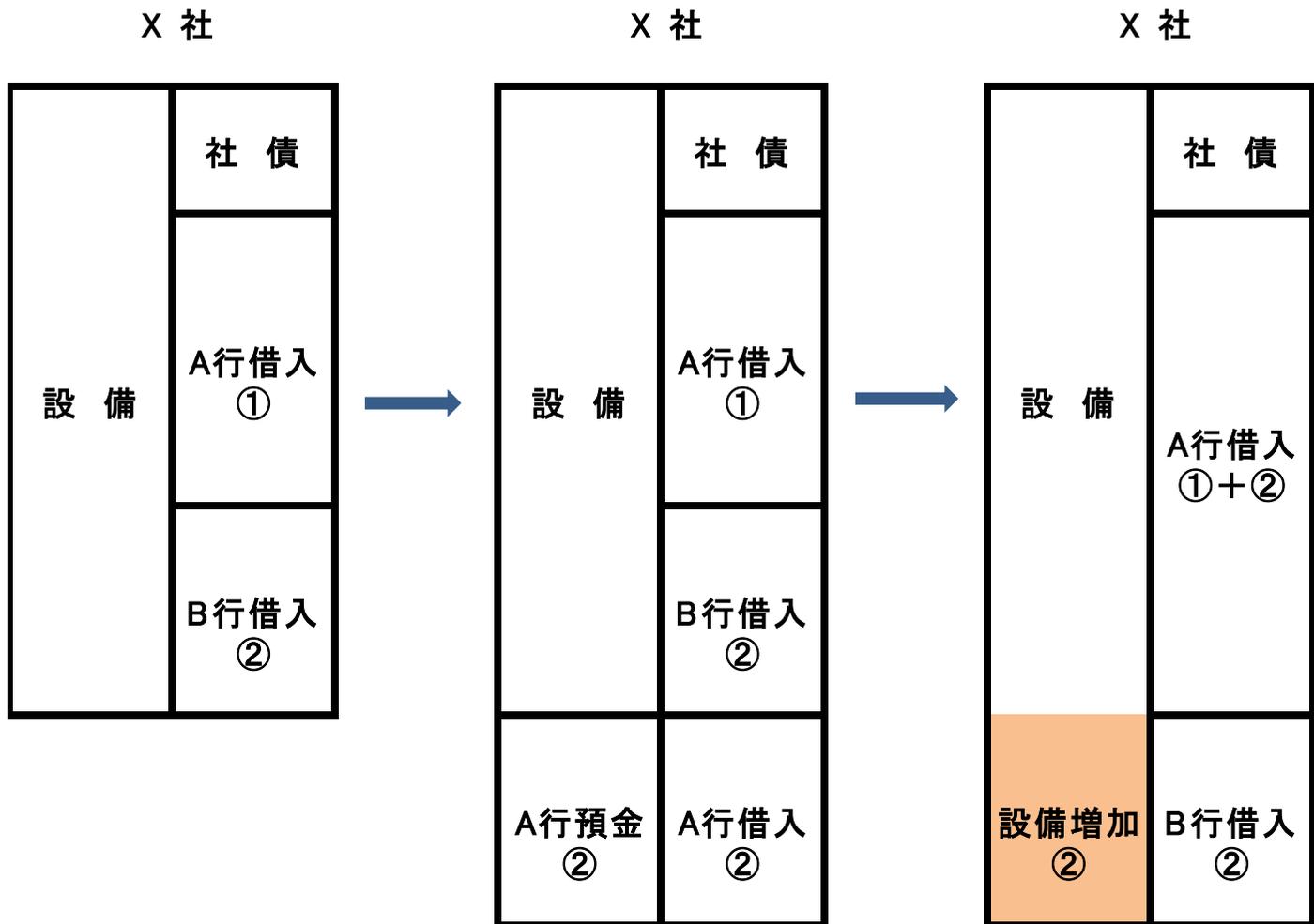
金融機関と企業のB/Sからみた 「マイナス金利政策」の効果①-4

- 上記によりA行とB行の日銀当預は変化するが総額は
 $\textcircled{3} + \textcircled{4} \rightarrow (\textcircled{3} - \textcircled{2}) + (\textcircled{4} + \textcircled{2})$ で不変



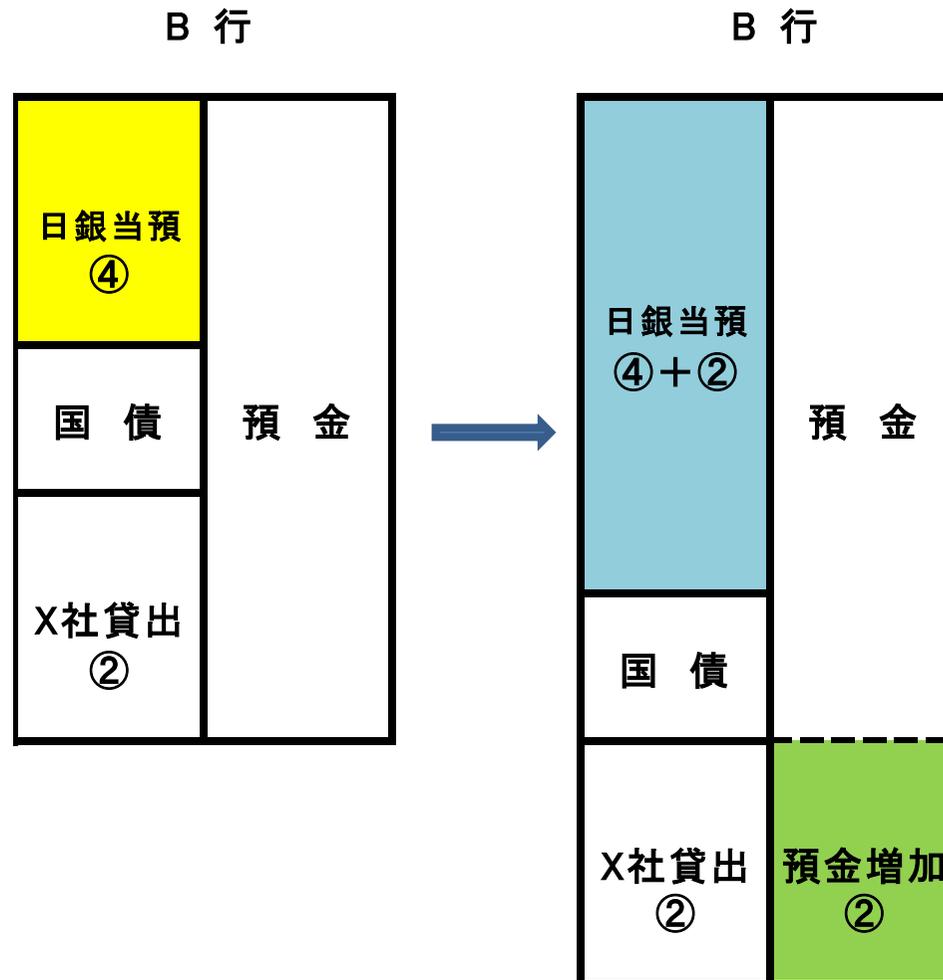
金融機関と企業のB/Sからみた 「マイナス金利政策」の効果①-5

- X社に資金需要がある場合、X社はA行からの借入をY社からの設備購入代金に充当しようとする



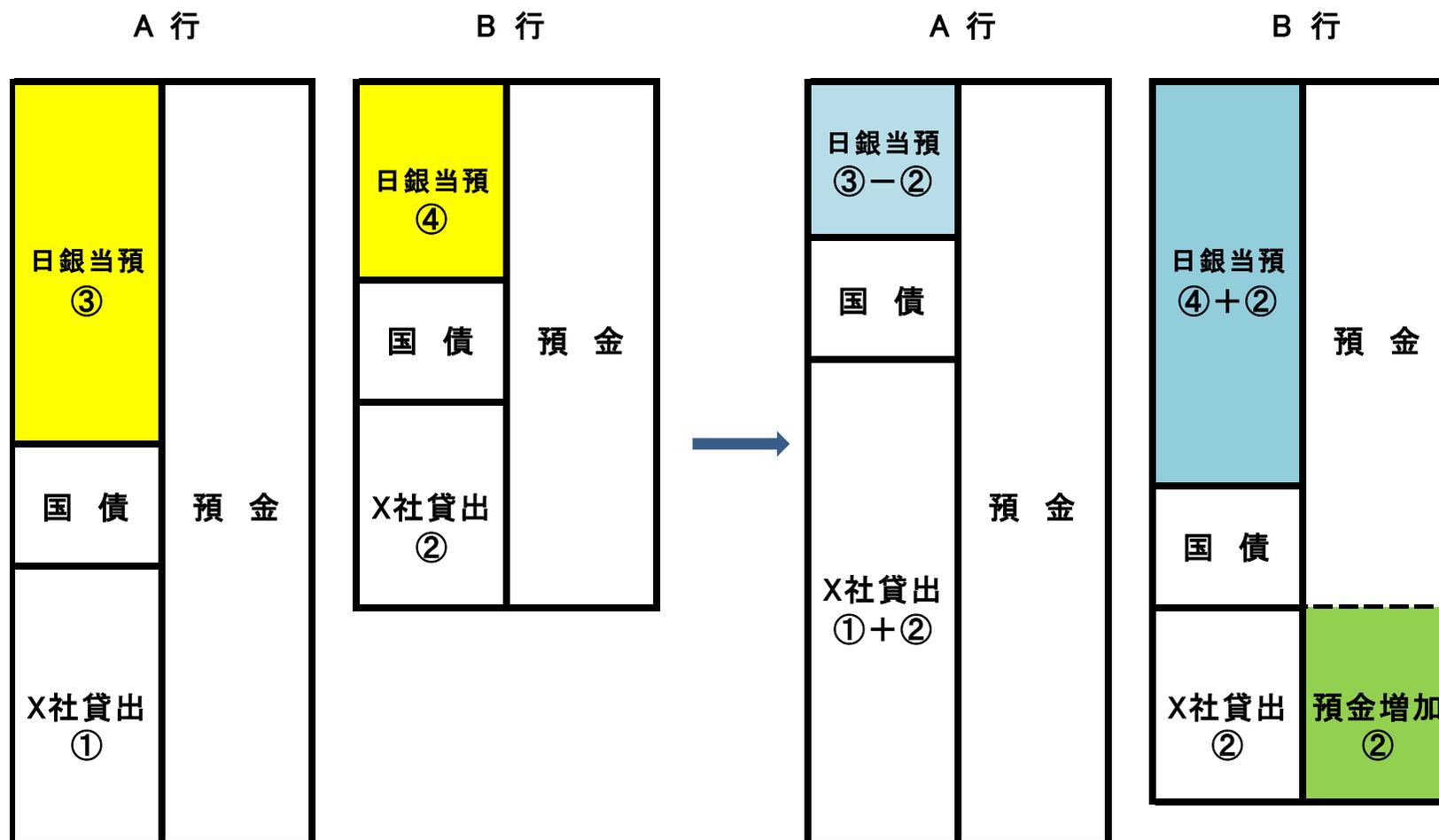
金融機関と企業のB/Sからみた 「マイナス金利政策」の効果①-6

- B行にはX社がY社に支払った設備購入代金がY社からの預金として還流する



金融機関と企業のB/Sからみた 「マイナス金利政策」の効果①ー7

- この場合もA行とB行の日銀当預は変化するが総額は
 $\textcircled{3} + \textcircled{4} \rightarrow (\textcircled{3} - \textcircled{2}) + (\textcircled{4} + \textcircled{2})$ で不変



「マイナス金利政策」の効果（総括）

- X社に資金需要がない場合も、ある場合も、金融機関全体の日銀当預の総額は変化はない
- 金融機関全体で見れば「日銀当預に資金をおいてマイナス金利を適用されることを嫌い貸出を増加させる」といった強力な効果がある訳ではない
- もっとも、X社に資金需要があれば、A行の貸出増加により信用創造が行われ（＝X社の設備投資実行）、「マネーストック」は増加する
- 「マイナス金利」は金利低下による資金需要増加に期待する「量的・質的金融緩和」の延長線上にある政策手段といえる

金融正常化の過程で直面する課題とは

- 日銀の長期国債保有残高は足もと約300兆円（平均残存期間は約10年）。物価目標の2%が達成された場合には、金利も2%程度まで上昇するように政策運営を行わなければ、インフレーションを惹起する。この場合、日銀に発生する損失額は▲60兆円（ $=300\text{兆円} \times 2\% \times 10\text{年}$ ）に近い巨額なものとなる
- 金利上昇時に財政再建の目途が立っていない場合、日銀は財政支配（fiscal dominance）に直面する

第8回 中小企業金融Ⅰの講義 まとめ

- わが国では現在、デフレからの脱却をめざし「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」というこれまでに前例のない大胆な金融政策が実施に移されている
- 上記政策の効果、理論的なメカニズムの評価については様々な議論がある
- 上記政策が目標を達成できるか、また達成後の出口がどのような展開になるか、注意深くみていくことが必要である

参考文献①

- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に関する、日本銀行および各政策委員の考え方については、日本銀行HPの「講演・記者会見」を参照。政策委員会の議決は多数決で行われるが、「講演・記者会見」では賛成、反対の背景が各委員の言葉で説明されている。
- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の政策効果を評価する、いわゆる「リフレ派」論者による代表的文献
 - ① 浜田宏一・安達誠司（2015）「世界が日本経済をうらやむ日」（幻冬舎）
 - ② 岩田規久男（2013）「リフレは正しい」（PHP研究所）
 - ③ 若田部昌澄（2015）「ネオアベノミクスの論点」（PHP新書）
 - ④ 原田泰（2014）「日本を救ったリフレ派経済学」（日経プレミアシリーズ）

参考文献②

- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の政策効果に懐疑的な論者による代表的文献
 - ⑤翁邦雄（2015）「経済の大転換と日本銀行」（岩波書店）
 - ⑥池尾和人（2013）「連続講義・デフレと経済政策」（日経BP社）
 - ⑦野口悠紀雄（2014）「金融政策の死」（日本経済新聞出版社）
 - ⑧加藤出（2014）「日銀『出口』なし！」（朝日新書）
 - ⑨小峰隆夫（2015）「日本経済に明日はあるのか」（日本評論社）
 - ⑩小幡績（2015）「円高・デフレが日本を救う」（ディスカヴァー携書）

- 日本銀行の「マイナス金利政策」の導入を正面から論ずる文献は、現在のところ出版されていないが、下記の文献はその理解に役立つ
 - ⑪清水功哉（2016）「デフレ最終戦争」（日本経済新聞出版社）
 - ⑫清水功哉（2016）「マイナス金利」（日経プレミアシリーズ）
 - ⑬徳田礼子（2015）「マイナス金利」（東洋経済新報社）