

マイナス金利のジレンマ ～日欧の苦闘に学ぶ～



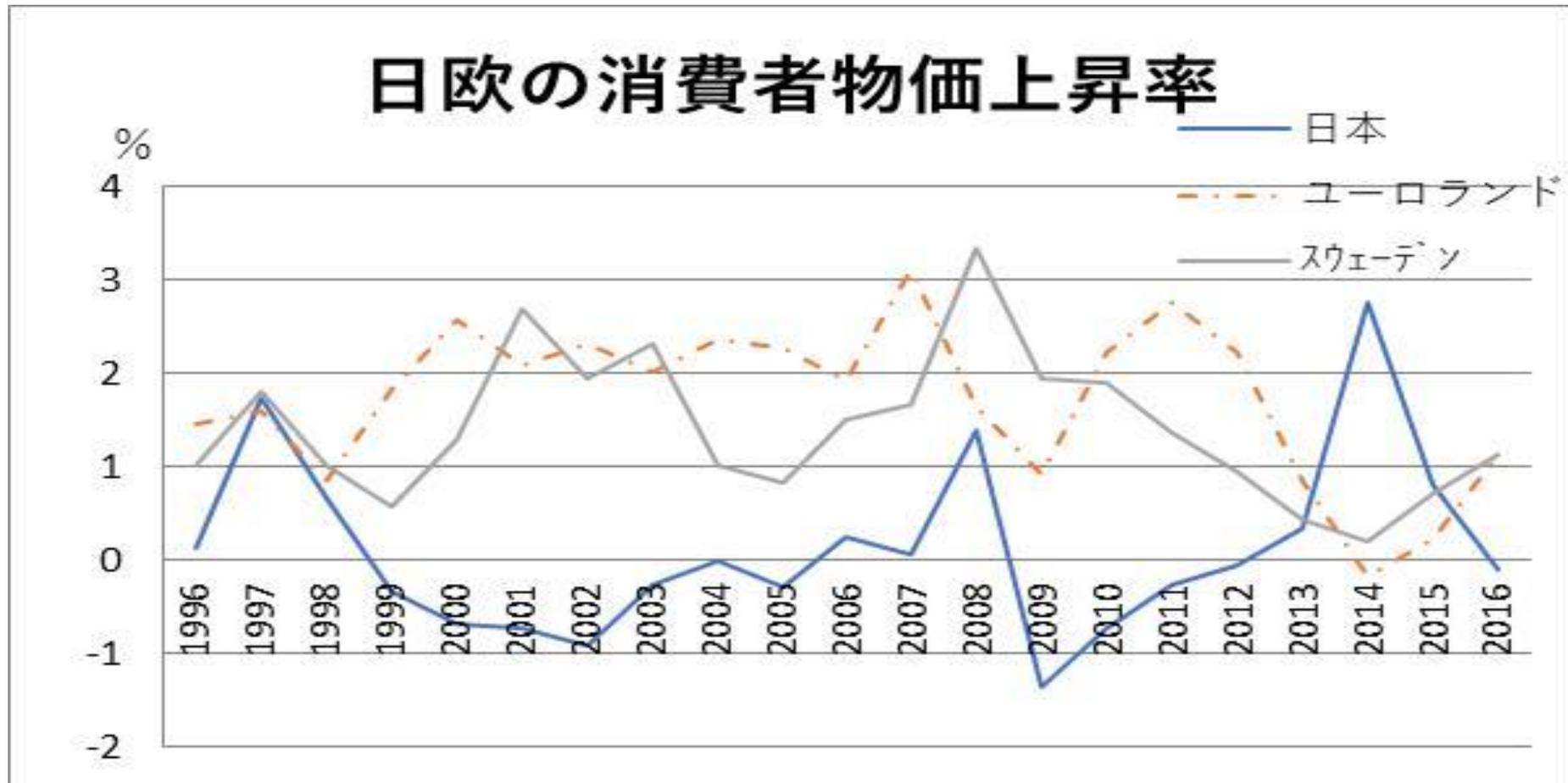
(注) 凍り付いたブレッド湖と観光シーズンのブレッド湖、筆者撮影

6月3日拓殖大学政治経済研究所公開講座
拓殖大学政経学部教授 高橋智彦©

目次

- そもそも . . .
- 利子率とは？
- 利潤率と利子率
- 名目金利と実質金利
- 欧州のマイナス金利導入
- 日本の金融緩和、マイナス金利導入
- 出口戦略
- マイナス金利のジレンマ

そもそも・・・デフレ脱却の必要性



利子率とは

- 利子率 = 資本の限界生産力？

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha} e^{\lambda t}$$

ここで、 A はスケールファクター、 α は資本分配率（GDPの資本の取り分）、 $1 - \alpha$ は労働分配率（GDPの労働の取り分）である。 λ は技術進歩率、 t はタイムトレンドである。コブ・ダグラス型生産関数を前提とした場合は、資本の限界生産性は、以下のとおりとなる。

$$\partial Y / \partial K = r = A \alpha (L/K)^{1-\alpha} e^{\lambda t}$$

$$\Delta r / r = \Delta \alpha / \alpha + (1 - \alpha) \Delta L / L - (1 - \alpha) \Delta K / K + \lambda$$

そもそも

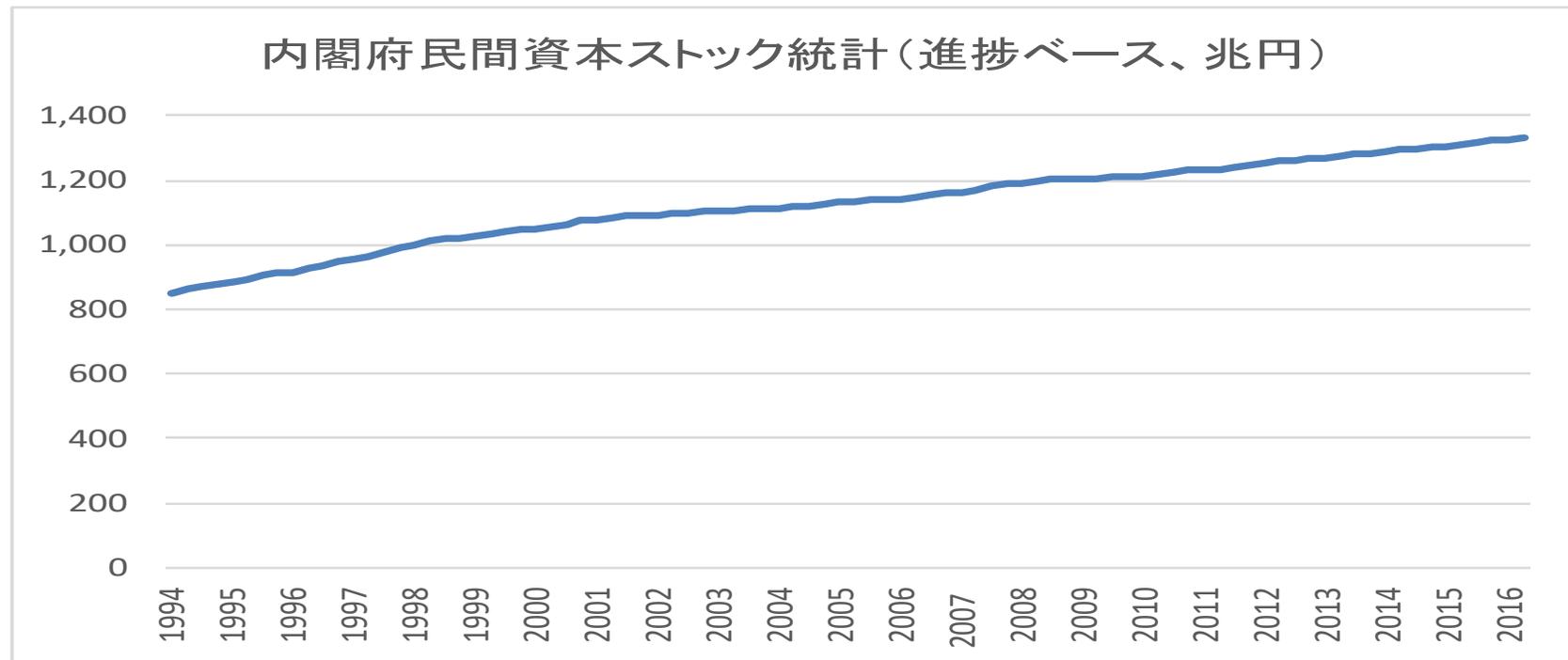
- 資本主義において資本の限界生産力とも言われる利子率が長期間マイナスであるという命題が成り立つのか？
- ケインズ 貨幣の保蔵効果など流動性選好から利子率を説明
利子率が限界生産力に影響し、一致するとした。
→しかし、現局面においては貨幣保蔵の限界効用がマイナスの状況で保蔵するのかという疑問

ピエロ・スラッファ

- いわゆるケインズサークル
- しかし、流動性選好も貨幣保蔵の限界効用であり特別視することを批判。
- 諸商品の利潤率を商品間の交換の利子率として捉える。
内生的に貨幣利子率は決めない。
- 信田(2003)「分配の影響を相対価格が一般に受けるという事実は新古典派分配論で用いられる集計的資本の価値が分配の変化の影響を受けるということを意味している」

利潤率

- そもそもマクロ経済面での利潤率を考える際に用いる資本ストック統計には疑念がある。
- 除却の調査などに限界



フィッシャー方程式

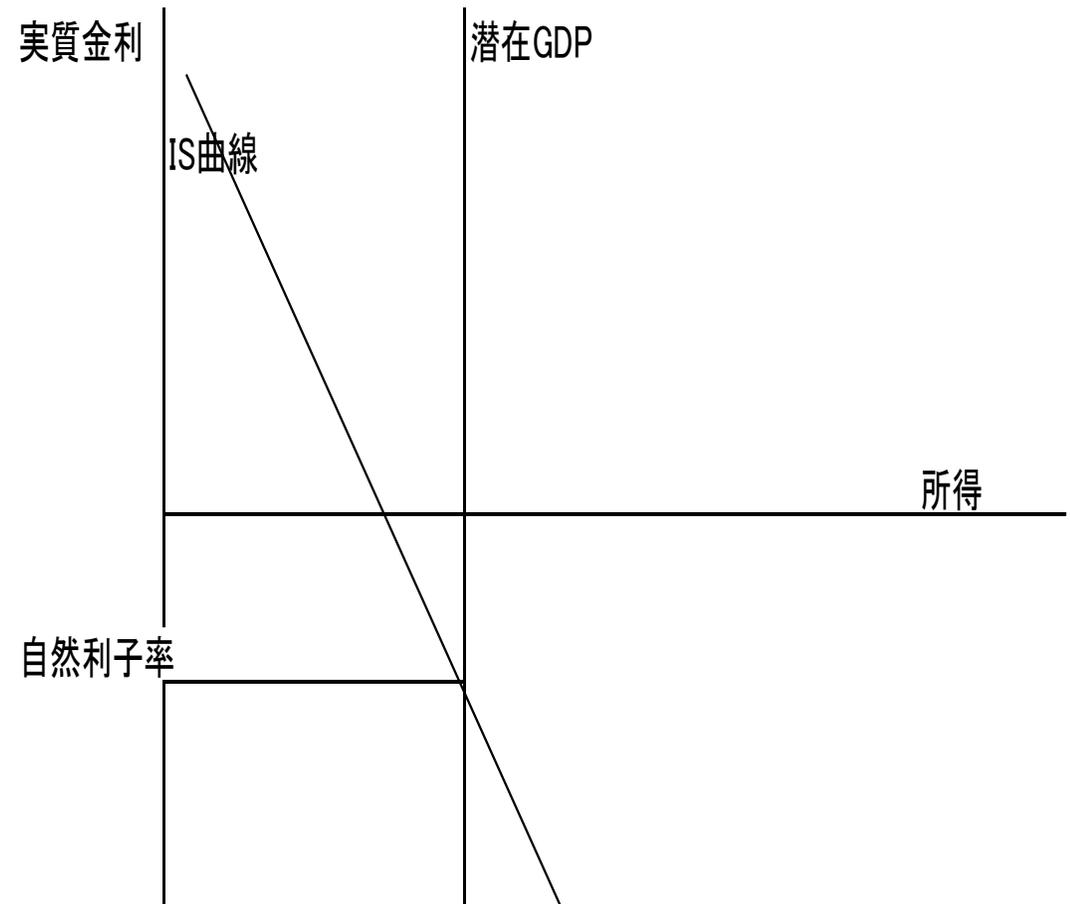
- 名目金利 = 実質金利 + 期待物価上昇率

方程式は因果関係を示さないが、実際には金融政策で名目金利を決定。名目金利のゼロ金利下限を取ることで実質金利が下落。

期待物価上昇率がマイナスであるならば、低い実質金利から見て当然のマイナス金利政策とも見れる。実質金利がプラス圏内でも期待物価が上昇してこないとマイナス金利から脱出困難。

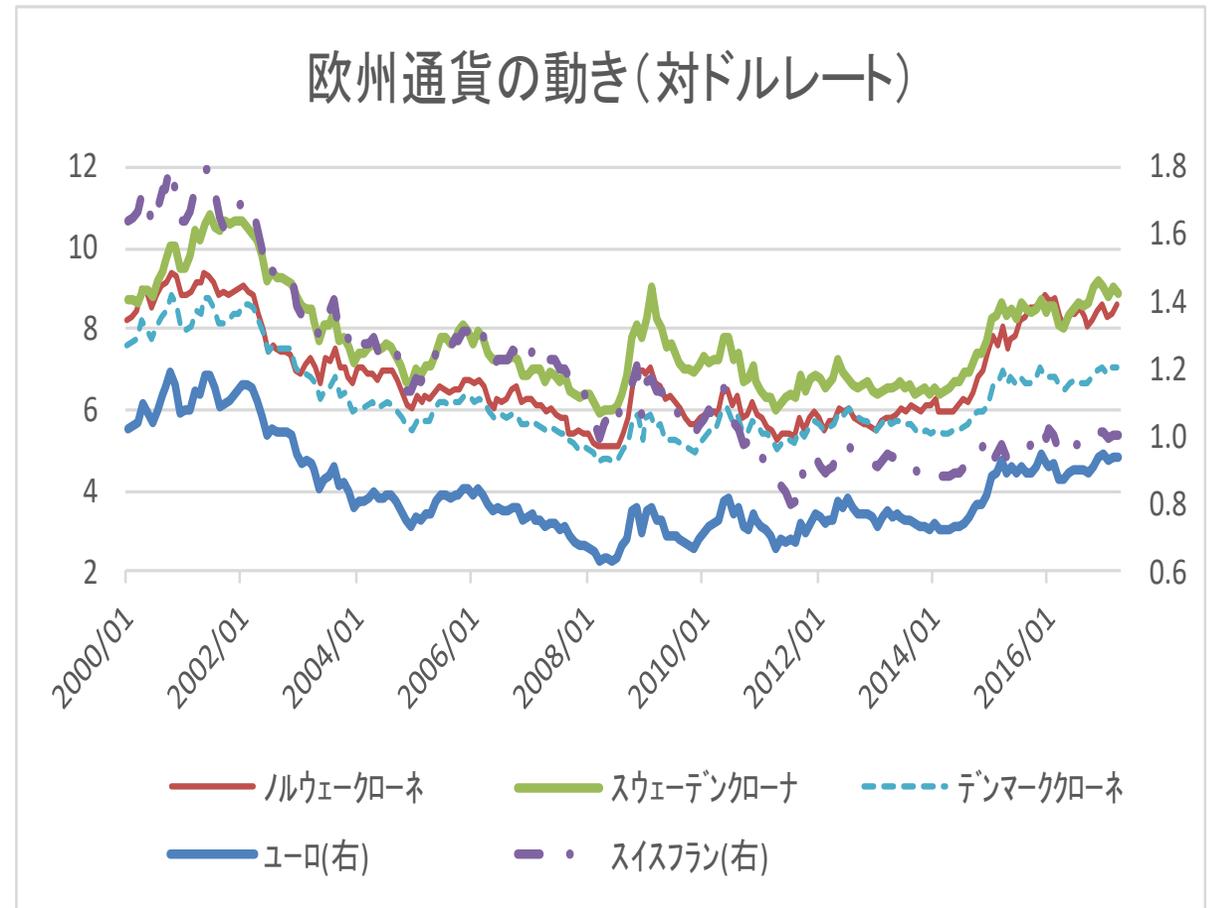
自然利子率の低下

- 短期には景気中立的な、長期には潜在GDPを実現するような実質利子率を自然利子率というが、これが低下してきたという見方が有力になっている。それもマイナス金利の一つの要因とみられている。



欧州のマイナス金利導入

- デンマーク、ユーロ圏、スイス、スウェーデン、ノルウェー、ハンガリーで次々にマイナス金利を導入
- 特徴
 - ①操作変数はあくまで金利
 - ②為替維持目的
 - ③量的緩和に先んじる、あるいは同時
 - ④イールドはややスティープ

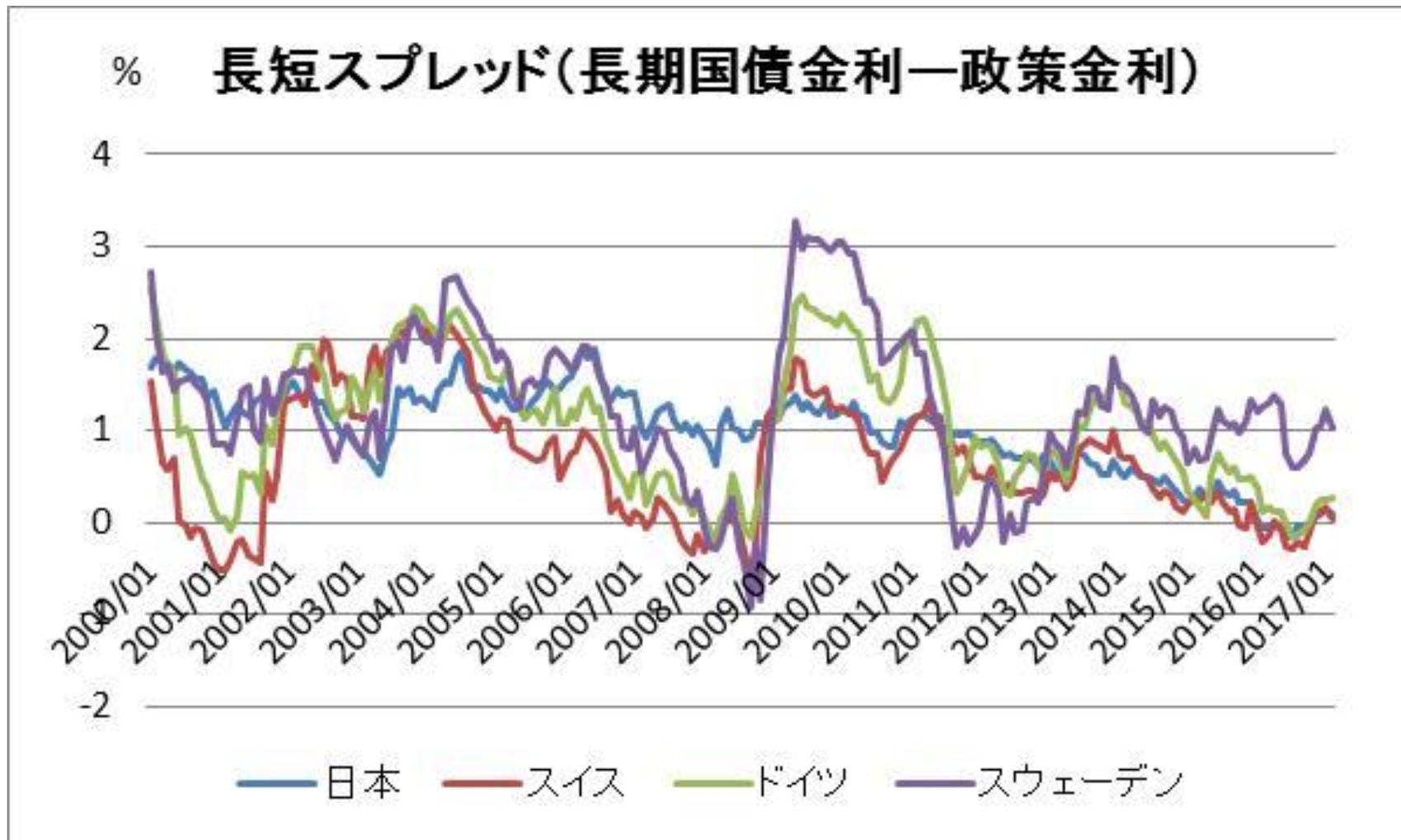


マイナス金利導入国の経済環境

	デンマーク	ユーロ圏	スイス	スウェーデン	日本	ノルウェー	ハンガリー
マイナス金利導入	2012年7月	2014年6月	2014年12月	2015年2月	2016年1月	2016年3月	2016年3月
適用先	譲渡性預金金利	超過準備	超過準備の一部	中銀レポレート	超過準備の一部	預金金利	翌日物預金金利
2016年							
財政収支対GDP比	-1.04%	-1.67%	-0.08%	-0.21%	-4.24%	2.86%	-1.82%
実質GDP成長率	1.14%	1.73%	1.30%	3.31%	1.00%	1.02%	2.00%
一人当名目GDP	\$53,744	\$38,589	\$79,242	\$51,165	\$38,917	\$70,392	\$12,778
失業率	6.19%	10.02%	3.32%	6.95%	3.11%	4.75%	4.88%
CPI上昇率	0.25%	0.24%	-0.02%	1.14%	-0.11%	3.55%	0.38%
総人口（万人）	570.7	32,600	832.7	999.5	12,690	526.3	983.5

(出所) IMF,QUICK、ユーロ圏の一人当たりGDPのみ2015年

スプレッドにより異なる金融機関収益環境



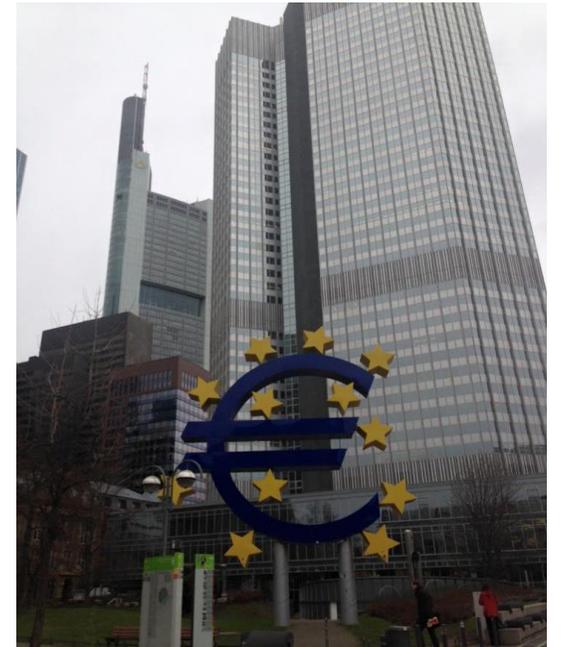
デンマーク国立銀のマイナス金利導入

- 2012年7月 CD（譲渡性預金）金利に適用
- ～2014年4月 自国資産の魅力を減少させるために実施
- 欧州中銀がマイナス金利にすると2014年9月に再びマイナス金利に。一定以上の額に適用。

元々デビットカードを用いるキャッシュレス社会だが、拍車。

欧州中央銀行のマイナス金利

- 2014年6月に超過準備に一律マイナス金利適用
元々少ない超過準備
- 2015年1月国債購入を含む包括的購入プログラム (APP)開始。量的緩和開始
- ユーロ安による生産、景気回復期待



フランクフルトのECB、筆者撮影

スイス国立銀、リクスバンクのマイナス金利

スイス中銀

- 2014年12月に超過準備の一部に適用
- かつて1972年7月外国人保有資産に適用
- 為替介入は必ずしも不胎化されず、さらにマイナス金利で自国通貨安を目指す。
- 実際の銀行預金金利もマイナス金利に、銀行システム安定

リクスバンク（スウェーデン）

- 2015年2月中銀レポレート オペの際に適用
- 2009年にはバルト三国に進出している銀行の危機時に中央銀行預金に一時適用
- 預貸率高く、市場調達金利のマイナスで銀行システムは安定。

ノルウェー中銀、ハンガリー国立銀の マイナス金利

ノルウェー

- 預金金利 2016年3月
非EU 政策金利はプラスも
金融機関、為替への配慮もあり
マイナスへ。

最大銀行のDNBは現金取引の
廃止を呼び掛けている。

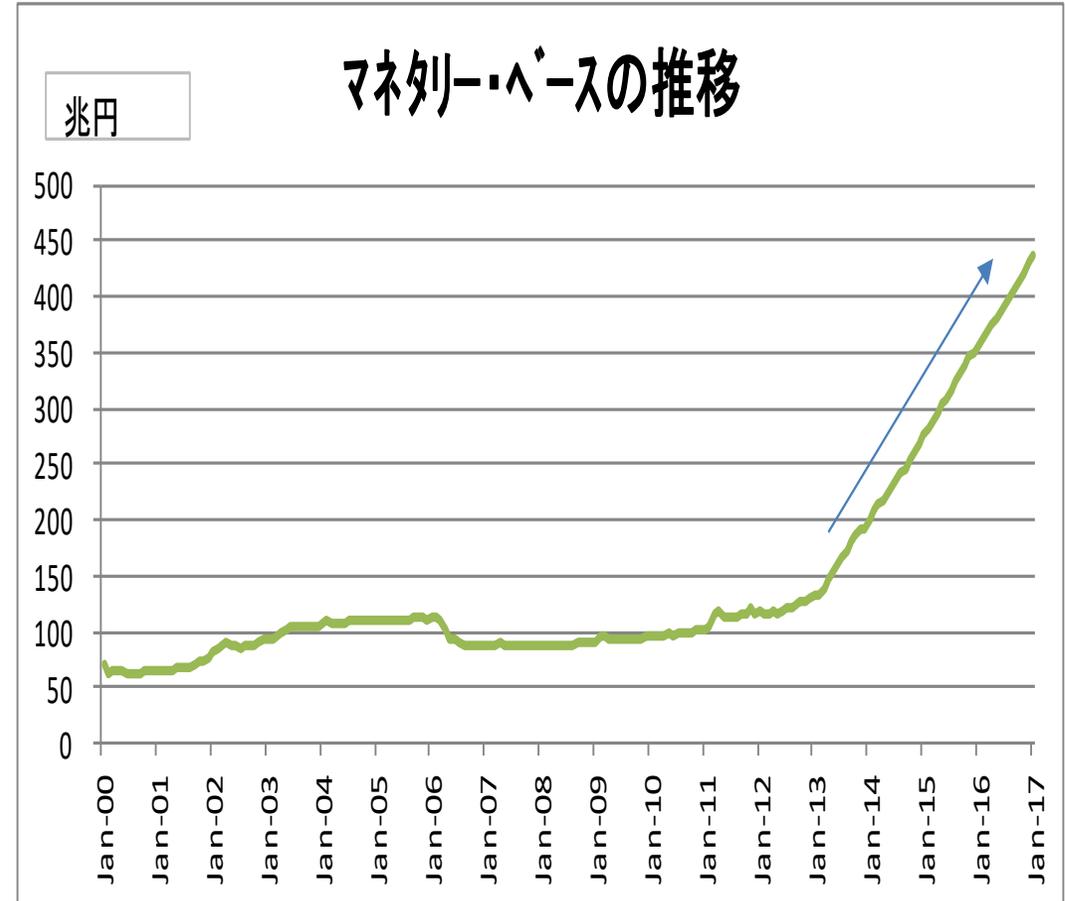
ハンガリー

- 2016年3月 政策金利の下限
となる翌日物預金金利にマイ
ナス金利導入
- 基本的にはFGS（成長のため
の資金戦略）で国内資本の銀
行が中小企業金融をやりやす
くするための一環。



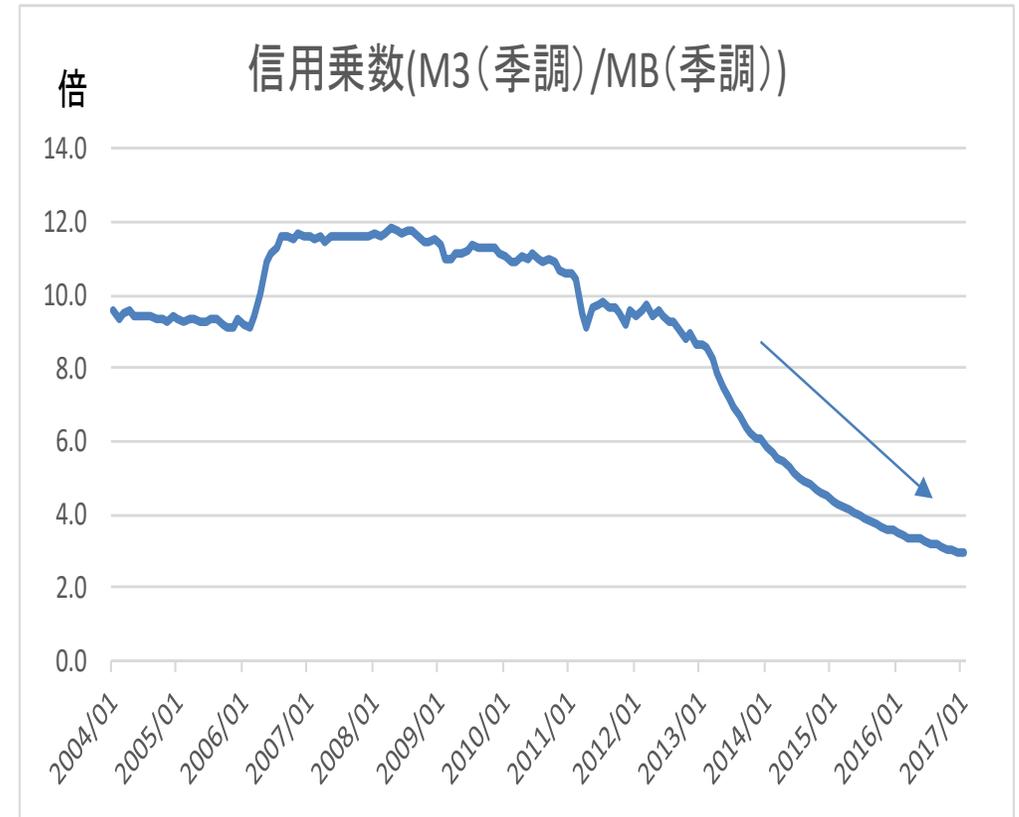
日本の金融緩和　QQEの開始　2013年4月

- 黒田新総裁の下、アベノミクスの第一の矢の積極的金融政策
- QQE (Quantitative and Qualitative Monetary Easing, 質的量的緩和)
- マネタリー・ベース拡大
- より長期の日本国債 (JGB) ETF J-REIT購入



日本銀行 QQE拡大 (QQE2)も効かず

- 2014年10月 質的量的緩和拡大
 - 年間購入ベースの拡大
 - ①日本国債50兆円→80兆円
 - ②ETF 1兆円→3兆円
 - ③J-REIT 300億円→900億円
- しかし、現金比率が上昇し、金融仲介能力が弱まる
流動性のわな？



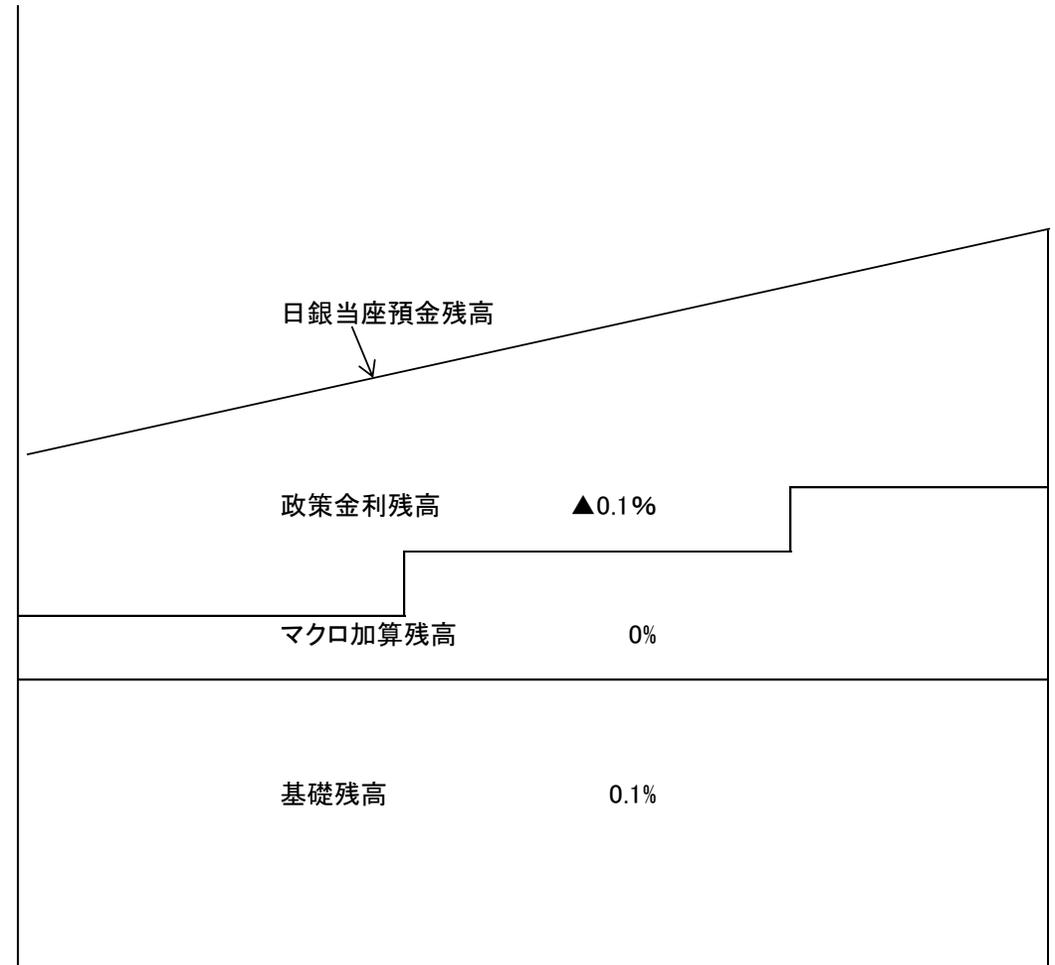
マイナス金利付きQQEの導入

- 2016年1月

マイナス金利付きQQE開始～超過準備の一部にマイナス金利導入。既に量を拡大させてからの量から金利への回帰。イールドがフラットの為、金融機関から不評。

- 2016年9月

長短金利操作付きQQE開始～長期金利にもコミット。時間軸とは異なり、直接長期金利水準に言及し、制御。



(出所) 日本銀行「本日の決定のポイント」2016年1月29日

まとめ 出口戦略の模索

- FRB 資産圧縮よりも金利引き上げを優先してゼロ金利から脱却中。
 - ECB 国債買い入れ縮小など量の拡大を鈍化させ、出口を模索。
 - 欧州周辺国 ECBと為替の動向を注視しつつ、物価にデフレ兆候がなければ出口を模索。
 - 日銀 既に量が拡大しているために極めて困難。
 - 単純なマネタリー・ベースの縮小は長期金利向上に結び付き無理。
 - 準備預金の付利をゼロ近辺に戻しながら、国債の償還による量の縮小を待つ。
- ⇔ヘリコプターマネー論

マイナス金利のジレンマ

- デフレ脱却がマイナス金利の大きな目的
- 金利ゼロのフロアを取ることに伴う金利機能の回復
- 日欧で一定の自国通貨安、景気浮揚要因に。



- 北欧では現金離れ、日本では銀行預金から現金へのシフトで金融仲介機能後退
- 貨幣の保有要因の混乱、流動性選好機能の麻痺（仮想通貨を模索）
- 各国が為替安を求めれば近隣窮乏化政策に

参考文献

- 乾孝治、宮川貴央、正地信夫、高橋智彦、矢嶋康次「期待リターン・リスクの予測」ニッセイ年金ストラテジー1998年2月
- 岩田一政、左三川郁子「マイナス金利政策」経済出版社(2016).
- 高橋智彦「ハンガリーにおける『成長のための資金計画』(F G S)について」京都大学「経済論叢」第189巻第4号(2016).
- 日本経済研究センター編「激論マイナス金利政策」日本経済新聞出版社(2016).
- 信田強「スラッフアの不変の価値尺度の批判的検討(1)」拓殖大学政治・経済・法律研究V015 No.3,pp.47-68(2003).
- 早川英男「金融政策の『誤解』」慶應義塾大学出版会(2016).
- 菱山泉「スラッフア経済学の現代的評価」福井県立大学研究叢書(1993).
- 本多佑三「マイナス金利政策の効果」、金融経済研究第39号、2017年3月、pp.67-75.
- Piero Sraffa, “Production of Commodities by means of Commodities -Prelude to a critique of Economic theory-”,Cambrige University Press(1960).
- Tomohiko Takahashi, “The Japanese lesson for banking under zero and negative interest rate”, The Journal of Money and Banking - Bančni vestnik,Vol.65,No.11(2016),pp53-58.