

みずほマーケット・トピック(2016 年 3 月 28 日)

日銀、「5 分で読めるマイナス金利」に思うこと

先週 25 日、日銀はマイナス金利政策に関し、一般への理解浸透を企図した「5 分で読めるマイナス金利」を公表。市井の人々におけるマイナス金利の評判がすこぶる悪いことを受けての対応であり、「5 分で読めるマイナス金利」は日銀なりの誠意とも取れる。だが、多くの市場参加者は「そこまで焦っているのか」と捉えた向きが多いことだろう。怪しさを否定すればするほど怪しさが増すという泥縄的な状況に陥っていると感じざるを得ない。現実には起きていることは銀行株の暴落と消費者心理の悪化であり、日銀が提示する「効果の説明」と「実体経済に起きている現実」に齟齬があり過ぎるのが実情である。家計部門が最も気にかけるのは物価ではなく実質賃金であり、この点から基本認識を改める必要。現状でマイナス金利に対する失望や悪評が逆に円高・株安に繋がっており、交易条件の改善を通して実質賃金を押し上げる展開になっているのは何とも皮肉である

～喜べない米 10～12 月期 GDP(確報値)～

先週末の為替市場は米 10～12 月期 GDP(確定値)が前期比年率+1.4%に上方修正され、従前より相次ぐ 4 月利上げ観測も相俟って、ドル相場が上昇する展開が見られている(本日の日本経済新聞朝刊に掲載されたインタビュー記事でもブラード・セントルイス連銀総裁が 4 月利上げを示唆している)。2013 年 5 月以降、足かけ 2 年半に亘って地均しを行ってきた以上、ワンショットで終了というのは矜持が許さないのだろう。しかし、上方修正された米 10～12 月期 GDP は堅調な個人消費が主役となったものの、企業利益の前年同期比が▲11.5%とリーマンショック直後の 2008 年 10～12 月期以来の大幅減となっている。やはり米景気循環は曲がり角に差し掛かっているように見え、その背景には孤高の利上げ路線を主因とするドル高があるのだろう。

～怪しさを否定すればするほど怪しい～

ところで、先週 25 日、日銀は 1 月に導入を決定したマイナス金利政策に関し、一般への理解浸透を企図した「5 分で読めるマイナス金利」を公表した。本欄 2016 年 3 月 10 日号『日銀会合プレビュー～「Mr.Kuroda は気にしない」のか?～』では景気ウォッチャー調査に見られるマイナス金利の悪評を取り上げたが、同調査に限らず、一般メディアを中心としてマイナス金利の評判はすこぶる悪い。「期待に働きかける」政策を掲げる黒田日銀にとってこの状況が非常に不味いことは言うまでもなく、「5 分で読めるマイナス金利」はこうした事態に対する日銀なりの誠意とも取れる。

しかし、多くの市場参加者は「そこまで焦っているのか」と捉えた向きが多いことだろう。そもそも、ここまで階段を降りて解説しなければ誤解を与えかねないという政策に大義はあるのだろうか。怪しさを否定すればするほど怪しさが増すという泥縄的な状況に陥っていると感じざるを得ない。

～国民性を表す一コマ～

今回、Q&A 方式で示された解説を見て、市井の人々がマイナス金利に対して抱く猜疑心が氷解するとは思えない。もっとも、「5 分で“読める”」と言っているのであって「5 分で“分かる”」とは書かれていないゆえ、日銀もこれでムードが一変するとまでは思っていないかもしれない。とはいえ、それでも事態の変化を期待してのアクションではあろう。以下、主だった部分を中心に吟味してみたい：

●Q:「マイナス金利になると、私が銀行に預金しているお金も減ってしまうの？」

●A:「マイナス金利といっても、銀行が日銀に預けているお金の一部をマイナスにするだけ。個人の預金は別の話です。」

Q&A の一番初めに来ていることにも表れているが、これが日銀として最も誤解を解きたい点なのだろう。市井の人々におけるマイナス金利への猜疑心の殆どは「自分の預金も手数料が取られるようになるのではないか」という漠然とした不安に起因していると思われる（筆者も美容院の店長からそういった質問をされた話は過去の本欄でも紹介した¹⁾）。もちろん、「別の話」と言っているのであって、「そうならない」とは言っていないわけだが、これに続く二番目の Q&A では「個人の預金金利はマイナスにはならない？」という問いが挙げられ、これに対し「ヨーロッパでは日銀よりも大きなマイナス金利にしていますが、個人預金の金利はマイナスにはなっていません。」とあり、改めて不安の払しょくに努めている。しかし、欧州でそうだから日本でもそうだとは限らないし、過去そうだったものが未来においてもそうだとは言えまい。この手の情報発信にどの程度の精度を求めるのか議論はあるだろうが、全体的に釈明が「粗い」印象は拭えず、「日銀らしくない」と感じざるを得ない。

この後、「マイナスにはならなくても少しは下がるでしょう？」、「それで消費が悪くなったりしない？」といった疑問が続くが、これに対しては「普通預金金利は 0.02% だったのが、0.001% になりました。」、「100 万円預けて 1 年間の利息が 200 円だったのが 10 円になったということです。消費を悪くするほどの規模ではありませんよね。」と回答されている。「元々少額しかもらえていなかったのだから今更だした問題にはならない」という趣旨である。確かに、長引くデフレによって、財産所得（≡金利収入）をアテにして生計を立てる家計は稀有と思われ、日銀の言い分にも一理はある。

だが、金利は預金だけに付くものではない。マイナス金利の副作用として大々的に報じられているように、あらゆる金融資産の利回りが史上最低水準まで落ち込み、運用の現場に混乱をもたらし、既に MMF や一部高金利商品において募集停止が横行している。結局、金利が下がることに関し、「貯蓄（≡預金）」の心配ばかりであり、その他の「投資」商品の心配が一切出てこないことには違和感を覚える。いみじくも、これがこの国の国民性を表しているのかもしれないが、「預金金利への影響は軽微だから心配するな」というのは、アベノミクス下で資産運用に関心を誘導されてきた家計部門にとって腑に落ちない説明ではないか。

～苦しい効果の説明～

「マイナス金利ってそんなに効果あるの？」といった核心に迫る質問に対しては、「みなさんが家を

¹ その他外部寄稿では東洋経済オンライン 2016 年 2 月 12 日配信「ドル円は購買力平価の 100～105 円めざす～「期待」でなく「不安」を煽ったマイナス金利～」などをご参照下さい。

建てようとしたり、会社が工場やお店を建てたりするときは有利になります。」といった想定通りの回答が付けられている。しかし、今まで飽きるほど議論が尽くされている論点だが、企業を中心に消費・投資意欲が盛り上がらないのは金利が高いからではなく、成長期待が低いからである。銀行貸し出しが増えないのは供給側(銀行)の問題ではなく、需要側(企業・家計)の問題である。この点はまだ論じるに及ばないだろう。

また、恐らく、銀行を中心として金融業界が最も驚いた問答が以下の部分かと思われる。金利低下に関し、「そうすると銀行が損しない？大丈夫？」といった質問が挙げられ、「たしかに銀行にとっては、預金金利はマイナスにならないのに、貸出金利は下がるので、その分儲けは少なくなります。」「でも大丈夫です。日本の金融機関は、リーマンショックでも傷ついていないし、とても健全です。去年もたくさん収益を上げています。日銀の預金でもマイナス金利にするのは一部だけにし、あまり銀行が困らないようにしました。」との回答が続く。「儲けは少なくなる」、「あまり困らないようにした」といった表現からも分かるように、今回の措置を受けて金融仲介機能にダメージが生じることが認められている。それでも大丈夫な理由は「たくさん儲けてきたから」である。だが、「金融仲介機能がダメージを被ること」と「金融政策が前向きな効果を発現すること」は通常、矛盾する現象であり、この点こそが日本そしてユーロ圏でマイナス金利が評価されない理由である。

ここまでの話を総合すれば、金融仲介機能にダメージを与えることと引き換えに、これを補って余りある消費・投資意欲の改善が低金利によりもたらされることが必要になる。だが、現実に起きていることは銀行株の暴落と消費者心理の悪化であり、日銀が提示する「効果の説明」と「実体経済に起きている現実」に齟齬があり過ぎると言わざるを得ない。

～デフレの定義は難しい～

なお、その後、「デフレって何？」という問いに対し、「物価が毎年のように下がることです。日本は15年間もデフレでした。」との回答が付されている。マイナス金利政策の効果とは直接関連しないものの、恐らくこの点が市井の人々と最も感覚のズレが生じているところではないかと思われる。

過去の本欄や外部寄稿²でも論じたことがあるが、家計部門や企業部門にとってのデフレとは恐らく物価下落ではない。2013年以降、物価が騰勢を強める局面でこれを個人や企業が歓迎したのだろうか。むしろ逆だったはずだ。デフレの定義を物価下落、象徴

「デフレ」とはなんだったのか・・・

	経済主体	認識	現状
①	政府・日銀	CPIのマイナス化	概ね解決。
②	企業	円高	解決。やり過ぎ？
③	家計	慢性的な不況 (象徴的には実質賃金低迷)	未解決。悪化？
④	海外	株価	解決。

(資料)筆者作成

的には消費者物価指数(CPI)の低迷と考えるのはあくまで政府・日銀であり、企業部門を長らく苦しめてきたのは物価安というよりも円高、家計部門にとっては実質賃金の低迷だったというのが実態である。Q&Aにおいて、日銀は「みなさん忘れていたかもしれませんが、3年前まで物価はマイナスでした。今は、ガソリンのように世界中で下がっているものを除くと、物価は1%以上上がっています。」と政策効果を喧伝しているが、現実問題として景気ウォッチャー調査に表れる景況感は悪化

² 例えば、ハフィントンポスト日本版 2015年12月5日配信『あいまいだったデフレの定義』をご参照下さい。

しているものであり、物価の基調的な上昇は歓迎されていない。政府・与党において軽減税率の導入が検討され、首相自らが携帯電話料金の引き下げを指示したりする状況は、いみじくも「物価が上がっても誰も嬉しくはない」という事情を自覚している証左と思われる。

家計部門はCPIの先行きなど特に興味がなく、実質賃金の上昇にこそ興味があることを踏まえれば、異例の金融緩和を重ね通貨安によって物価上昇を煽る行為はむしろ逆効果となる。2014年10月のハロウィン緩和以降、当初は円安・株高を歓迎した家計部門もその副作用を薄々感じ始めており、それが景気ウォッチャーなどに見られる金融政策への不信感へと繋がっているのである。この点、マイナス金利に対する失望や悪評が逆に円高・株安に繋がり、交易条件の改善を通して実質賃金を押し上げる展開になっているのは何とも皮肉と言わざるを得ない。いずれにせよ元より金融政策への関心が非常に低い家計部門に向けてこのような情報発信を行ったところで大きな効果は見込めず、市場参加者に対して焦燥感を伝えるだけに終わってしまうのではないだろうか。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2Iに関するQ&A～悔れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分))を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer!になれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のスレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか?今後のユーロ相場は?
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」?～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか?
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い?～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候