

## マイナス金利の時間稼ぎ

上智大学 経済学部 教授 竹田 陽介

日本銀行は去る 1 月 29 日、マイナス金利付き量的・質的金融緩和に踏み切った。ジリ貧の東京株式市場、遅々として浸透しない円安の外需刺激効果を背景に、アベノミクスの化けの皮が剥がれる寸前での日銀の足掻きに見える。

金融機関が日銀に預ける当座預金の超過準備に対して付利されるプラスの 0.1%の金利水準は、金融機関の貸出など投資資金の機会費用の下限を形成してきた。しかし、今次のマイナス金利は、日銀当座預金 250 兆円強のうち 20 兆強の限界的な超過準備にのみ適用され、0.1%に代わる名目金利の下限を形成する意図はない。

なぜ、いまマイナス金利なのか。日銀の量的・質的金融緩和による国債購入が今後も進めば、日本政府の発行した国債残高の 100%が日銀によって保有される X デーが近年中に訪れる。X デーの到来という量的金融緩和の限界に直面する日銀は、マイナス金利によって、現金保有コストが規定する下限まで継続的にマイナス幅を拡げて行く自由を手にした。

本来は、欧州中央銀行のように、銀行の超過準備のストック全体にマイナス金利を適用すれば、銀行が超過準備を現金保有ではなく貸出などに転換するポートフォリオ・リバランス効果が期待される可能性はある。しかし、日銀のマイナス金利は、あくまでも量的・質的金融緩和の自由度を高めるしかない。

これまで、量的・質的金融緩和をはじめとする非伝統的金融政策は、実体経済が好転するまで金融システムの円滑化を促すことにより、「時間稼ぎ」に寄与すると考えられてきた。日銀の稼いだ時間のなかで、政府の旧第三の矢で謳った構造改革を伴う成長戦略が功を奏することが必要である。しかし、政府の成長戦略が先送りになるならば、再び時間稼ぎのための金融緩和が日銀に求められるというジレンマがある。

そもそも、日本経済における 90 年代以降のデフレの原因が何であるのか。デフレ脱却を目指してきた政府・日銀が何をなすべきかは、特定されるデフレの原因に依存する。筆者は、日本経済にデフレを起こしてきたメカニズム、その克服策は以下であると考えている。

マクロ経済学のテキストブックで説明される総需要・総供給曲線という言葉を知っている読者も多いだろう。横軸に生産量（実質 GDP など）、縦軸に物価（消費者物価指数など）をとると、右下がりの関係にある総需要（AD）曲線、右上がりの総供給（AS）曲線、両者の交点にマクロ経済の均衡が位置すると考える。また通常、金融財政政策の変更など AD 曲線をシフトさせる要因、生産性の変化など AS 曲線をシフトさせる要因は、お互い独立であると仮定している。

しかし、リスクをとることを避け、誰でもが受取ってくれ易い流動性の高い貨幣に対する需要が無限に大きい、いわゆる「流動性の罠」にある現在の日本経済において、先の AD 曲線は垂直になっており、金融政策の緩和は AD 曲線をシフトさせず、GDP は増加しない。

その場合、どのようにすれば、デフレを解消できるか。第一には、財政政策を拡張的に発動することである。名目金利の下限に制約されている流動性の罫の下では、拡張的な財政政策は金利の上昇を生まないため、政府支出が民間設備投資を代替してしまう「クラウディング・アウト」が生じない。よって、財政の拡張はAD曲線を右にシフトさせ、右上がりのAS曲線に沿って物価も上昇していくと考えられる。

ただし、現下の日本政府のように、莫大な財政赤字を政府が計上している場合、追加的な財政拡張が財政の持続可能性に対する懸念を高めてしまい、国債金利に代表される長期金利が上昇して、民間設備投資などを抑制してしまう副作用も考えられる。

第二の対策としては、AS曲線を左にシフトさせる要因、たとえば現在の企業の生産性を低下させるショックが生じるケースが考えられる。企業の生産活動において、余剰人員を多く抱え、無駄な設備投資でも行えるように税制を改革するなど、非効率な生産を可能にする施策を政府が施せば良い。

しかし、経済のグローバル化のなかで競争に勝ち残るべく、日本企業は生産性を高めなければならない。逆に非効率性を温存することは、企業のみならず日本経済にとっても死活問題である。2008年の米国発のリーマン・ショックにおいても、日本の地方に立地する精密機械や自動車部品など「ものづくり」を体現する企業が、生き残りを賭けて身を削る企業努力を惜しまなかったことは、グローバルな競争に身を置かざるを得ない日本企業の現状を如実に表わしている。

つまり、いずれの対策においても、短期的にデフレを克服する政策が、長期的には意図せざる副作用を生んでしまう。AD・AS分析から言える日本のデフレ克服の処方箋はないのか。標準的なAD・AS分析で前提とされるそれぞれの曲線のシフト要因が互いに独立であるという仮定を変えて、生産性低下の予想など将来の負のASショックが、現在の設備投資の抑制や予備的な貯蓄による消費の減退など現在の負のADショックを引き起こしていると考えてみてはどうだろう。

いま、人口減少、自然災害、地球環境問題、有力企業の海外移転、TPPによる産業構造の変化など、将来に対する不安材料に事欠かない。こうした事態が顕在化するとしても近い将来のことだが、この不安が現在の経済活動、とりわけAD曲線を左にシフトさせる要因となっていると考えるのは、自然であろう。まさにこれこそが、デフレの真因であると考えられる。

もしこの仮説が正しければ、政府の取り得る政策はひとつである。将来の不安を取り除くこと。人口減少に合わせた移民など労働力の確保、自然災害と両立可能なエネルギー源への移行、地球環境問題への積極的なコミットメント、法人税減税による有力企業の生産拠点の維持、TPPによる所得分配の変化に対するセーフティネットの策定、これら構造改革を進めていく成長戦略こそが求められているのだ。

マイナス金利は確かに、時間稼ぎのフリーハンドを日銀に与えた。しかし、真に必要な成長戦略は、将来世代のためにあるのではない。現在のデフレ克服のためにこそ不可欠である。先送りするべきでない。