

金融政策の伝達経路から読み解くマイナス金利論争

2016年5月11日

りそな銀行 アセットマネジメント部
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

マイナス金利が導入されてからある程度の期間が経過した。この間、賛否両論の様々な政策論争があり、金融政策の実効性向上に向け、論点が明確となりつつある。金融政策は主に5つの伝達経路を通じて実物経済に影響を与える。この5つの伝達経路の観点から、ポイントを簡潔にまとめる。

(1) 伝達経路1、金利経路（金利低下は総需要を刺激する）

賛成派は、金利が低下すると借り入れ意欲を刺激して設備や住宅への投資が増加すると主張する。反対派は、歴史上例のないマイナス金利は心理的ショックが大きく、日銀発表「5分で読めるマイナス金利」の解説では不十分で、将来に対する萎縮から投資意欲の減退、貯蓄意欲の増強が起こると主張する。

金融政策の実効性向上のためには、マイナス金利がプラス領域での金利低下と全く同じ金融緩和の一環であることを丁寧に説明して広く国民の理解を得て漠たる不安を解消する、に尽きるだろう。

(2) 伝達経路2、資産価格経路（リスク資産の価格上昇など金融市場でプライシングが変わる）

賛成派は金融市場でのプライシングの変化が資産効果をもたらし実物経済に波及すると主張するが、反対派は金融市場と実物経済で乖離が生じ金融市場でバブルが派生するリスクがあると主張する。

ここは分けて考えるべきだろう。金融政策は総需要や総供給などマクロ経済に関わるもので、土地や株式などミクロ経済市場に関するバブル防止は規制強化を眼目とすべき、ということだろう。

(3) 伝達経路3、信用経路（金利低下は貸出増加を誘発する）

賛成派はマイナス金利導入で金利が全般的に低下したこと受け金融緩和の効果があると主張するが、反対派は利鞘の縮小でリスクに見合う利鞘を確保できなくなった金融機関は貸出態度を消極化させるので金融引き締め効果を持つと主張する。

金融政策の実効性向上のためには、総需要拡大と貸出態度消極化のバランスを取ることが大事だろう。

(4) 伝達経路4、為替経路（金融緩和は通貨安を通じて総需要を刺激する）

賛成派はマイナス金利導入で金利が低下したので通貨安要因であると主張するが、反対派は利鞘の縮小で金融機関は貸出態度を消極化させるので金融引き締め効果を持つため通貨高要因だと主張する。

金融政策の実効性向上のためには、(3)と同様でバランスの問題と考えて良いだろう。

(5) 伝達経路5、期待経路（レジームチェンジによりリフレ政策に対する期待は自己実現する）

マイナス金利に対する賛否は、リフレ政策に対する賛否、更には白川前日銀総裁と黒田日銀総裁の政策に関する論争にまで遡るため、賛成派と反対派で認識のギャップが大きい。賛成派は、当初想定した2年より長い時間はかかったが、期待はいずれ自己実現すると見る。反対派なりフレ政策の導入から既に3年が経ちもはや期待経路は否定されたと見る。期待経路は黒田総裁就任以降の日銀の金融政策では最も重視された伝達経路だ。説明責任を果たすことが金融政策の実効性向上に資すると見られる。以上

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。