

市川レポート (No.504)

別の角度から見た日銀マイナス金利政策

- 量的・質的金融緩和では、マネタリーベースは急増したが銀行貸出はそれほど大幅に伸びなかった。
- その理由は超過準備への付利が一因とみられ、これを改善するために、マイナス金利が導入された。
- 出口戦略でマイナス金利をゼロ%以上に引き上げる場合、国債買入れを終えておく必要がある。

量的・質的金融緩和では、マネタリーベースは急増したが銀行貸出はそれほど大幅に伸びなかった

日銀は2016年1月、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入を決定しました。導入の目的は、量・質・金利の3つの次元で強力な金融緩和を推進し、2%の物価安定の目標をできるだけ早期に実現するというものでした。しかしながら、このマイナス金利政策を別の角度から見ると、当時マイナス金利を導入せざるを得なかったある理由が浮かび上がります。そこで以下、「超過準備」に焦点をあて、その理由について考えてみます。

日銀は、マイナス金利付き量的・質的金融緩和を導入するまで、量的・質的金融緩和を実施していました。これは、マネタリーベースを操作目標とし、大規模な長期国債の買入れとリスク性資産（ETFやJ-REITなど）の買入れを行う政策です。量的・質的金融緩和の導入が決まった2013年4月以降、確かにマネタリーベースは急増しましたが、銀行貸出はそれほど大幅には伸びませんでした。

【図表1：日銀当座預金の付利金利】

| 階層 | 対象 | 付利金利 |
|----------|--------------------|-------|
| ①基礎残高 | 基準平残 – 法定準備 | +0.1% |
| ②マクロ加算残高 | 法定準備 | 0.0% |
| | 貸出支援基金等の平均残高等 | |
| | MRFに関する特則の適用対象預金残高 | |
| | マクロ加算額（基準平残×基準比率） | |
| ③政策金利残高 | 当座預金残高のうち①と②を上回る金額 | -0.1% |

(注) 基準平残は2015年1月から12月の積み期間（2015年1月16日から2016年1月15日）における日銀当座預金平残。
 (出所) 日銀の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：都市銀行の日銀当座預金残高】

| | | 合計 | プラス金利 適用残高 | ゼロ金利 適用残高 | マイナス金利 適用残高 | |
|-------|-------|-----------|---------------|--------------|----------------|---|
| 2017年 | 4月 | 1,299,806 | 809,687 | 490,119 | 0 | |
| | 5月 | 1,301,207 | 809,376 | 491,831 | 0 | |
| | 6月 | 1,315,079 | 809,648 | 505,431 | 0 | |
| | 7月 | 1,311,988 | 809,591 | 502,398 | 0 | |
| | 8月 | 1,312,103 | 809,711 | 502,391 | 0 | |
| | 9月 | 1,325,290 | 809,537 | 515,754 | 0 | |
| | 10月 | 1,324,927 | 809,196 | 515,731 | 0 | |
| | 11月 | 1,324,904 | 808,829 | 516,074 | 0 | |
| | 12月 | 1,338,008 | 808,804 | 529,204 | 0 | |
| | 2018年 | 1月 | 1,337,624 | 808,593 | 529,031 | 0 |
| | | 2月 | 1,297,520 | 808,880 | 488,640 | 0 |
| | | 3月 | 1,313,190 | 808,590 | 504,600 | 0 |

(注) 金額の単位は億円。四捨五入の関係で合計が一致しない場合があります。
 (出所) 日銀の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

その理由は超過準備への付利が一因とみられ、これを改善するために、マイナス金利が導入された

その理由は5月11日付レポート「マネタリーベースとマネーストックの関係を再考する」でお話した通りです。銀行が、日銀から長期国債買い入れにより供給された資金を、日銀当座預金に預ければマネタリーベースが増加し、融資に回せばマネーストックが増加します。日銀当座預金は法定準備を超える分、すなわち超過準備に+0.1%付利されるため、銀行は日銀から供給された資金を日銀当座預金に預け続けました。

この結果、日銀が銀行に供給した資金は、融資に回る割合よりも、日銀当座預金に超過準備として積み上がる割合の方が多くなってしまいました。つまり、「超過準備に付利したまま、量的・質的金融緩和を行うと、マネーストックはマネタリーベースの増加ほど伸びなくなる」こととなります。これを改善するために導入されたのが、マイナス金利付き量的・質的金融緩和だと思われます。

出口戦略でマイナス金利をゼロ%以上に引き上げる場合、国債買い入れを終えておく必要がある

マイナス金利付き量的・質的金融緩和における日銀当座預金の付利金利は図表1の通りです。ごく簡単に言うと、法定準備は従来通りゼロ%、超過準備は2015年程度までは+0.1%、それを超える分は-0.1%という内容です。ただ、長期国債の買い入れなどは継続されるため、-0.1%の対象額は膨れ上がります。そこで日銀は、貸出支援基金等の平残やマクロ加算額などは0%の付利とし、マイナス金利の影響が大きくなり過ぎないように配慮しました。

都市銀行の日銀当座預金残高の推移をみると、昨年度のマイナス金利適用残高はゼロとなっており、効率的に資金管理が行われている様子がうかがえます（図表2）。なお、出口戦略について、市場ではマイナス金利の引き上げを議論する向きも見られます。ただ、マイナス金利をゼロ%以上の水準に引き上げる場合は、国債の買い入れを終了させておく必要があります。そうしなければ、再び超過準備が増加してしまう恐れがあるからです。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員