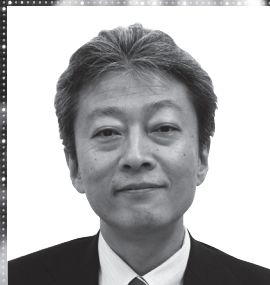


経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

日銀は1月末の政策決定会合でマイナス金利の導入を決定した。政策決定会合というのは面白い機関で、ひらたく言えば総裁を含む政策委員が「ガチ」で投票して意思決定する。総裁の独断は認められない。今回のマイナス金利は五対四のさわどい意思決定で導入された。総裁以外は賛

連載
第13回

ふたつのマイナス金利の意味と行方

否同数ということである。

マイナス金利について少し解説すると、マイナスになるのは、銀行が日銀（という銀行）に設けている当座預金口座の金利である。銀行はある程度の金額をこの口座に置かなくてはならない。法定準備額という。現在はこの額をはるかに超えて預金が積まれている。この預金には、通常は金利

がつく。マイナスということは、残高に応じて手数料を取られるということである。つまり、預けておくとお金が減る。マイナス金利の対象は残高全額ではなく、その一部である。つまり、各銀行の当座預金が「多すぎる」部分についてマイナス金利が適用される。

○目的は融資拡大だが

日銀はなぜマイナス金利にしたかというと、銀行が融資せずに日銀にお金を預けているからである。これまでの量的緩和、つまり日銀による国債の買い入れで、銀行は「カネ余り」になっている。日銀としては、このカネが銀行から企業への

○銀行と国民の「我慢比べ」

銀行の立場で考えると、日銀に預けてマイナス金利を取られるか、融資を増やすかなのだが、融資すると銀行のリスク量が増える。貸倒引当金も積みなければならぬ。これは決算では費用なので、長い目で見れば金利収入があるものの、当面の利益は減ることになる。結論としては、預金者に預金をさせず、投資信託を買ってもらって手数料を得ることができれば一番よいのだが、2月号で説明したとおり日本の個人金融資産は有価証券が「嫌い」なので投資信託の販売が伸びない。目下の状況は、個人に投資信託を買ってほしい銀行と、買いたくない個人との「我慢比べ」みたいなことになっている。そして今のところ、個人が優勢である。つまり、銀行の預金残高は減らない。

証券各社はMMFの新規募集を停止した。国債の利率が低下したので運用が難しくなったことによる。安全な有価証券としては国債のほか社債もあるのだが、表のとおり、リーマン・ショック以降、日本の企業の社債による資金調達はいままでの半分になっている。ついでに言えば、株式による資金調達は、自社株買いによって32・5兆円も減っている。これによって株高が演出されてきたと言っている。換言すれば、ここまでの日本の株高は企業収益の成長だけでなく、株数の減少によってもたらされている。旺盛な資金需要があつて株式市場が活性化していたのではない。社債もわずかではあるが減少している。貸付（融資）もほぼゼロ成長である。残高を伸ばしてきた

のは、国債だけなのだ。国債以外の金融商品にお金が集まる構造には、なっていないということなのである。

表 日本企業の資金調達状況

	(年度、千億円)					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
合計	443	442	550	614	753	825
外部調達	-65	-179	-64	2	-18	-33
増資	-36	-78	-67	-38	-36	-70
社債	15	6	-28	-19	3	4
借入	-44	-108	31	60	15	33
内部調達	508	622	615	612	771	869
内部留保	103	231	239	258	417	492
減価償却	405	390	376	353	354	376

資料：法人企業統計

○解決策は地価上昇

では、どうすればよいのか。政策提言めいたことを書くなら、地価が上がればよい。日本の地価は、バブル崩壊以降、「下がりはばなし」の状態にある。株価は回復しても、地価にはその兆しがない。なぜ地価が下がったのかというと、歴史的には、バブル期の地価高騰を鎮めるために、不動産融資の総量規制が行われたことが契機であった。その後、金融庁は検査、日銀は考査（名称は異なるが内容は似たようなものである）によって、銀行の不動産融資を厳しく監視してきた。土地にお金が回りにくい状況が続いてきたということである。

融資に回っていくことを期待したのだが、銀行は融資せずに日銀に預けた。これでは効果がないので、当座預金にマイナス金利をつけて「預けにくくした」ということである。それなら日銀に預けずに銀行は自分でカネを持っていればよいのではないかと考えなくなる。しかし、日銀は銀行の手持ち現金の残高を知る立場にあるので、この残高が多くなると、日銀に預けたのと同様にお金を徴収する。融資したくなければ安全な資産である国債を買えばよいのだが、その国債は日銀が「買い占め」ていて品薄である。逃げ道はないのだということだ。

○マイナス金利国債の買い手は誰か

マイナス金利で何が起きたのかというと、国債はますます品薄になって長期金利が低下し、こちらもついにマイナス金利になった。現在、世界の投資（投機）資金はリスクを嫌って株式市場から逃れている。行先は安全資産である国債、それもとくに安全な日本国債ということになる。日銀の目論見としては、日銀当座預金金利をマイナスにすると円安になって、円安は外国人投資家による株高をもたらすはずだったが、世界のお金は株式を嫌って日本の国債に向かった。だから株安・円高になった。

ついでに言うと、マイナス金利で国債を買うと損失を被りそうだが、今のところ国債は日銀にいざれ買われる運命（？）にある。つまり、マイナス金利でもちゃんと買い手がいるという、少し歪んだ構造になっている。日銀以外には、確実に損をする人がいないという面白い状況なのである。

ここで統計を見ると面白い事実が気づく。第一は、銀行の不動産向け貸出は現在、バブル絶頂期と同程度の水準になっている。これだけを見ると、土地に対する貸し渋りもないし、監督当局の締め付けもないように思われる。しかし実際には、貸出は都心の大規模再開発が中心のようだが、したがって、大都市中心部の地価はピンポイントで上がるが、他に地価上昇が広がっていない。また別の統計を見ると、不動産投資はすでにピークアウトしている。土地ブームは、見られない。また企業にとって、保有している土地は、融資を受ける際の担保になる。その価格が上がらない、見込みとしては下がるかもしれないということとは、借りられるお金が少なくなことを意味している。いくら銀行が融資したくても、借りる側の担保が不足していれば貸しようがない。換言すれば、地価が上がれば、銀行の融資は日銀の意図どおり増える可能性が高い。そして多くの企業の保有地は都心部には「ない」ので、地価上昇が全国、とまではいかなくても、もう少し広がっていくことが重要なのである。

今回のマイナス金利導入で、日銀は言わば「もうほかに方法がない」ことを宣言したとみなされている。確かに、マクロの金融政策としては、打つ手はないのかもしれないが、まだ土地政策が残っている。そして、日銀は銀行に対して考査をしているので、ある意味において土地政策の当事者である。「異次元」とまでは言わないが、何らかの政策導入・政策変更をしていくべきではないか。