

Contents *****

特集：マイナス金利下の日本経済	1p
<今週の The Economist 誌から>	
”Nope to NIRP” 「マイナス金利にノー！」	7p
<From the Editor> スーパーチューズデー	8p

特集：マイナス金利下の日本経済

正直なところ、「これだけ難しい問題は久しぶりだ！」と思いました。1月29日に日銀が発表し、2月16日から実施されたマイナス金利をどう評価するか。もともと金融政策の話は難しい上に、相手は前代未聞の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」。しかも米欧金融当局との駆け引きとか、円高・株安とか、高齢者の心理とか、沈滞気味の世界経済とか、いろんな要素が複雑に絡んでいる。

少なくとも、マイナス金利は歓迎されているようには見えません。理屈としては正しくても、今の日本経済にとって正しい処方箋ではないのではないかと。少なくとも、大きな効果を期待することはできないというのが実感です。

● 「マイナス金利」は長期戦になる？

いよいよ2月16日から「マイナス金利」が始まった。「2016年の2月16日」というと妙に覚えやすい日付なのだが、この日は長く記憶されることになるかもしれない。

なんとすればこの制度は、一度導入したら容易に解除できない。金利を再びゼロ以上に戻すには、まず「物価目標2%」を達成しなければならない。1月29日の展望レポート（経済・物価情勢の展望）では、達成期限は2016年度後半頃から17年度前半頃に先送りされている。かなり疑わしいが、仮に17年度後半あたりに目標が達成されたとしよう。

それから先は出口戦略ということになるが、その場合、先に手掛けられるのは「量的緩和政策」の方であろう。日銀が大量に購入した日本国債を、市場に影響を与えないような形で少しずつ減らしていくことになる。相当に神経を使う作業になるだろう。なにしろこの間に、長期金利の高騰を招いては元も子もない。

マイナスになった金利をゼロ、さらにはプラスゾーンに戻す作業は、その量的緩和政策の解除に目途がついてからということになる。果たして 2020 年の東京五輪とどっちが先になるか、くらいのイメージになりそうである。

以前からマイナス金利の導入を示唆していた論者に、岩田一政氏（日本経済研究センター理事長）がいる。昨年 11 月 18 日の日経「経済教室」において、「現在の量的・質的緩和は 2017 年半ばにも限界に達する」から、「日銀はマイナス金利の採用を検討すべきである」と主張していた。確かに理屈から言えば、国債買い入れには限界があるけれども、金利の引き下げには限界がない。

その岩田氏は、マイナス金利導入後のインタビュー（日経、2 月 7 日付）で「私は量的・質的緩和が始まったときから 2%の実現には 5 年程度かかる と言ってきたので、おおむね見通し通り」と述べている。要するに「2 年で 2%」ではとても片が付きそうにないので、デフレとの持久戦を覚悟してマイナス金利の導入を、ということになる。

もっともこれに対し、世間の評判はあまり芳しくない。今回のマイナス金利導入に対する批判としては、以下のような論点がある。

1. 銀行の仲介機能が低下する～銀行の収益が悪化すると、かえってお金が行き渡らなくなってしまふ（マイナス金利による減収は限定的との指摘もあるが、利ザヤは確実に細るし、既に銀行株は売り込まれている）
2. 効果が限定的である～現金の金利はゼロであるから、それ以外の金利を大きなマイナスにすることは不可能である（現金の金利をマイナス化する、という「禁じ手」もないではないのだが、現金選好が強い日本社会では非現実的だろう）
3. 現場の準備不足～サプライズ効果を狙ったために、1 月 29 日発表→2 月 16 日実施という短期決戦となったが、「日銀自身のシステムも実はマイナス金利に対応できていない」¹（ちなみに ECB がマイナス金利を導入した際は、1 年前から予告していた）
4. かえってデフレ心理を強めてしまう～いずれは普通預金もマイナスになる、と考えた預金者が警戒心を強めている（経済・金融の理論と心理学は別物ではないか？）

私見を述べるならば、「マイナス金利」は欧州に先行事例があるとはいえ、ほとんどが未体験ゾーンの世界である。副作用が目立ち始めたら、早期に幕引きする可能性を排除すべきではないだろう。

これから先の金融政策においては、製造業における「PDCA サイクル」のようなプロセスが重要ではないだろうか。極端な例を挙げれば、年初の上海株式市場は「サーキットブレーカー制度」をわずか 1 週間で撤廃した。褒められた話ではないが、メンツを重視して続けていれば傷口はさらに広がっていたはずである。

¹ 「市場関係者に聞くマイナス金利 浮かび上がる二つの懐疑的視点」（加藤出／週刊ダイヤモンド 2 月 20 日号）

●日米欧の金融緩和競争か？

そもそも1月29日の決断はなぜ行われたのか。

今年から日銀の金融政策決定会合が、従来の年14回から「グローバルスタンダード」である年8回開催に変更された²。その結果、日米欧の金融政策会合が近い日程で開かれるようになり、「金融政策決定ウィーク」のようなリズムができあがった。

	FRB	BOJ	ECB
1月	1/26-27	1/28-29	1/21
2月			
3月	3/15-16	3/14-15	3/10
4月	4/26-27	4/27-28	4/21
5月			
6月	6/14-15	6/15-16	6/2
7月	7/26-27	7/28-29	7/21
8月			
9月	9/20-21	9/20-21	9/8
10月		10/31-11/1	10/20
11月	11/1-2		
12月	12/13-14	12/19-20	12/8

* 太字は記者会見あり

* 太字は展望レポートあり

1月のラウンドは、ECBが「追加緩和を示唆し」（1/21）、FRBが「利上げせず」（1/27）の直後に行われた。日銀が何もしなければ、円高進行は必至であっただろう。そこで繰り出されたのが「マイナス金利」というサプライズであったのだが、ここまで来ると金融政策ではなくて為替政策、もっといえば単なる円安誘導策ということになる。

しかし、日米欧の当局が自国通貨を安くしようと競い合っても、全体としての緩和効果はゼロサムになってしまう。なにしろ「金融政策決定ウィーク」は、すぐに次の回がやってくる。来月のそれはECB→BOJ→FRBの順で訪れる。こんなことを繰り返していると、中国をも巻き込んだ通貨安競争に発展してしまうのではないだろうか。

おそらく半年もたてば、市場はこのサイクルに慣れてしまうだろう。が、それまでは「隣は何をする人ぞ」が気になって仕方がない。為替市場も不安定になるということだ。

「円高を止めるために、いっそ為替介入を」との声も一部にある。が、1ドル110円前後での為替介入は非現実的だろう。現在の米大統領選挙では、反自由貿易の嵐が吹き荒れている。「日本が為替介入を実施」というニュースが伝われば、激しく非難されるだろう。場合によっては、TPP批准をつぶす格好の理由として使われてしまうかもしれない。

² 『デフレ最終戦争』（清水功哉／日本経済新聞出版社）P177

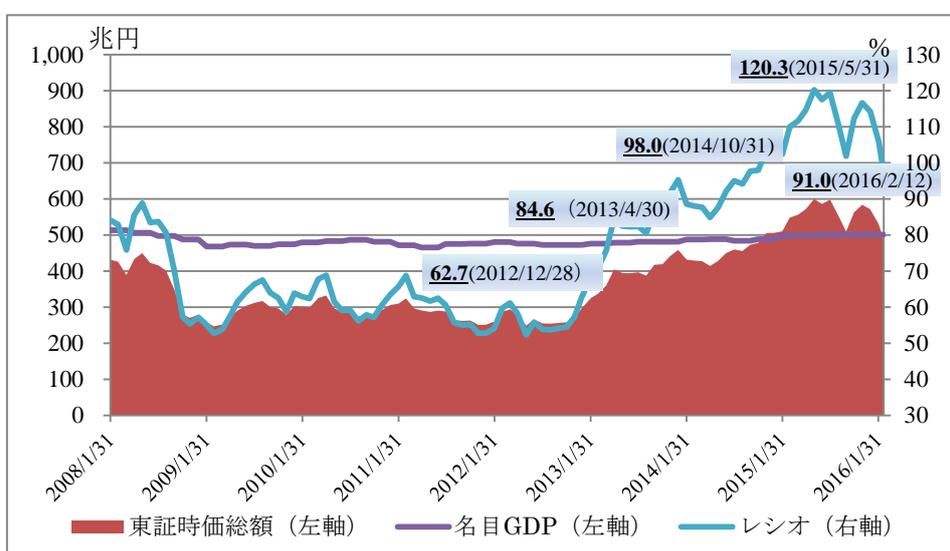
●円高・株安は危険な水準か？

もともと本誌では、「2016 年は貿易収支の改善で円高」と予想していた³。そのせいもあって、今の 1 ドル 110 円台がそんなに危険な水準とは考えていない。

確かに直近の日銀短観 12 月調査を見れば、大企業・製造業の想定為替レートは 119.40 円となっている。為替差損の発生により、3 月期決算を修正するところも出てくるだろう。それでも 2012 年頃のことを思えば、110 円前後を「円高」と呼ぶことには抵抗がある。

株安についても同様の印象がある。これまた本誌のいつもの手法で、東証時価総額と名目 GDP を比較してみると以下のようになる⁴。

○東証時価総額／名目 GDP の推移



1. 安倍内閣発足時点ではまだ 60% 台だった (2012 年 12 月)。
2. 黒田・日銀が異次元緩和を開始すると 80% 台に (2013 年 4 月)。
3. 追加緩和の翌月から 100% を超える (2014 年 10 月)。
4. 日経平均が 15 年ぶりに 2 万円を超え、120% の危険ゾーンに (2015 年 5 月)。
5. 世界同時株安によって 16 か月ぶりの 100% 割れ。現在は 90% 台で推移 (2016 年 2 月)。

この見方から行くと、追加緩和以降の株価がむしろ高過ぎたということになる。むしろ名目 GDP を 600 兆円程度に増やしながらか、時価総額もそれにつれて増えていくという形を目指すことが望ましいのではないだろうか。

³ 本誌 2016 年 1 月 14 日号「地政学的リスクと日本経済」

⁴ 本誌 2014 年 12 月 12 日号「総選挙後の日本経済を読む」など。この手法はウォーレン・バフェット氏のご愛用で、「バフェット指数」とも呼ばれている。

●高齢者はマイナス金利に怯えている？

ということで、筆者はマイナス金利の導入は「悪手」だったのではないかと感じている。特に、「かえってデフレ心理を強めてしまった」罪は重いのではないだろうか。

ほんの少し前まで、「景気を良くするためには金利を上げればいい。そうすれば高齢者が安心してカネを使うようになる」という珍説を唱える人が居たものだ。最近はずがに聞かなくなったが、そもそも中央銀行が動かせるのは短期金利だけである。長期金利は市場メカニズムで決まる。そして今は、「おカネを貸したい人」（高齢者）が増えて、「おカネを借りたい人」（若者）が相対的に減る時代である。需給関係からいって、おカネの値打ちが下がる（金利が低下する）のは当然というものであろう。

さすがに最近、金利が低過ぎるという不満を聞かなくなった。ところがその金利がとうとうマイナスになるらしい、ということで高齢者が震え上がってしまった。そもそもマイナス金利は中央銀行と金融機関の間だけの話であって、普通預金の金利がマイナスになることはさすがにあり得ない。その場合、壮大な規模の「預金引き出し」→「タンス預金」が発生するだろう。これでは金融システムの不安定化につながってしまい、デフレ脱却どころの騒ぎではない。

とはいえ、「家庭用の金庫がよく売れている」などという話を聞くと、預金者は本当に身構えているようである。特に終戦直後の「新円切り替え」を覚えている世代は、当時をしみじみと思い出しているのではないだろうか⁵。さらに金（ゴールド）も売れている。金は利回りがないディフェンシブな金融商品であるが、マイナス金利の時代においては「利回りゼロ」はプラスを意味するという理屈が成立するのである。

ということで、実質金利を下げるために、日銀が合理的に考えて導入したマイナス金利によって、世の中はますますデフレ心理を強めてしまった。本来であれば、一層の緩和によってリスクマネーが市場に供給され、経済活動が活発化することを狙っていたはずである。ところが、すべての人が合理的に行動するとは限らない。マネーの世界においては、ときとして経済学よりも心理学の方が重要なことがある。

さらに気がかりなのは、マイナス金利に不安を感じている人が、本来取るべきではないリスクを取ってしまうことである。マイナス金利をネタにした詐欺は当然増えるだろうし、「年金だけでは老後が心配」とアパート経営に乗り出す人も増えるのではないだろうか。かといって、毎年生まれてくる子供の数が100万人を割りかけているこの国で、賃貸経営が成立する地域はごくわずかであろう。

同様な状況は、中小の金融機関においても成立する。利ザヤが細る中で、追い込まれて仕方なしにやるような冒険は、おそらくはいい結果を生まないと思うのである。

⁵ 筆者などは、よく昭和ひとケタ世代の親からその話を聞かされたものである。

●世界経済をどうやって浮揚させるか？

日銀が非常手段に訴えた直接の理由は、予想外の石油価格の下落であった。それではなぜ石油価格が下落を続けているかといえば、最大の理由は中国をはじめとする新興国経済の需要が落ち込んでいるからであろう。

あらためて考えてみれば、これまでの世界経済は、1990年代にはハイテクバブルがあり、それが崩壊した後は米国の住宅バブルがあり、それもリーマンショックで崩壊すると、今度は中国の財政出動などによる新興国バブルで乗り越えてきた。ところが投資主導の成長には限界があり、頼みの綱の中国経済もガソリン切れになりつつある。

今週の The Economist 誌は、カバーストーリー”Out of ammo?” (弾切れか?) において、「世界経済はとうとう打つ手がなくなったのか」との問題提起を行っている⁶。中央銀行がゼロ金利政策からマイナス金利にまで踏み込んでも、景気は依然として弱く、物価は低いままである。それではどうしたらいいのか。

The Economist 誌の結論は「財政政策」である。とはいえ、先進国はどこも財政状況が悪化している上に、国内に効果的な投資先があるとは考えにくい。特に日本の場合は悩ましいところである。

ひとつ考えられるのは、G7 伊勢志摩サミットで安倍首相が国際協調的な財政出動を呼びかけることであろう。その上で、日本は来年4月の消費増税を先送りすることを宣言する。財政再建は遠のいてしまうが、景気腰折れを避ける方が優先順位は高いはずである⁷。

もうひとつのアイデアは、G7 が共同で「質の高いインフラ投資」を提唱することである。特に需要の高いアジアにおけるインフラ投資に向けて、ADB と AIIB の協調作業を目指すというものだ。一石何鳥にもなると思うのだが、どんなものだろう。

○今後の内外政治日程

- 3月 スーパーチューズデー (3/1)、クルーシャルチューズデー (3/15)
北海道新幹線が新函館北斗駅まで開通 (3/26)
核セキュリティサミット (ワシントン DC、3/31-4/1)
- 4月 北海道第5区／京都第3区の衆議院補欠選挙 (4/24)
- 5月 安倍首相が欧州、ロシアを歴訪 (大型連休)
北朝鮮労働党が36年ぶりの党大会 (?)
台湾新総統の就任式 (5/20)
G7 伊勢志摩サミット (5/26-27)
- 6月 通常国会閉会 (6/1)
英国が EU 離脱を問う国民投票を実施 (6/23)
- 7月 **参議院選挙 (ダブル選挙説も?)**

⁶ 本来ならば本誌が要約を載せるべきところなるも、下記ブログの方が早かったのをご参照。
<http://blog.livedoor.jp/kaoriiida/archives/55111610.html>

⁷ そこで衆院を解散してダブル選挙に打って出るかどうか、は余計な詮索というものである。

<今週の The Economist 誌から>

”Nope to NIRP”

「マイナス金利にノー」

Finance and economics

February 20th 2016

* 「マイナス金利」のことを英語で”Negative Rate”と呼びます。従って「マイナス金利政策」は”NIRP=Negative Interest Rate Policy”となります。覚えておきましょう。

<抄訳>

かつては債券トレーダーが日銀の批判者だった。しかしマイナス金利政策は銀行を敵に廻し、ミセスワタナベたちをも恐怖に陥れた。新政策の支持者はほとんど見当たらない。

1/29の日銀発表から2日間は、市場は狙い通り円安株高に反応した。が、ECBがマイナス金利の延長を示唆すると、投資家は安全を求めて円に殺到。同時に株安を招いた。

マイナス金利の発表以降、株式市場は9.6%も下げ、円は対ドルで5.9%上げている。第4四半期GDPが年率1.4%のマイナス成長、というニュースも株価下落を加速した。

日銀にとって最大の誤算は、銀行株が24%も下げたことである。銀行利益への直接的影響は限定的であり、マイナス金利の適用は253兆円の当座預金のうち23兆円のみである。さらに24兆円がゼロ金利で、残りはなおも0.1%の金利がつく。ただし日銀は、銀行のビジネスモデルに与える間接的影響を予測していなかったのではないかと、との指摘がある。

長期金利（10年物国債の利回り）は短期金利に続いて一時マイナスとなり、銀行の利益は急速に縮小することとなる。預金金利は薄く、顧客から手数料を取ることも考えにくい。

S&P社は大手5行の利益は来年8%下落し、貸出し比率の高い地銀は15%減と予測する。100以上ある中小信金の利益危機は、再編を目指す規制当局の狙うところかもしれない。

もしも日銀がインフレ目標2%達成のためにマイナスを深めようとするれば、大手銀行が受ける衝撃は甚大となる。黒田総裁としてはECB並みの▲0.5%を目指したいところ。年間80兆円の国債買取りは限界であり、マイナス金利は日銀の新たな緩和手段となり得る。日銀は既に日本国債の1/3を保有しており、この上、年間100兆円は行き過ぎだろう。

大手銀行は抵抗するだろう。日銀の狙い通りに貸し出しが増えれば、景気を刺激することができる。既に住宅ローンは低下し、住宅価格上昇への期待を煽っている。それでも金融緩和を支えてきた銀行たちは、さらなるマイナス金利反対をロビイングするだろう。

他方、多くの預金者たちは中央銀行の動きを不安定な時代の前触れと見なしている。高齢者は第2次大戦後の預金封鎖を思い起こしている、と東短リサーチの加藤出は言う。万が一、銀行がマイナス金利を導入した時に備え、家庭用の金庫が売れている。福岡県の遠賀信金などは、金利を上乗せする「あんしん定期」を出して日銀に逆らっている。

さらに利下げを行う際には市場のムードを診断する、と日銀は言う。しかし金融緩和が限界に達したのなら、財政政策が必要かもしれない。安倍首相の側近たちは消費増税の先送りを強く支持している。財務省は必死で抵抗しようが、誰もが歓迎するところだろう。

<From the Editor> スーパーチューズデー

今週、2月23日に行われた共和党のネバダ州党員集会は衝撃的でした。圧勝したドナルド・トランプ氏は勝利宣言で、「**(得票が) 46%！ヒスパニックで1位！ I'm really happy about that!**」と絶叫していたくらいです。

本誌としては、「トランプはなかなか4割を超えられないだろう」と見ておりましたので、この結果は意外でした。それ以上に、「メキシコとの国境に壁を作る」と言っている候補者を、ネバダ州のヒスパニック有権者が1位で支持したことには驚くしかありません。確かに州都ラスベガスには、トランプ氏のカジノがありますけどねえ。

2016年の予備選プロセスは、めずらしいことにこのネバダ州が勝負どころとなりました。先に行われた民主党党員集会はクリントン候補が僅差で制しましたが、ここを過ぎてしまうと後はサンダース候補には勝ち目の薄い南部の州ばかり。両者の勝負はほぼ決したように思われます。明日、2月27日のサウスカロライナ州予備選挙はクリントン候補が圧勝して、その先は一方的な展開になるのではないのでしょうか。

逆に共和党はこれからが本番です。ネバダ州で弾みをつけたトランプ候補は、いよいよ来週3月1日の**Super Tuesday**に臨みます。ここでも4割以上の大差で勝つようだと、7月の党大会での指名に向けて大きく前進します。以前はその可能性は一笑に付されていたものですが、果たして「共和党の悪夢」は「正夢」になるのでしょうか。

本誌が応援するマルコ・ルビオ候補は、ネバダ州で2位につけて「トランプ旋風を止められる唯一の可能性」であることを示しました。テッド・クルーズ候補は、出口調査を見ると宗教的右派票でトランプに負けていて、やや苦しくなった感があります。

予備選プロセスも3月に入ると、もう支持率は関係ありません。選挙人の「数」がモノを言います。トランプ候補が、これまでの1位3回、2位1回で確保した選挙人は82人に過ぎません。来週**Super Tuesday**には11州が一斉に開票し、この日の選挙人合計は624人に達します。そして目指す選挙人の総数は、全体の過半数に当たる1237人です。

来週火曜日の焦点は、いちばん大きなテキサス州(155人)でしょう。**Real Clear Politics**の世論調査を見ると、2/19-24平均の同州における支持率は **Cruz 34.0%、Trump 26.8%、Rubio 18.2%**となっている⁸。クルーズは地元で勝って選挙人の数を一気に増やしたい。ここでトランプに負けるようだと、いよいよ勝ち目がなくなってしまう。それから、この州には「20%足切りルール」があるので、ルビオは何がなんでも2割の壁を越えなければならない。同日に開票するジョージア州(選挙人数76人)も同様です。

Super Tuesday以降も全米各地で選挙戦が続きます。**Winner-Take-All**の選挙が増えていきますから、どんどん勝者と敗者の差が開きやすくなる。今後の日程は下記の通りです。

⁸ http://www.realclearpolitics.com/epolls/2016/president/tx/texas_republican_presidential_primary-3622.html

*3月1日：アラバマ州 (50)、アラスカ州 (28)、アーカンソー州 (40)、ジョージア州 (76)、マサチューセッツ州 (42)、ミネソタ州 (38)、オクラホマ州 (43)、テネシー州 (58)、テキサス州 (155)、バーモント州 (16)、バージニア州 (49)、ワイオミング州 (29)

*3月5日：カンザス州 (40)、ケンタッキー州 (46)、ルイジアナ州 (46)、メイン州 (23)

*3月8日：ハワイ州 (19)、アイダホ州 (32)、ミシガン州 (59)、ミシシッピ州 (40)

*3月12日：ワシントン DC (19)、グアム (9)

*3月15日：フロリダ州 (99)、イリノイ州 (69)、ミズーリ州 (52)、ノースカロライナ州 (72)、オハイオ州 (72)

さて、ここからルビオが大逆転を果たすための条件を考えてみました。

- ① Super Tuesday には、最低でもどこかの州で 1 位になること（彼はまだ 1 回もトップを取っていない）。
- ② テキサス州とジョージア州で 2 割以上確保し、選挙人を獲得すること
- ③ その後の 2 週間も勝利を重ね、ジェブ・ブッシュなど他の穏健派候補の Endorsements を受けること。
- ④ クルーズ支持の保守票を取り込み、「ストップ・ザ・トランプ」勢力を結集すること。
- ⑤ 3月15日には、地元フロリダ州を Winner-take-all で 99 人をゲットすること。そしてオハイオ州、ノースカロライナ州などでも選挙人数を積み上げること。

上記の 5 段階をすべて達成すると、「打倒トランプ」が現実味を帯びてきます。この確率の低さは JRA の「WIN5」並みで、思わず頭がクラクラしてしまいますけれども、ここは是非、この小さな可能性に賭けてみたいところです。

その心は、最後は「ヒラリー対ルビオ」の決戦が見たいから。「ヒラリー対トランプ」の NY 決戦（マイケル・ブルームバーグ氏も飛び入りするか？）も面白そうですが、やはり米大統領選としてはこちらが本筋ではないかと思えます。

それに本誌のこういう予測は、今までも割とよく当たっておりますので。

* 次号は変則的になりますが、2016 年 3 月 14 日（月）にお送りします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com