

チーフ・アナリスト
大槻 奈那

マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

“目詰まり”を起こす緩和マネーと今後の見通し

2月16日のマイナス金利導入から半年が経過した。9月の金融政策の「総括的検証」では「大胆な」政策を取るだろうとする報道がある一方、緩和は限定的との見方もあり、市場は金融関連のニュースに対して極めて敏感な動きを示している。

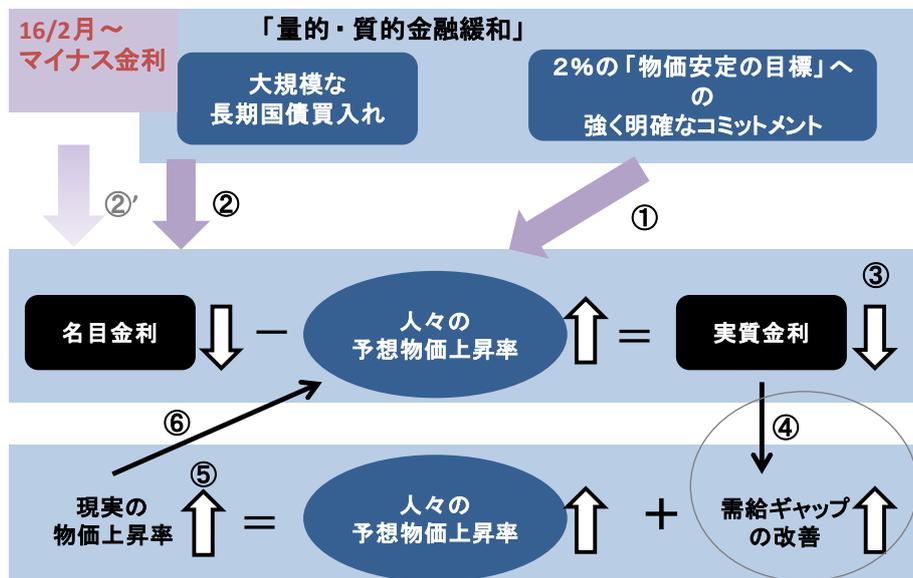
以下の通り、現在の緩和策は、企業の資金調達に長期安定化などに役立っているものの、一部で資金の“目詰まり”が生じてしまっている。この元凶の一つが、マイナス金利後悪化してしまった人々の“センチメント”であると考えられる。

このため、我々は、総括的検証後には、マイナス金利深掘り“以外”の施策が取られると考えている。そして、そのような施策は、現時点では多く残されていない。9月の追加緩和に過度な期待を寄せるのは禁物と考える。

1. 金融緩和メカニズムの問題点はどこにあるのか

日銀の15年5月時点の金融政策「検証」レポートによれば、金融緩和の効果は、実質金利低下 → 需要の拡大 + 人々のインフレ期待 → 物価上昇といった経路で波及していくとしている（図表1）。

図表1: 「量的・質的金融緩和」のメカニズム

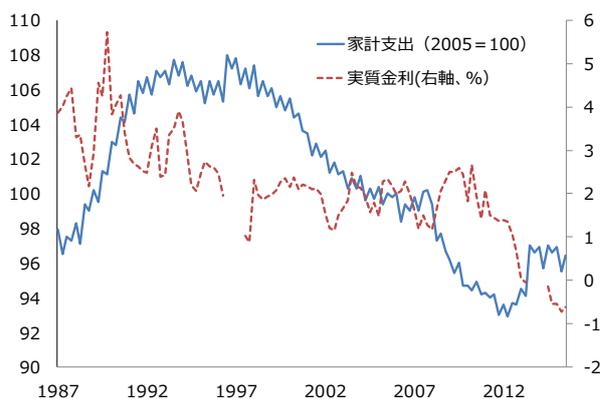


(出所)日本銀行資料より、マネックス証券一部加筆のうえ作成

しかし現実には、④のルート、即ち需要改善の兆しが見えない。個人消費による需要が盛り上がっていないことが主因だ。実質金利は低下傾向にあるものの、個人消費は頭打ちが続いている（図

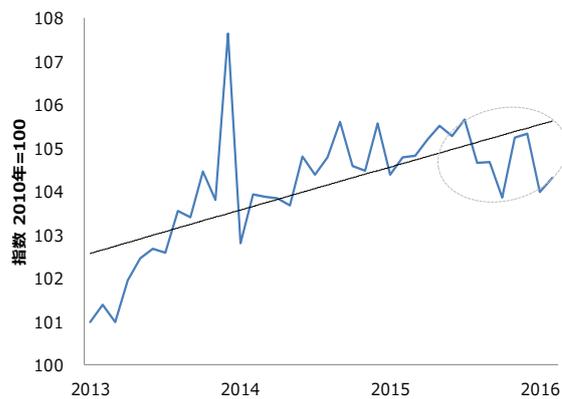
表2、図表3)。また、マネックスの個人投資家サーベイでも、1年前と比べて家計を「引き締め
ている」と答えた人の割合が、「緩めている」という人の割合を大きく上回っている（図表4）。

図表2：家計支出 v s 実質金利：家計支出は頭打ち



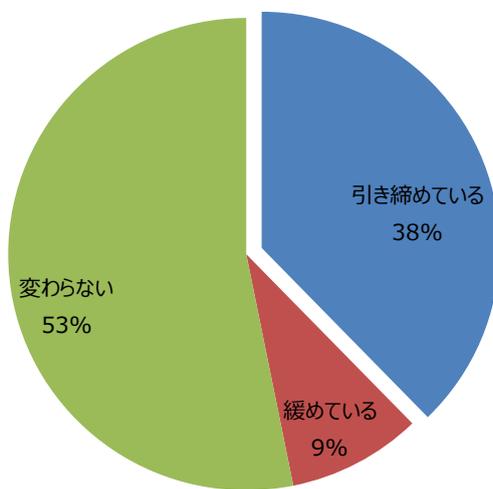
(出所) 内閣府、Bloombergよりマネックス証券作成

図表3：消費活動指数：伸び悩みが顕著



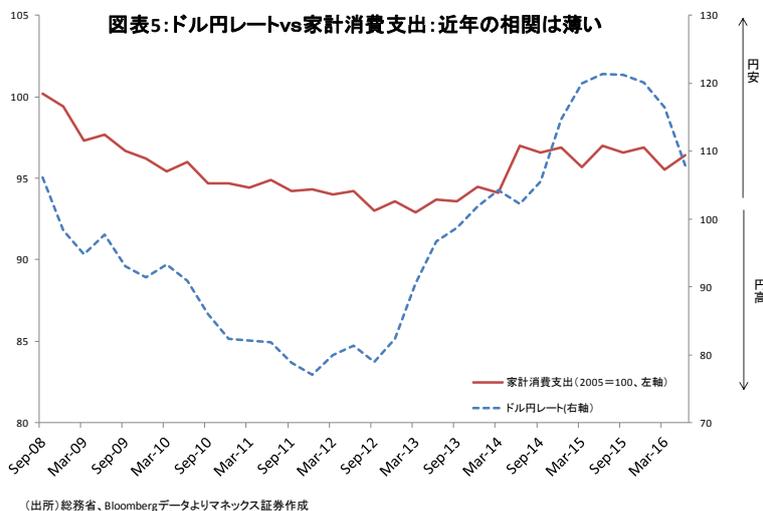
(出所) 日本銀行データよりマネックス証券作成。名目、インバウンド消費等の「旅行収支」を含まない値

図表4：昨年の今ごろと比べて、家計支出を引き締めていますか、緩めていますか



(出所) マネックス証券調査。8月5日～8日に実施

この背景として、年金や収入等の将来不安が大きいのは事実であろう。しかしこれらは今に始まったことではない。円高が影響を与えている可能性もあるが、少なくとも近年、為替レートと家計支出の相関は薄い（図表5）。このため、金融緩和、特にマイナス金利が、以下のような意図せざる消費抑制効果を生んでいると思われる。

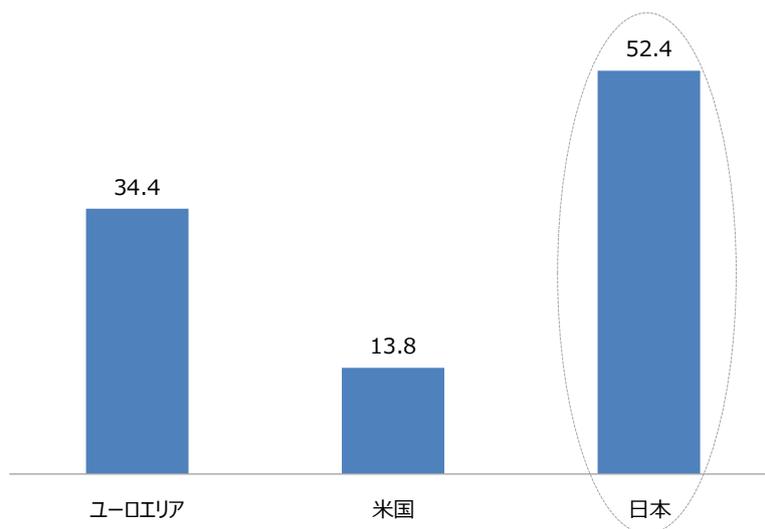


2. マイナス金利の個人のセンチメントへの影響

1) 預金の受取利息の減少

周知の通り、日本の個人金融資産の52.4%、約900兆円は現預金である。米国の13.8%、欧州の34.4%と比べてもかなり大きい(図表6)。このため、預金金利収入の減少は、日本では、欧米に比べてはるかに重要な意味を持つ。

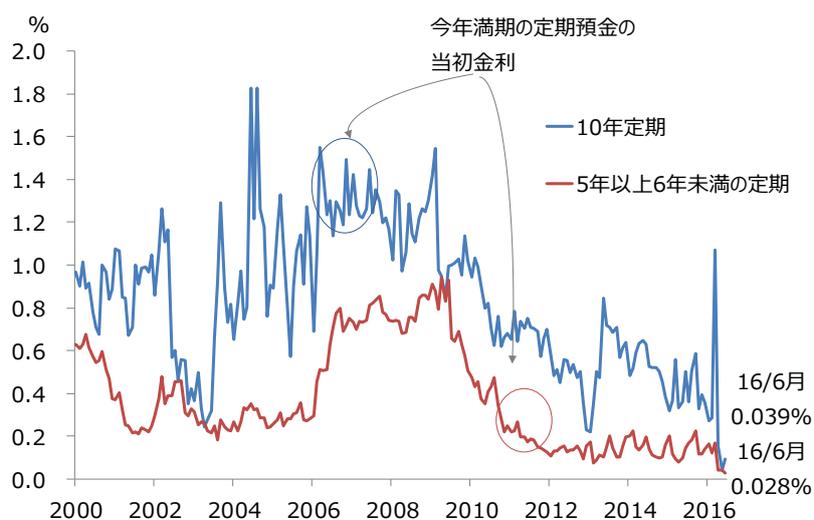
図表6：家計の金融資産に占める現預金の割合 (%)



(出所) 日本銀行資料よりマネックス証券作成

ところが、マイナス金利で、預金利息収入が低下し、更に、将来は手数料がかかるかも、という不安まで醸成されてしまった。例えば、今年満期を迎える06年スタートの10年物定期預金や11年スタートの5年物定期預金は、預け替えれば大幅な金利低下となってしまう(図表7)。

図表7：定期預金金利の推移



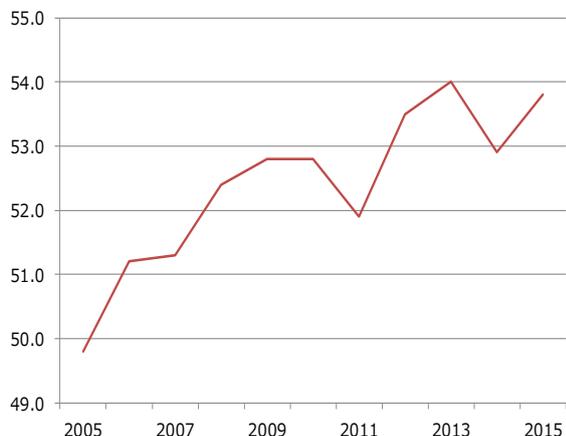
(出所) 日本銀行データよりマネックス証券作成

2) 住宅ローン返済負担の増加

現在日本の全世帯の54%が住宅ローンなどの負債を負っている(2015年平均、図表8)。しかも、これらの世帯の年収に対する負債の比率は増加傾向にあり(図表9)、マイナス金利の導入後拍車がかかっているとみられる。銀行の第一四半期(4-6月)の住宅ローン実行額は、前年同期比32.3%という記録的な増加率となり、その後も一定の勢いが維持されているとみられるためだ(図表10)。

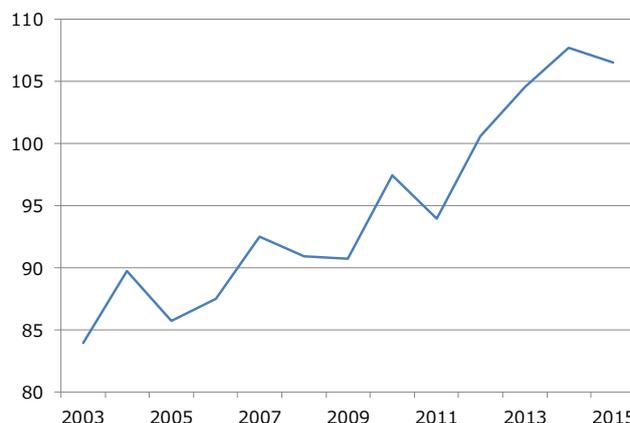
そもそも日本の個人向けローンで金利が市場金利を反映するのは住宅ローンくらいで、それ以外の消費者ローンは殆どが固定金利である。このため、マイナス金利に対し住宅ローンの需要は特に反応が早い。

図表8：負債がある勤労者世帯の割合（％）



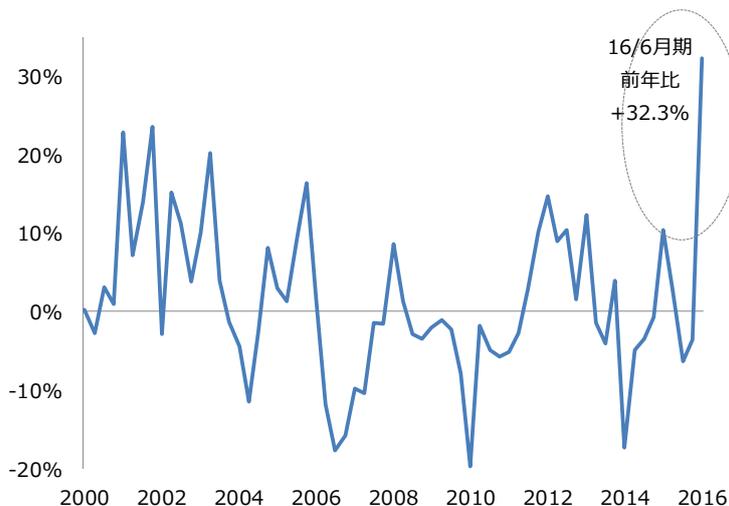
(出所) 総務省資料よりマネックス証券作成。2人以上の勤労者世帯が対象

図表9：勤労者世帯の負債÷年収比率（％）



(出所) 総務省資料よりマネックス証券作成。2人以上の勤労者世帯が対象

図表10：住宅ローンの実行額



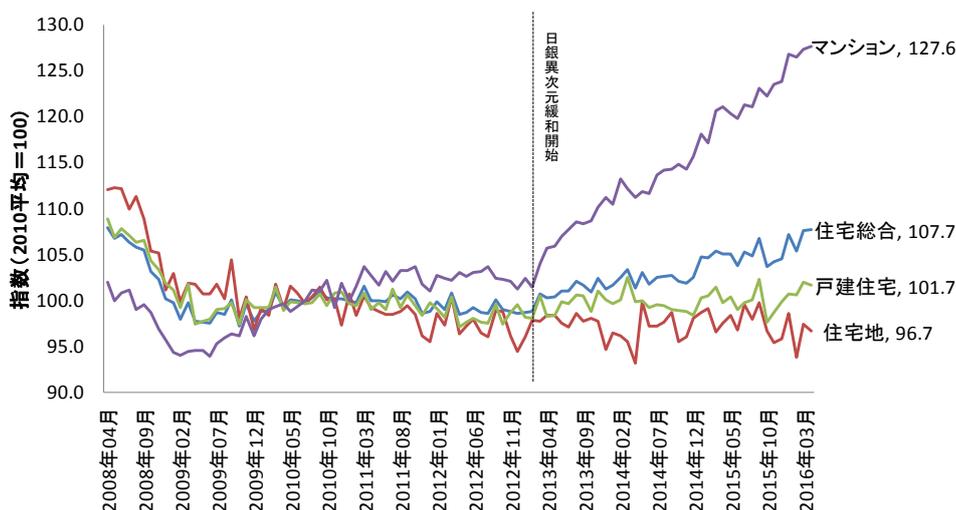
(出所) 日本銀行データよりマネックス証券作成。四半期データ

住宅ローンは、家具等の購入を伴うため、初年度は消費を押し上げる。しかしその後は、住宅ローンの返済負担が家計にのしかかる。月々の元金返済額は、手取り年収の3割を超える場合もある。

しかも、マンションを中心に物件価格が上昇している分(図表11)、住宅ローンを新たに借りる人の返済負担は重くなっている。既に住居を購入している層は、低い金利に借り換えることで負担が軽くなっているが、新しくマンションを購入してローンを組む若年層は、物件価格の上昇（全国平均で現在7～8%程度）で、平均で年間0.4%程度は月々の元本の返済負担が重くなっている（20

年ローンの単純平均)。結局、金利低下メリットが0.4%以下であれば、効果は物件価格の上昇で相殺されてしまっている。

図表11: 不動産価格指数



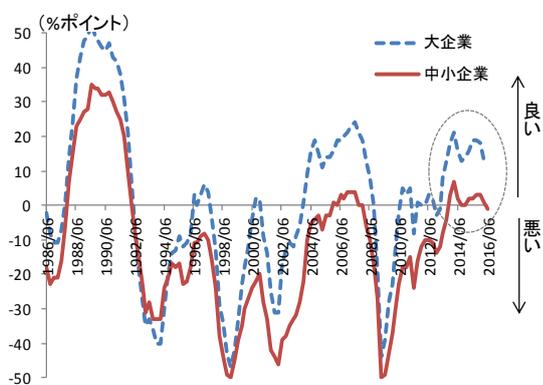
(出所) 国土交通省データよりマネックス証券作成

3) 中小企業の業績、借入の抑制

日本では、中小企業に勤務する人が全勤労者の69%を占めることから、中小企業の業績も人々のセンチメントを大きく左右する。ところが、中小企業の業況判断は、今年6月、円高やマイナス金利の影響で、2年9か月ぶりに「悪い」が「良い」を上回ってしまった(図表12)。

しかも、大手行では、中小企業に対する貸出条件はじわじわと厳しくなっている(図表13)。これは、中小企業の貸し倒れリスクに対して、金利競争が厳しくなり過ぎて、貸しにくくなっているためである。

図表12: 中小企業の業況判断DI (vs 大企業)



(出所) 日本銀行データよりマネックス証券作成。<良い-悪い>のポイント差

図表13: 大手行の中小企業向け貸出態度 (積極化-慎重化)



(出所) 日本銀行よりマネックス証券作成

また、資金需要がある中小企業も、今後マイナス金利の深掘りがあるという期待感で、借り入れのタイミングを遅らせている模様である。金利は“底”である、というメッセージが発信されるまでは、貸出が伸び悩む可能性がある。

3. 現状を打破するような政策はあるか

マイナス金利の深掘りは、上記のような副作用を増長させることから、なかなか取り難い施策であると考えられる。ではどのような施策がありうるか。報道されている手段の中では、資産購入枠の柔軟化（年間増加目標を80兆円⇒70～90兆円へ）、政府とのコラボによる長期債の購入、買入資産の範囲の拡大、目標の柔軟化（達成期限を定めない）等の施策がありうるだろう。

因みに、7月の政策決定会合で、銀行への国債貸出枠（いざという時は日銀が市中銀行に国債を貸し出して、銀行が担保に困らないようにする制度）を作ったことで、銀行は国債を売却する余地が拡大した。政府の今後の国債発行額増額の可能性も考えれば、購入目標を若干引き上げても達成可能だろう。

それでも、大々的に報じられた9月の“検証”の結果が、こうした既存の政策の延長線に留まるのであれば、市場の失望を招きかねない。金融政策への過度な期待は難しくなっている。

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。

提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第165号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会