

日医総研ワーキングペーパー

マイナス金利政策 1 年と医療等への影響

NO. 379

2017年3月

日本医師会総合政策研究機構

石尾 勝

マイナス金利政策1年と医療等への影響

日本医師会総合政策研究機構 石尾 勝

○キーワード

- ◆国債大量買入れ ◆脱デフレ ◆実質金利低下 ◆預貸利鞘 ◆年金債務評価
- ◆出口問題 ◆「時間との戦い」 ◆ワニの口 ◆金利上昇リスク ◆医業利益率

○ポイント

- ◇マイナス金利の起点は、日銀が銀行等の日銀への当座預金利子をマイナスにしたことである。これを起点に国債金利がマイナスとなり、貸出金利・預金金利も低下した。しかし、その低下幅は既に超低金利状態であったことから、限定的であった。
- ◇実質金利の低下や円安や株高効果で経済を刺激する成果が期待されたが、副作用のある政策を最も悪いタイミングで実行した形になり、日銀が期待したものとはかなり異なってしまった。
- ◇金融市場は動揺し、銀行や生保の運用や販売、さらに年金の債務評価に悪い影響を与えた。最大の利益享受者は政府であり、マイナス金利で財政規律が失われていくことが懸念される。
- ◇日銀が日本経済全体のバランスシート・リスクを負担する構図になる中、マイナス金利政策は、時間的猶予のない財政と連なった「時間との戦い」でもあるが、その「出口」は見えない。
- ◇医療分野には、これまでのところ、マイナス金利の「直接的」影響は、あまり大きくは無かった。しかし、今後については、政策の先行き次第で、大きな影響が出てくることもありえる。
- ◇財政問題≒社会保障問題への圧力の高まりの中で、マイナス金利政策を含めたアベノミクスがうまくいかないと、マクロ的な政策面・制度面から社会保障への適正化圧力が一層強まり、医療分野に対して少なからぬ影響をもたらす可能性がある。
- ◇医業経営にとって気をつけなければならないのは、今のマイナス金利ではなく、将来、金利が上昇した時である。借入金利が本格的に引き上げられたなら、医療機関によっては医業利益が失われ、経営が苦境に陥る恐れもあるだろう。
- ◇マイナス金利政策の帰趨は、医療界・医業経営に対し、少なからぬ影響を及ぼす恐れがある。

目次

1. はじめに(本稿の目的・構成)	1
2. マイナス金利及びマイナス金利政策とは何か	2
2-1. マイナス金利発生メカニズムと効果	2
2-2. マイナス金利政策の意義(アベノミクスとの関連)	13
3. マイナス金利(政策)の理論的効果と実際の影響	15
3-1. 理論的に期待された効果	15
3-2. マクロ(金融経済)・産業界	17
3-3. 国民生活	26
3-4. 医療界・医業経営	28
4. 今後の展望	34
4-1. マイナス金利政策の誤算と「出口」リスク	34
4-2. 財政のマイナス金利メリットと先行きへの懸念	39
4-3. 医療界に起こりうる将来リスク	43
5. おわりに	46
補論・参考文献	
補論1: 金利の意味	4
補論2: 日銀について	10
補論3: 銀行貸出のビジネスモデル	21
補論4: 太平洋戦争とのアナロジー	36
参考文献	47

1. はじめに(本稿の目的・構成)

日銀による驚きのマイナス金利政策の導入から1年余りが経過した。

2016年1月29日に政策の導入を決定して以来、今日までの間に、内外の環境は、トランプ新大統領の誕生等によって変化しつつあるが、マイナス金利政策は少し修正を加えながらも継続している。

そもそも、マイナス金利の意義は何か。日銀がマイナス金利政策を導入した目的は何か。その効果はどのようなものが期待されたのか。そして、実際にどのような影響を、医療分野へも含めて、日本の経済社会の各方面に及ぼしてきたのか。

本稿では、改めて、マイナス金利とその政策の実行について、上記のような論点を中心に、これまでの動向を総括的に整理、評価するとともに、今後の展開について、医療へ起こりうる将来リスクを含め、分析と考察を行うこととする。

2. マイナス金利及びマイナス金利政策とは何か

2-1. マイナス金利発生のメカニズムと効果

(1) マイナス金利とは何か

まず、マイナス金利とは何かについて、経済学的な難しい議論はとりあえず横におき、素朴な確認から始める。

金利とは資金の使用料、賃借料であり、資金の貸借時の値段とも言える。

通常の世界では、金利は、資金の借り手が貸し手に支払うものであり、例えば、100万円を1年間借りる際に金利1%を約束した場合、

「資金の借り手が貸し手に、元本とともに1年後に1万円の利息を払う」

マイナス金利の世界では、単純に言えば、これと逆のことが生じる。すなわち、「貸し手が利息（金利）を払い、借り手が利息（金利）を得る」のである。

例えば、元金が100万円で、金利1%で貸す場合、通常なら、貸し手は1年後に100万円+利息1万円=101万円を受け取る。

しかし、金利がマイナス1%の場合、貸し手は1年後に元金100万円を受け取るが、逆に利息1万円を払うことになるので、結局、99万円しか受け取れない。

現実をみると、約1年余り前にマイナス金利政策が導入されたが、我々の生活において上記の意味でのマイナス金利取引は生じておらず、我々個人の預貯金「金利」は「マイナス」になっていない。

それでは、どこの金利がマイナス金利になっているのか。日銀はどのようにしてマイナス金利を実現したのか。それらを確認してみたい。

※現在の法制度やルール、システム等はマイナス金利を想定していないため、マイナス金利取引を社会で広く行うには、様々な点で大きな障害等が発生し、マイナス金利の社会生活全般への導入は困難と思われる。

今後も、余程の事態が我が国経済に起きない限り、我々の預貯金の「金利」自体が「マイナス」になる可能性は極めて低いと思われる。

ただし、銀行が「手数料」という方法で同じ効果をあげようとすることはありうる。

(2) 専門的な金融取引でのマイナス金利の発生

実際のマイナス金利は、専門的な金融取引の市場において出現している。

具体的には、国債の市場取引において、マイナスの利回り（マイナス金利と同じ経済効果である）が発生している。

それが経済・社会の各方面に波及的な効果をもたらしていくという構図である。

マイナス金利政策の導入以降、国債市場で生じている現象を簡単に確認しよう。例えば、元本 100 万円、利率 1 %（1 万円の利払い）で、1 年後に満期が来る国債を考える。

① 100 万円で買うと、1 年後に元本 100 万円＋利子 1 万円の 101 万円を受取る利回りは 1 % である。 $(101 \div 100 - 1 = 0.01)$

② 102 万円で買うと、1 年後に 101 万円を得るが、102 万円で買っているので、利回りは約▲ 1 % である。 $(101 \div 102 - 1 \approx -0.01)$

②では、もともとの利率自体はプラスだが、得られる利回りはマイナスとなり、マイナス金利と同じ経済効果になっている。

この状態を金融市場では「マイナス金利」と呼んでいる。マイナス利回りの国債はマイナス金利なのである。

マイナス金利政策導入以降、現実にこうした状態が残存年数 10 年前後までの国債市場で普通に見られるようになっている。

このような非合理的ともいえる尋常でない市場を作り出したのは日銀である。そこで、国債市場のマイナス金利の起点となった日銀の方策とそのメカニズムを簡単にみてみたい。

※マイナス利回りはマイナス金利と同じ経済効果であり、以降、本稿では、国債等のマイナス利回りをマイナス金利と区別せず、特に議論上の問題がなければ、マイナス金利と表現する。

※銀行間の短期の資金融通市場であるコール市場もマイナス金利となり、事実上機能停止に陥っている。

補論1.金利の意味

① 金利・利回り・利子率

- ・「金利」とは、金融市場や貸付における「お金の値段」を意味する。
日常的に広い範囲で、「利回り」や「利子率」、「利息」の意味でも使われる。
- ・「利回り」とは、投資資金に対しての1年当りの投資収益率のことを表す。
市場で価格と同時に決まり、市場金利とは通常、この利回りのことである。
- ・「利子率」とは、経済理論的な用語で、将来時点の資金の現在での相対的価格を意味する。日常的な用語での「金利」に相当する。

② 固定金利と変動金利

金利には、預け入れ時の金利が満期まで適用される固定金利と、途中で金利が変動する可能性のある変動金利がある。

③ 単利と複利

単利は、元本を変化させずに単位期間毎に単純に利子を計算する。

利息は一定期間ごとに元本から分離されるので、常に当初預け入れ時の元本に対して利息が付く。

複利は、一定期間後に付いた利息が元本に組み入れられ、次の期にはその額が元本となり、次の期間の利子を計算する。この手順を繰り返していく。

利子の計算方法は、元本をA、単位期間の利率をrとすると、n回の期間での元利の合計は、単利の場合： $A(1+n r)$ 、複利の場合： $A(1+r)^n$ なので、単利<複利となる。

④ 名目金利と実質金利

名目金利は対象元本の額面にかかる表面的な金利である。

実質金利は、名目金利から期待インフレ率を差し引いたものである。

例えば、名目金利が3%でインフレ率が5%なら、実質金利は▲2%になる。

(3)日銀が実行したマイナス金利政策の仕組み

日銀が政策的にマイナス金利を金融市場で実現させるために、実行したことは、『民間銀行等の日銀への当座預金の利子をマイナスにする』というものである。その具体的な手法は、やや専門的・技術的になるが、以下の通りである。

銀行等は日銀に当座預金口座を開設している。

銀行等はこの口座に準備預金(法定義務)や余剰資金(超過準備)を預けており、銀行同士の最終的な決済や日銀と金融調節等のための資金授受等を行っている。

重要なことは、この余剰資金(超過準備)に利子が付与されることである。

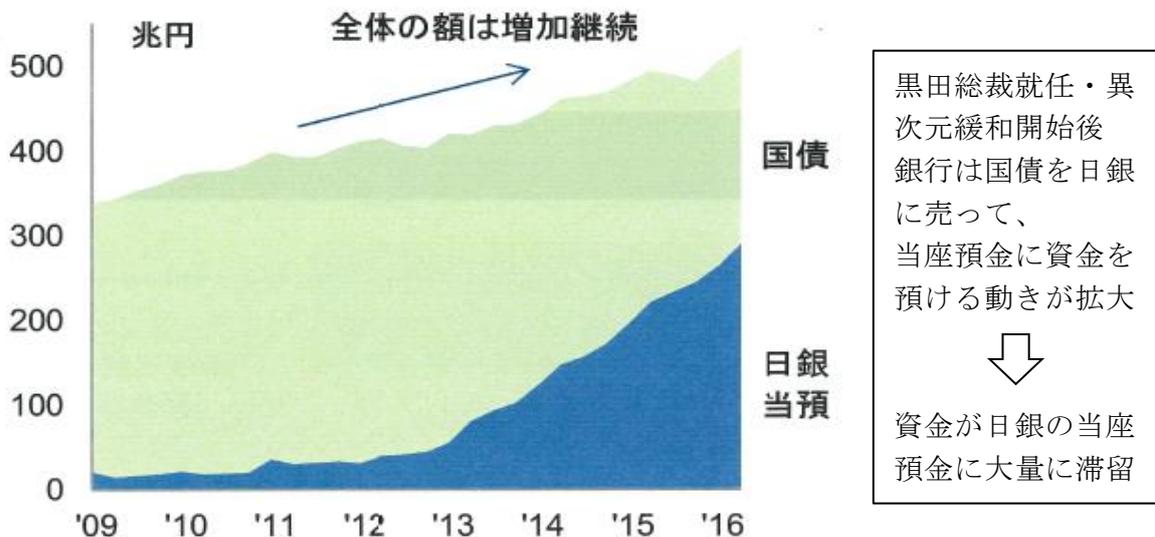
マイナス金利導入前はプラスの利子が付いていたため、日銀が銀行等から国債を積極的に買入れて大量に供給したマネーのうち、多くの部分が市中に出回らず、超過準備に滞留してしまっていた。

その理由は、銀行等からすれば、貸出需要があまり強くない中、保有国債を日銀に売却して利益を確保し、得た資金を日銀の当座預金に預けておけば、小さい利子ではあるが、リスクなしで収益が得られることになるからである。

こうして、銀行が保有国債を当座預金に振り替える動きが累積していった。

こうした望ましくない状況に対し、日銀はマネーが貸出等に向かうことを促すため、超過準備の利子をマイナスとした。これがマイナス金利の原点である。

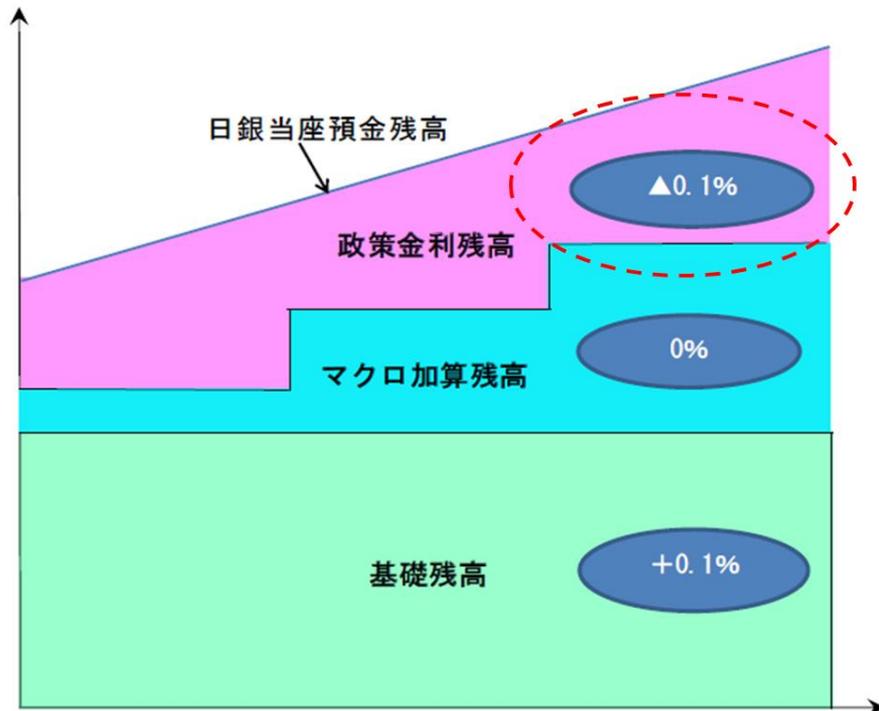
図表 1: 銀行の保有資産(国債と日銀当座預金)の変化の推移



(出所) J P モルガン社資料。

※なお、日銀内の当座預金へのマイナス金利の付与は、銀行経営(収益)に配慮して、当座預金の全てではなく、その一部にだけ、マイナス金利を付与することになっている。

図表2: 日銀当座預金の構造とマイナス金利の付与の仕方



(出所) 日本銀行資料。点線囲いは筆者による。

(4) マイナス金利政策の具体的内容

2016年1月29日に決定されたマイナス金利政策の内容は以下の通りである。正確には『マイナス金利付き量的・質的金融緩和（QQE）政策』という。

① 国債の大量買入れ（量的緩和）

- ・保有残高の年間純増額約80兆円をめどに、買入れを行う

② 株式やリート等の購入（質的緩和）

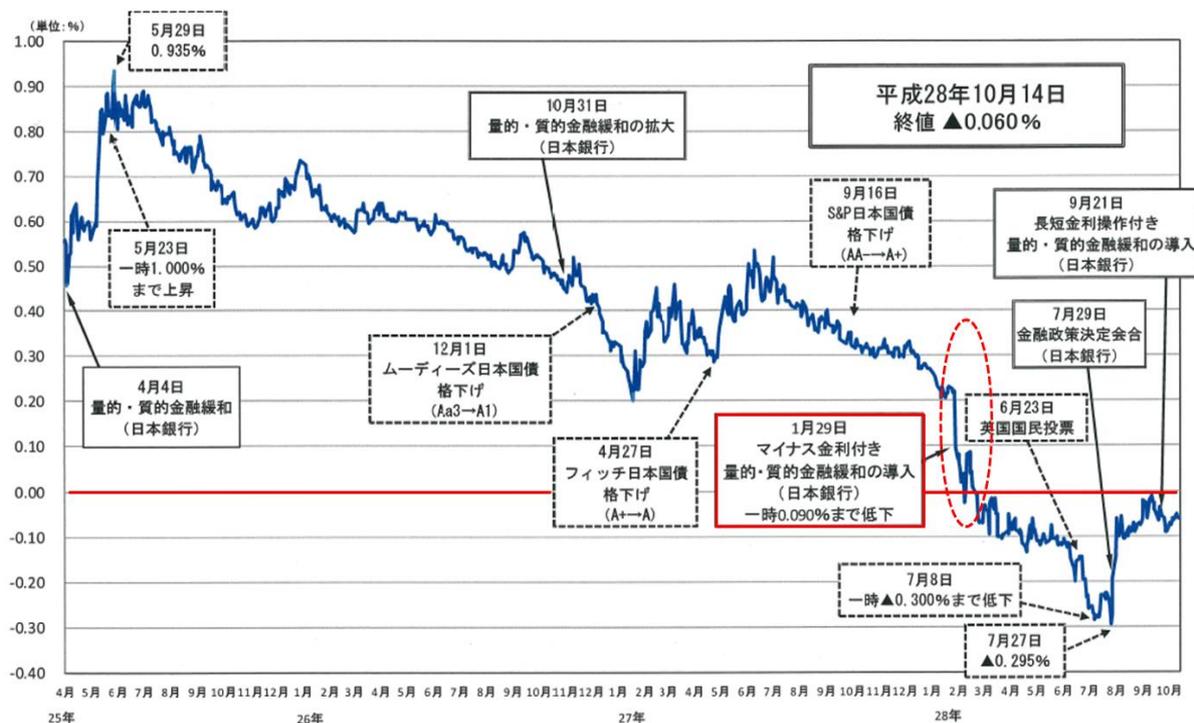
- ・株式（ETF）は年間約6兆円、Jリートは年間約900億円、買入れを行う
- ・CP、社債等は、各々約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する

③ 日銀への当座預金にマイナス金利を付与

- ・金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する（残高全部に対してではなく、一部分に適用する）。

③は極めて技術的要素も含むが、これがマイナス金利の市場波及の起点である。これに合わせて、長期金利の全般的低下を促すため、長期国債の高値買取りを積極化したため、国債市場の金利は大きく低下し、マイナス金利となったのである。

図表3: 我が国の長期金利(10年物国債金利)の推移



(出所) 日本銀行資料。点線囲いは筆者による。

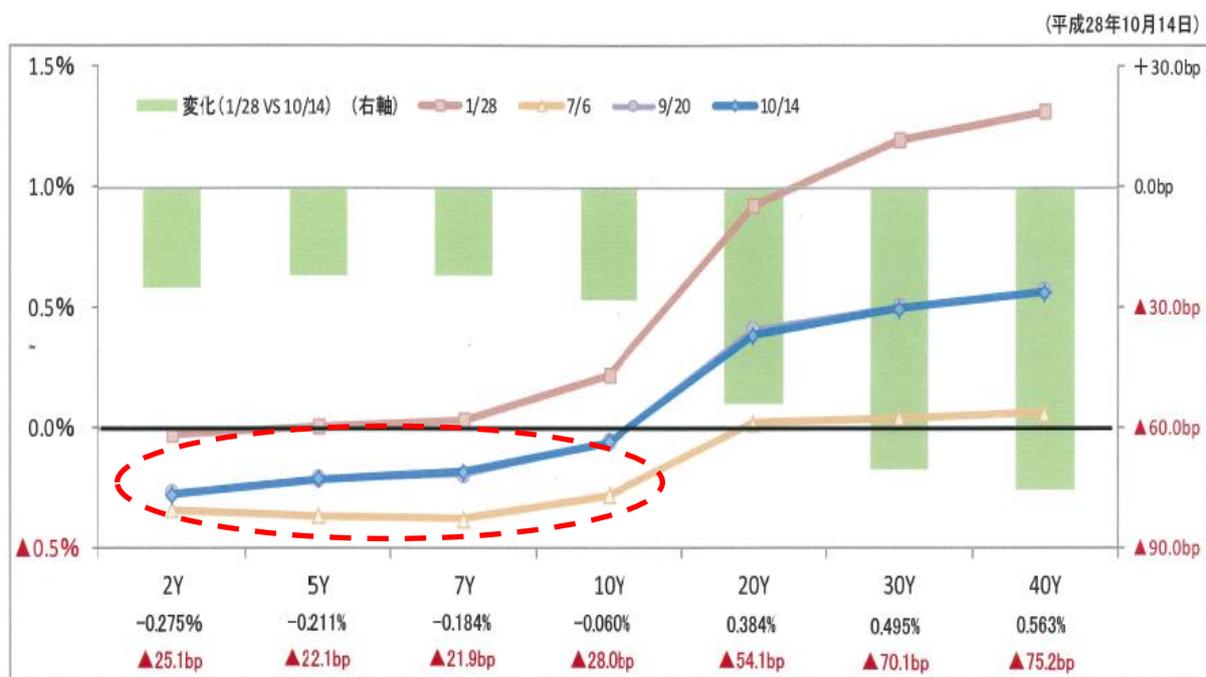
(5) マイナス金利政策導入前後のイールドカーブの変化

イールドカーブの変化をみると、マイナス金利政策の導入後は、一時は、残存期間 10 年を超える超長期物まで利回りがマイナス圏に沈んだ。

その後、日銀のマイナス金利政策の若干の修正もあり（10 年物国債の金利をゼロ%近傍に維持するように、イールドカーブのコントロールを導入した）、現在、イールドカーブは上方へやや戻したが、目下、残存期間 10 年までの国債金利はマイナスとなっている。

※イールドカーブとは、債券の残存期間と利回りの関係を表した曲線である。

図表4: イールドカーブのマイナス金利導入前後での変化



(出所) 日本銀行資料。点線囲いは筆者による。

(6)日銀トレード

マイナス金利政策を導入したことによって、国債市場では少なくとも 10 年物金利までマイナスになったが、これにより、国債の発行・流通において、市場参加者の取引に大きな変化が生じた。

国債発行に関しては、財務省が借換債も含め年間 160 兆円程度行っているが、その発行条件は国債の流通市場の金利を参考に決めるので、マイナス金利政策の導入後は、マイナス金利で発行することができるようになった。

しかし、マイナス金利の国債を買うと、そのままではマイナスリターン資産を買うことになるので、損をすることになる。

ところが、一部の銀行を除き、多くの銀行が入札に参加し、国債を買っている。マイナス金利で発行される国債を銀行等はなぜ買えるのか。

それは、「日銀トレード」と呼ばれる、以下のような取引ができるからである。

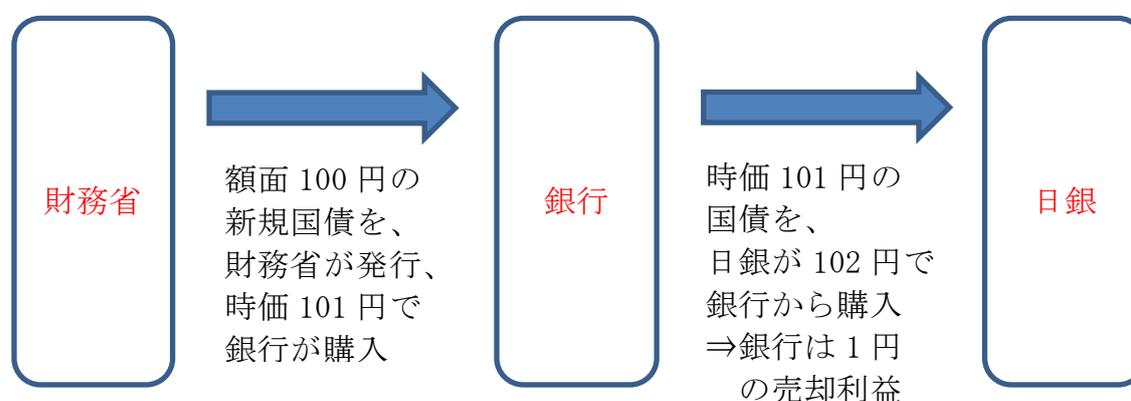
日銀がマイナス金利政策のために高値で国債を買うので、銀行がマイナス金利での新規国債を買っても、より高い値段で日銀に転売することが可能なのである。

例えば、額面 100 円の新規国債を時価 101 円で買うと、そのままでは損である。しかし、それを 102 円で日銀に転売すれば、銀行は売却益を得ることができる。

この取引の結果、当然、日銀が国債による損失を背負い込むことになる。

それにもかかわらず、この取引は、日銀の公開市場操作の買いオペレーションとして行われている。なお、日銀の損失については、4-1. で考察する。

図表5: 日銀トレードの仕組み(イメージ)



(出所) 筆者作成

補論2:日銀について

① 主な機能

- ・ 発券銀行 : 日本銀行券の発行および管理を行う
- ・ 銀行の銀行 : 金融機関は日本銀行に当座預金を預け、それを使って金融機関同士の取引決済等を行う
- ・ 政府の銀行 : 国庫金（財政収支）の出納・管理を行う

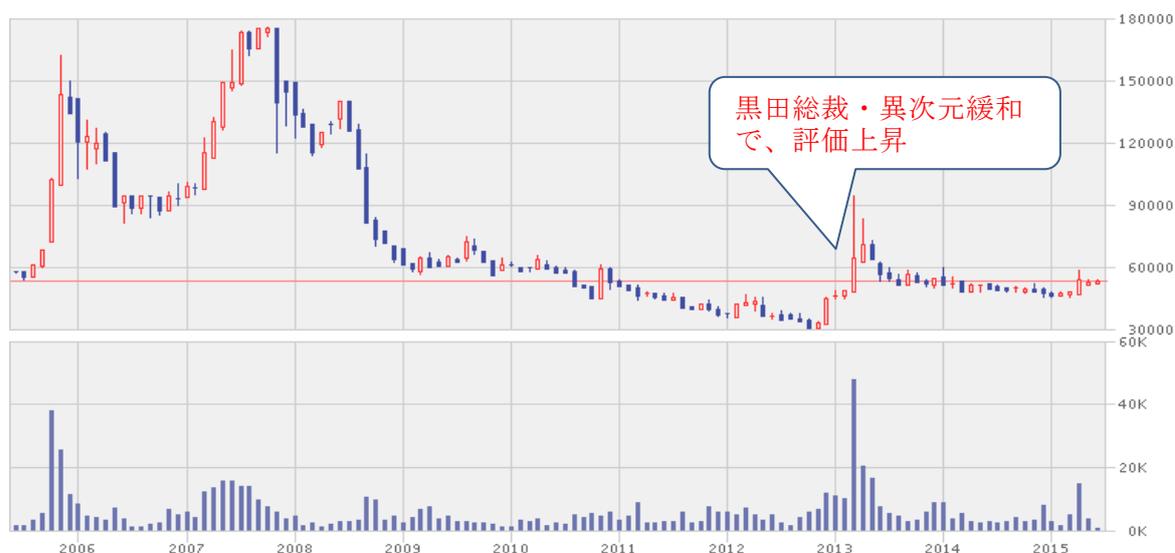
② 金融政策

- ・ 市場金利を変化させ、貨幣流通量を調整することで、物価を安定させる
- ・ 政策金利操作 → コールレート操作、1999年からゼロ金利政策
- ・ 公開市場操作 → 国債等の売買でマネー調節、量的緩和手段
- ・ 預金準備率操作 → 機動性・柔軟性乏しく、使われない

③ 日銀の法的位置付け

- ・ 日本銀行法による、政府（財務大臣）の認可法人
- ・ 資本金そのものは法的には1億円しかない。政府（財務大臣）が55%所有。
- ・ 出資証券を発行している（日本銀行法第9条）。出資証券は、日銀に対する出資持分権を表すもので、東京証券取引所（JASDAQ市場）に上場されている。一般人も出資証券を買えるので、日銀の出資者になることが可能

図表6:日銀の出資証券の価格の推移



(出所) 楽天証券HP。説明書きは筆者による。

(7)海外のマイナス金利政策

世界で日銀だけがマイナス金利政策を行っているのではなく、他にも例がある。ヨーロッパの中央銀行の中で、ECB（ヨーロッパ中央銀行）、デンマーク国立銀行、スイス国立銀行、リクスバンク（スウェーデン）が、政策として日本よりも先にマイナス金利を導入している。

このうち、デンマークやスイスは明示的に為替対策として行っている。

これらの国は、自国の通貨がユーロなどに比べて高くなってしまうと困るので、自国通貨高防止のための対策として自分の国の金利をマイナスにした。

ただし、こうした国は小さい国、経済学の用語で言うと「小国」なので、為替対策としても許されているが、日本が正面切って円安誘導を政策として標榜することは国際的に許されないであろう。

これらのマイナス金利政策が導入された国の民間銀行の対応行動については、法人預金に対してはマイナス金利を適用しているところも一部にあるようだが、個人預金をマイナス金利にしているということはないようである。

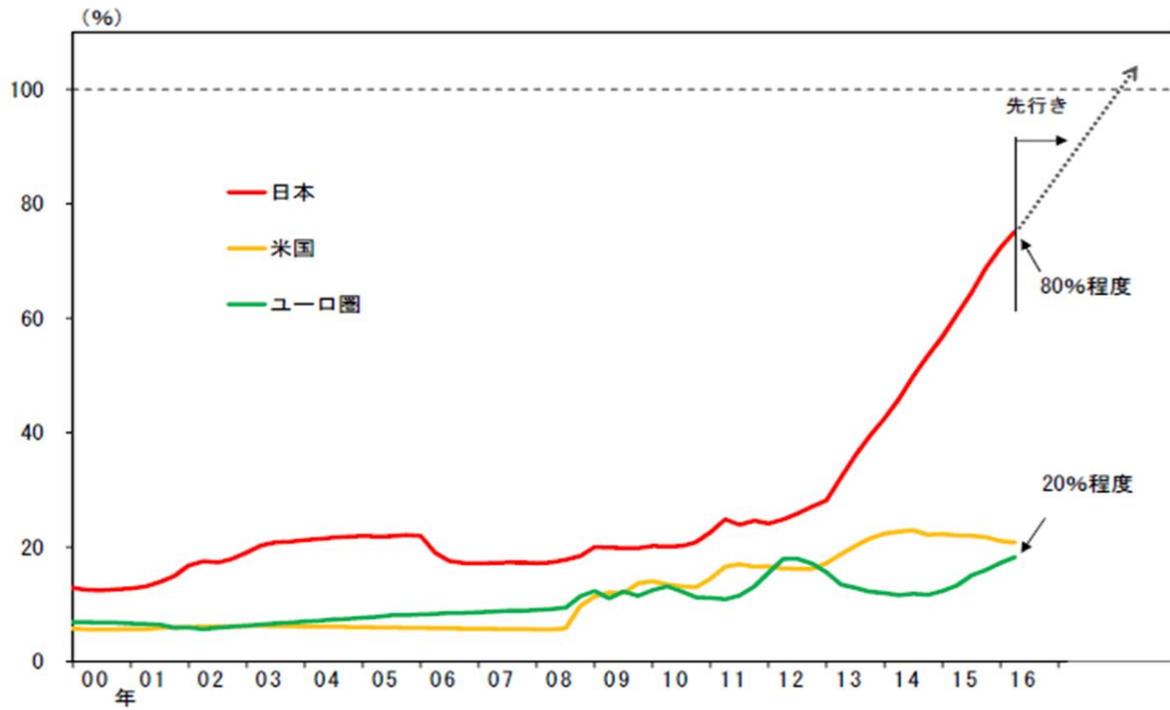
※2016年3月、日銀の導入後に、ハンガリー国立銀行が中欧諸国および新興国として初めてマイナス金利政策を導入している。

図表7:海外の主なマイナス金利政策の実行内容

	ユーロ圏	デンマーク	スイス	スウェーデン
政策金利	預金ファシリティ 金利等	中銀発行譲渡性 預金(CD)金利	3か月 スイスフランLIBOR	レポレート (中銀発行証書 オペに適用)
導入決定時期	2014年6月	2012年7月 2014年9月	2014年12月	2015年2月
付利の対象 となる中央銀行 負債と適用金利	所要準備 : +0.05% 預金ファシリティ等 : ▲0.3%	当座預金に対して 基準額以下:ゼロ% 基準額超 :▲0.65% (基準額超部分は中 銀CDに振り替えら れる)	当座預金に対して 基準額以下:ゼロ% 基準額超 :▲0.75%	中銀発行証書オペ : ▲0.5% ファインチューニン グ・オペ : ▲0.6% 預金ファシリティ : ▲1.25%

(出所) 日本銀行資料

図表8：日米欧のマネタリーベース対名目GDP比



(注) マネタリーベースは、流通現金(日銀券 & 硬貨) + 日銀当座預金
 (出所) 日本銀行資料

2-2. マイナス金利政策の意義(アベノミクスの連関)

(1) アベノミクス「3本の矢」としての異次元緩和策

日銀の異次元緩和政策はアベノミクスの一部と位置付けられる。

アベノミクスを簡単に再確認すると、目的は『脱デフレと持続的な経済成長』である。それを実現するための手段が「3本の矢」であった。

3本の矢は「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「投資喚起する成長戦略」で、この3本で日本を再興するという事だった。

その枠組みの中で日銀の異次元緩和政策が行われたのである。

アベノミクスのこれまでの成果については、あまり高い評点は付け難い。

総じて、経済の好循環の実現には不十分との評価である。

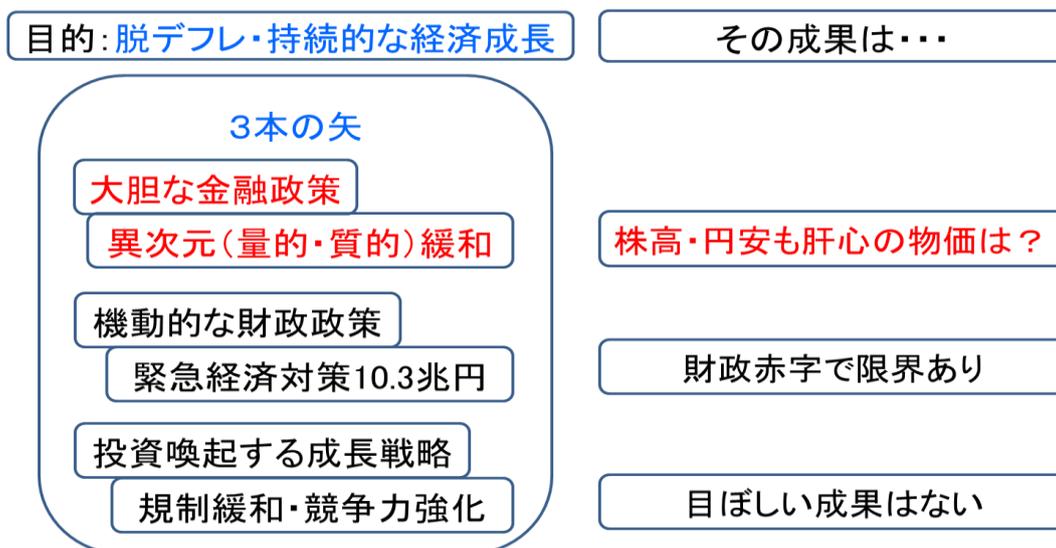
確かに、円安になり、株は大幅に上昇、企業業績は改善したが、肝心の脱デフレはまだ道半ばである。

インフレ目標は2%だが、異次元緩和政策開始の当初、黒田総裁は2年間で2%にするとしたが、もう4年近く経過して、ゴールは見えていない。

ただ、2%のインフレに関しては、消費者物価指数で見て、バブル時代よりも以前まで遡らないと2%にすらなっていない。

2%は今の日本経済のファンダメンタルズでは簡単な水準ではないと言える。

図表9:アベノミクスの枠組み(3本の矢の時期)



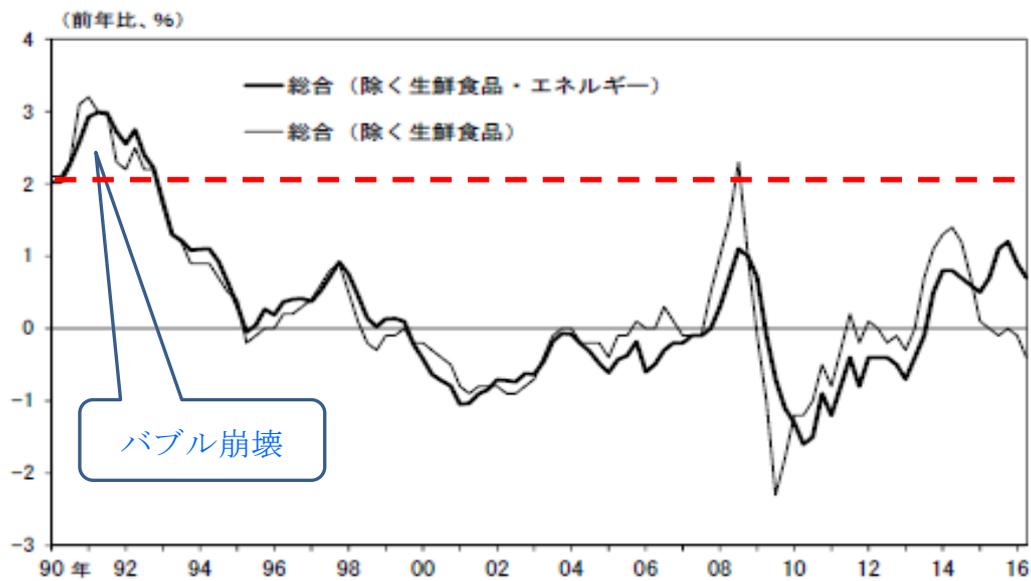
(出所) 筆者作成

(2)アベノミクス「第2ステージ」とマイナス金利政策

こうした中、道半ばにして、アベノミクスは「第2ステージ」に移行する演出を行い、政策内容は「3本の矢」から「新3本の矢」にシフトした。

アベノミクスの流れから見れば、マイナス金利政策の導入は、この政策シフトの中で、異次元金融緩和策の「第2ステージ」として、導入されたと言えよう。

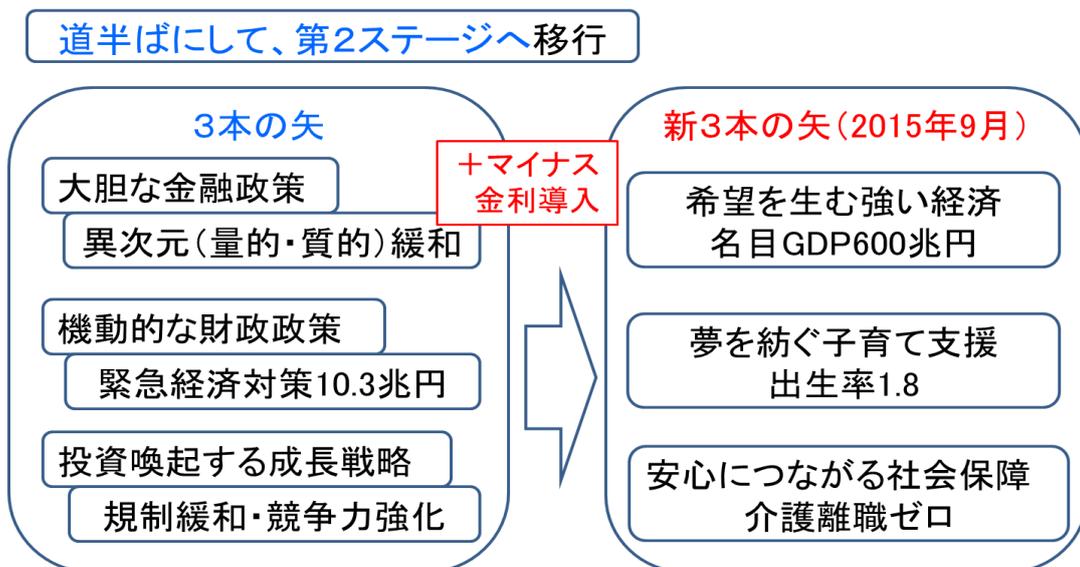
図表 10: 我が国のインフレ率(消費者物価上昇率)の推移



(注) 消費税調整済み(試算値)。総合(除く生鮮食品・エネルギー)は、日本銀行調査統計局算出。

(出所) 日本銀行資料。説明書きは筆者による。

図表 11: アベノミクス「第2ステージ」とマイナス金利政策



(出所) 筆者作成

3. マイナス金利(政策)の理論的効果と実際の影響

3-1. 理論的に期待された効果

(1) マイナス金利導入による実質金利の低下メカニズム

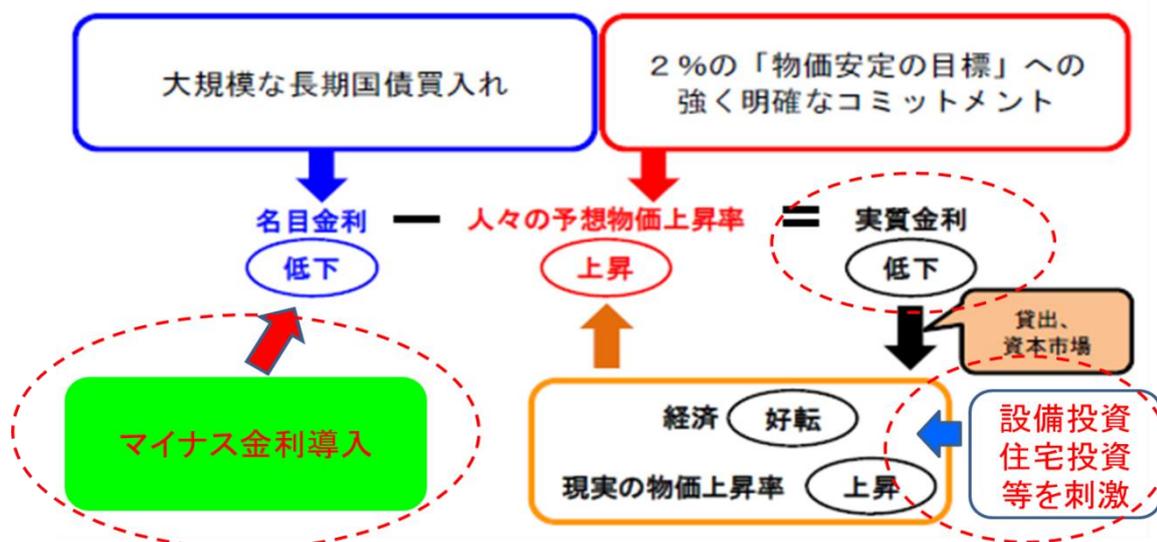
まず、日銀が説明しているマイナス金利の効果発現メカニズムを確認しておく。その内容は、実質金利の低下効果を軸としたオーソドックスなものである。

- ① 大規模な長期国債の継続的買入れ等により、市場の名目金利を低下させる
- ② 2%の「物価安定目標」に対し強く明確にコミットメントすることで、人々の物価上昇に関する期待（予想物価上昇率）を高め、実質金利を低下させる

以上はマイナス金利導入以前も期待されていたものであるが、さらにマイナス金利を導入することで、

- ③ 日銀当座預金の利子がマイナスになり、銀行は資金を貸出等に振り向けるようになるとともに、名目金利の低下が進み、実質金利がさらに低下する
- ④ 実質金利がさらに低下することで、貸出市場や資本市場の資金コスト下落を通じて、設備投資や住宅投資等が刺激される
- ⑤ その結果、実体経済が好循環となり、物価も上昇していくというものである。

図表 12: 異次元緩和による実質金利低下を通じた理論的な経済効果



(出所) 日本銀行資料に一部加筆

(2)為替や株式市場で期待された効果

実体経済への効果としては、実質金利の低下効果の経路だけでなく、為替市場や株式市場を通じた効果も期待された。

マイナス金利の導入によって、国債金利等の国内金利が低下するが、それによって、米国金利等との内外金利差が拡大し、(その他の条件が変わらなければ)為替レートは円安になると考えられる。

円安になれば、輸出採算が改善し、利益が拡大し、設備投資や輸出量も増える。

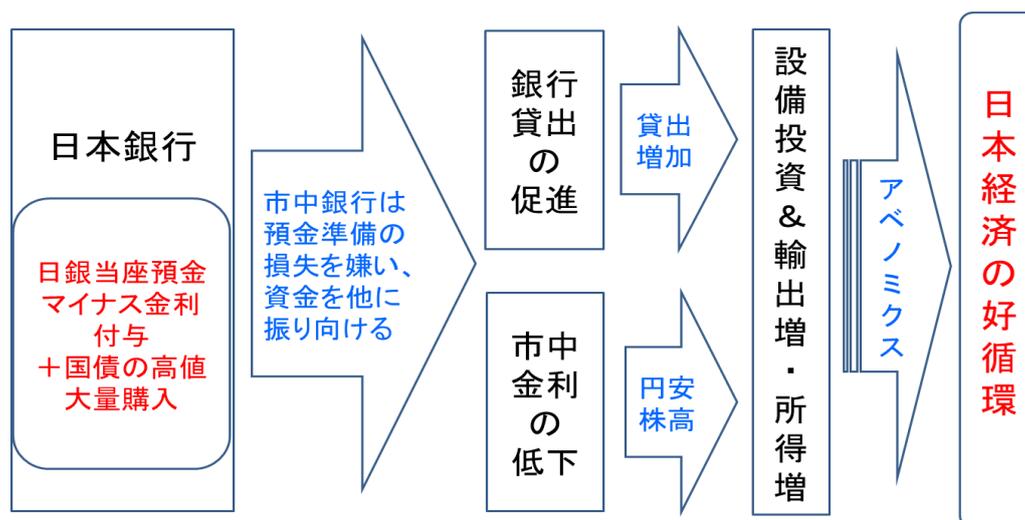
金利の低下や円安による企業利益の拡大を受けて、株式市場は上昇する。株式市場の上昇は、実体経済への資産効果をもたらすと考えられる。

こうした経路の効果も加わって、需要拡大・所得増加による日本経済の好循環が生まれることが期待されたのである。

しかし、現実の金融市場や実体経済の動きは、日銀が想定した効果とはかなり異なってしまったのである。

次節で、マイナス金利導入の経済・社会の各方面への期待された効果と実際の影響について、総括的に整理していく。

図表 13: 日銀が想定していたマイナス金利政策の日本経済への波及効果



(出所) 筆者作成

3-2. マクロ(金融経済)・産業界

(1)金融市場

① 国債市場（長期金利）

国債市場では、日銀の想定通り、更なる金利の低下が実現した。

長期金利（国債金利）は低下し、政策導入後の一時期は残存期間 10 年を超える超長期国債の金利までもマイナスになった。

※2016 年 9 月以降、日銀の政策修正（イールドカーブコントロールの導入）により、基本的に、10 年物金利がゼロ近傍、10 年未満がマイナス、10 年以上の超長期物は若干のプラス金利となって推移している。

② 為替レートと株式市場

教科書的には、為替レートは、国内金利が低下して米国金利との内外金利差が拡大するので、（その限りでは）円安ドル高に動く。

また、株式市場は上昇するというのが、理論上、事前に期待された方向だった。

しかし、実際には、最初の 2 日間くらいはその方向に動いたものの、その後はむしろ逆方向となり、為替は 100 円あたりまでの円高が進み、株価は大きく下落してその後低迷してしまった。

これは、マイナス金利政策の導入が市場の意表をつく突然のものだったため、市場を混乱させてしまったことに加えて、丁度この時期、中国経済に対する懸念が高まり、原油価格も大幅に下落して、内外の経済・金融に関するリスクが大きく顕在化し、安全通貨としての円が買い進まれたことも大きい。

いずれにせよ、円高の進行や株価の大幅下落は、日銀には大きな誤算であった。

※その後、2016 年 11 月以降、為替は急速に円安に戻り、株価も反発上昇したが、これは、米国大統領選で、予想外にトランプ氏が当選したことにより生じた動きで、「トランプラリー」と呼ばれている。

直接、日銀の政策により生じたものとは言えないが、日銀のマイナス金利政策が底流で効いていることは考えられる。

図表 14: マイナス金利政策前後の為替市場(円ドルレート)の推移



(出所) S B I 証券のHPより。説明書きは筆者による。

図表 15: マイナス金利政策前後の株式市場(日経 225 平均株価)の推移



(出所) S B I 証券のHPより。説明書きは筆者による。

(2)産業界(一般企業)

産業全体では、実質金利低下効果の他、円安・株高等の2次的効果による影響も含めれば、本来的にはメリットの方が大きいはずである。

しかし、先に見たように、現実には円高・株安が進んだため、その効果を確認できない状態になってしまった。

※教科書的には、実質金利の低下効果により、設備投資等の需要が拡大する他、特に輸出型の産業や企業は、本来であれば、円安により輸出採算が改善し、輸出増加につながり、企業業績が拡大すると考えられる。

政策の効果が最もわかりやすいのは不動産関連産業であり、これらの業界のメリットは大きい。

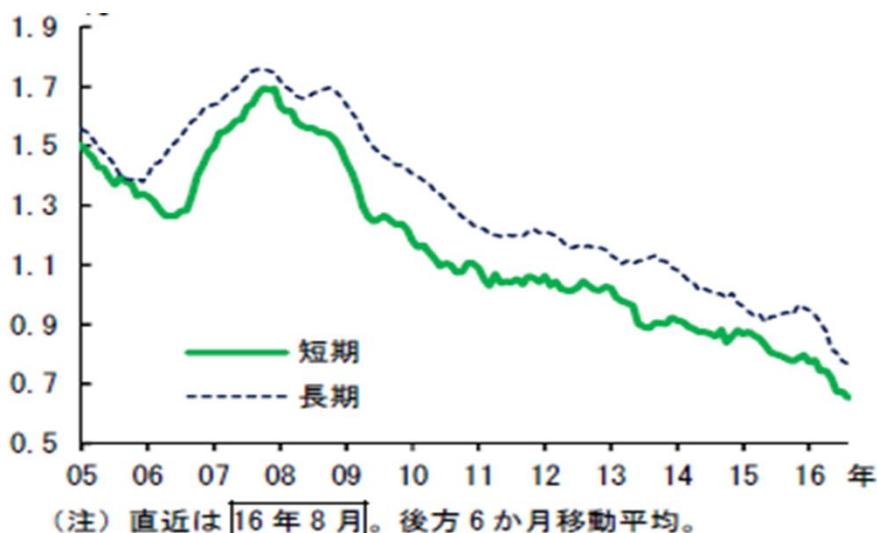
業界の特性として、多額の借入で事業を行うことから、銀行の貸出金利(=借入金利)の低下により、収益構造が改善し、事業の拡大も可能となる。

銀行の不動産関連への融資態度が緩むこともプラスに働いていると言える。

リート(不動産からの収益を配当源とするファンド)にも追い風となっている。上記と同様、借入金利が低下し、収益構造が改善し、事業の拡大が可能となる。

加えて、インカム収益を求める投資家からの資金流入が増加する。現に、上場しているリートの価格はマイナス金利政策導入後に大きく上昇した。

図表 16: 銀行の貸出約定平均金利の推移



(出所) 日本銀行資料

(3)銀行業界

マイナス金利は、一般産業界には、本来的に総じてプラス効果があると考えられたが、日銀のお膝元の銀行業界には明らかにデメリットの方が大きかった。

まず、日銀の当座預金口座の超過準備の金利が、一部分とは言え、マイナスとなることで、銀行の収益には直接的にマイナスに作用する。

また、国債への新規投資は損失となるので、資金の運用先としては国債に投資できない状況となった。

より問題なのは、本業である貸出業務に関する問題である。

貸出資金の調達源の大宗は預金であり、貸出資金の主たるコストは預金金利となるが、預金金利の下げ余地がほとんど無い。

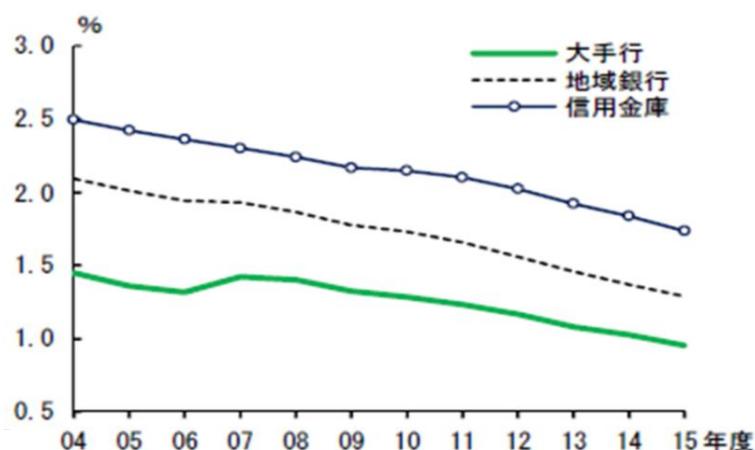
一方、貸出金利は、ベースとなる国債金利のマイナス化により、一層低下する。このため、銀行の本業の収益源泉である「預貸利鞘」が縮小すると考えられる。

実際の預貸利鞘の推移を見ると、リーマンショック後、縮小傾向が続いている。地銀や信用金庫はまだ利鞘が少し大きいですが、大手銀行では1%程度しかない。

銀行は様々な費用をかけて貸出業務をしており、経費率は業態・会社等にも依るが、0.8%前後と思われ、利益をあげるには利鞘は1%ぐらい必要である。

従って、大手銀行の利鞘を見ると、かなり厳しい水準に来ていると言えよう。

図表 17: 銀行等の預貸利鞘の推移



(注) 1. 直近は15年度。
2. 銀行は国内業務部門、信用金庫は全店ベース。
3. 資金調達費用からは金利スワップ支払利息を除く

(出所) 日本銀行資料

補論3. 銀行貸出のビジネスモデル

銀行の本業である貸出のビジネスモデルは、簡単に言えば、以下のようになる。

- ① 貸出資金の源泉としての資金の調達源の大宗は個人・法人からの預金であり、預金者から低い金利で資金を集め（資金調達・負債サイド）、
- ② 企業への事業融資や個人への住宅ローン等の形で、調達した資金のコストに利益を上乗せした金利で資金を貸す（資金運用・資産サイド）

ここでは、「①の金利<②の金利」、すなわちプラスの利鞘が収益の源泉であり、「①の金利<②の金利」を確実に実現することが必要不可欠である。

競争的な金融市場において、「①の金利<②の金利」を確実に実現するために、銀行は一般的な金利の期間構造の特性を利用している。

すなわち、通常の右肩上がりのイールドカーブに表される「短期の金利は低く、長期の金利は高い」という金利の期間構造の特性を踏まえて、

- ① 資金調達サイドの預金（負債）のデュレーションを短め
- ② 資金運用サイドの貸付（資産）のデュレーションは長めにすることで、「①の金利<②の金利」を確実に実現している。

つまり、調達側では、普通預金や短めの定期預金中心に、相対的に低い金利で資金を集め、運用側では、ごく短期から超長期まで様々な貸出期限を含めつつ、調達金利より高い金利での貸出を実現するのである。

※ただし、預金金利はマイナスにはできないであろう。

なぜなら、日本は、国民の資産における預金割合が高く、また、デフレ経済が長く続いた中、現金志向も強いので、もし、マイナスにすれば、巨額の預金が銀行から引き出され、銀行経営は立ち往生するからである。

以上のように、銀行の貸出業務は、「短期借りの長期貸し」による期間の mismatch リスクをとったビジネスモデルである。

銀行の貸出業務における経費率は、業態・会社等にも依るが、0.8%前後と言われており、それを勘案すると、健全な貸出業務運営のためには、預貸利鞘を1%程度確保する必要があると思われる。

(4)生保・年金基金

マイナス金利政策で、銀行以上にデメリットを受けてしまったのが生保や年金基金である。

① 運用面でのマイナス

生保・年金基金は、その運用資金の特性として、長期でのポートフォリオ運用が基本であるが、中核的資産である国債での新規運用が困難となってしまった。

実は、生保や企業年金基金は、近年、株式での運用リスクを抑制し、リスクの低く安定的なインカム収益が得られる国債等へ、全体として運用ポートフォリオをシフトしてきた経緯があり、マイナス金利導入で運用難に陥ることになった。

資産の安定運用が難しくなる中で、リターンを確保するため、運用ポートフォリオを見直し、よりリスクをとった投資を検討せざるを得なくなっている。

具体的には、信用度の低い社債等へのクレジット投資や為替リスクのある外国債券への投資拡大に動いている。

②生保の保険料収入と保険商品販売への逆風

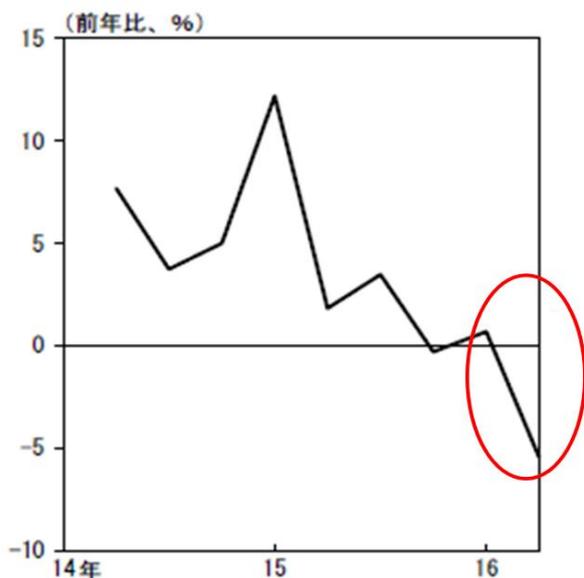
さらに、国債運用での安定収益を確保できなくなるため、商品や制度設計上の予定利率を確保できない可能性が高まり、運用利回りと顧客へ保証する利回りとの「逆ザヤ」発生リスクに直面する。

生保の場合、商品にもよるが、予定利率は1.0%前後なので、その値を運用で安定的に確実に確保できないなら、そうした商品の販売は抑えざるを得ない。

現に、一時払い保険等、ある程度高い利回りを保証する商品の販売は停止され、生命保険会社の保険料収入は落ち込んでいる。

図表 18: 生保の保険料収入の推移と商品の販売動向

(1) 保険料収入の推移



(2) 保険商品（一時払い終身）の販売動向

	予定利率 (%)		
	15年初	16年初	直近
A社	1.00	0.75	販売停止
B社	0.90	0.85	0.30
C社	1.00	1.00	0.60
D社	1.01	1.01	販売停止
E社	1.02	0.76	販売停止

(出所) 日本銀行資料。丸囲いは筆者による。

(5) 企業年金基金の債務評価

マイナス金利政策は、年金基金の債務評価に大きな影響を与えている。

企業年金基金は、将来時点で必要な年金給付額を、債務として適切に評価し、認識して、バランスシート等に責任準備金として計上しなければならない。

その債務評価は、将来の給付時に必要な原資価額を、適切な割引率で、現時点の評価額（割引現在価値）に割り戻すことで行われる。

年金基金の制度によっても評価方法や認識基準は異なるが、基本的に、現在価値に割り戻す時の割引率は10年物国債金利をベースにすることになっている。

※厚生年金基金や確定給付型企业年金では、年金数理に基づく年金財政基準に依拠し、企業会計における退職年金の評価は、退職給付債務会計基準に依拠する。

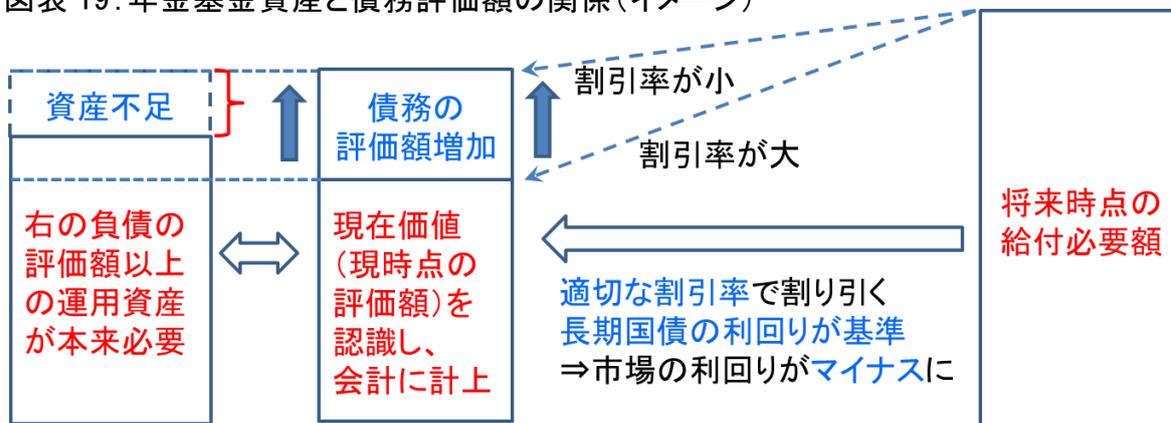
国債金利のマイナス化により、割引現在価値の算出に用いる割引率が低下し、年金債務の評価額が大きく膨らむことになる。

それに見合った額の資産を保有できていれば良いが、そうでなければ、積立不足になる可能性がある。実際に、マイナス金利による割引率の低下で計算上、積立不足になった年金基金も発生したと伝えられている。

もし、積立不足が財政基準上の許容限度より大きくなると、年金基金運営の健全性維持のために、事業主の掛金を上げざるを得なくなるというリスクがある。

※割引率は、直近1時点での国債金利そのものを用いるのではなく、直近までの平均値や数理調整した値等を使用できる。

図表 19: 年金基金資産と債務評価額の関係(イメージ)



(出所) 筆者作成

実は、この企業年金基金の債務評価の増加は、医療界にとっても他人事ではない問題である。

病院には、厚生年金基金や確定給付型企业年金に加入しているところも多い。病院経営にとって、加入する厚生年金基金や確定給付型企业年金の運営のあり方や財政状況の悪化は看過できない問題なのである。

医療界・医業経営において、マイナス金利の影響は思いがけない所から及んでくると言える。

※なお、トランプ氏の米国新大統領当選以降、株式市場が反発上昇し、為替も円安に戻ったため、足元では、資産の時価評価額が増加し、積立不足をあまり懸念しなくても済む状態になっているが、将来、いつ逆方向の動きが起こるかかもしれず、注意が必要であることに変わりはない。

3-3. 国民生活

国民の日常生活（家計）への影響を総括的にまとめると、以下の通りである。

① 預金金利等の低下によるマイナス

預金金利等の低下は、低下幅自体は既に極めて低金利になっていることもあり、ごくわずかではあるが、家計にとってマイナスの影響である。

さらに、預金金利自体はマイナスにはなっていないが、ATMからの預金引き出し手数料や振替・振込時の手数料の引き上げ等の形で、利用負担が増し、預金金利の実質マイナス化が更に強まる恐れもある。

※また、預金類似金融商品としてのMMFは、運用維持ができなくなったため、販売が停止され、償還に至っている。

② 住宅ローン金利の低下によるプラス

一方で、住宅ローン金利の低下は家計にはプラスである。

住宅ローン金利は、マイナス金利政策の導入後、指標となる国債金利のマイナス化を踏まえて、急速に下がった。

この住宅ローン金利の大幅低下と、金融機関の住宅ローンの積極的推進により、新規住宅ローンの額は著しく増加した。

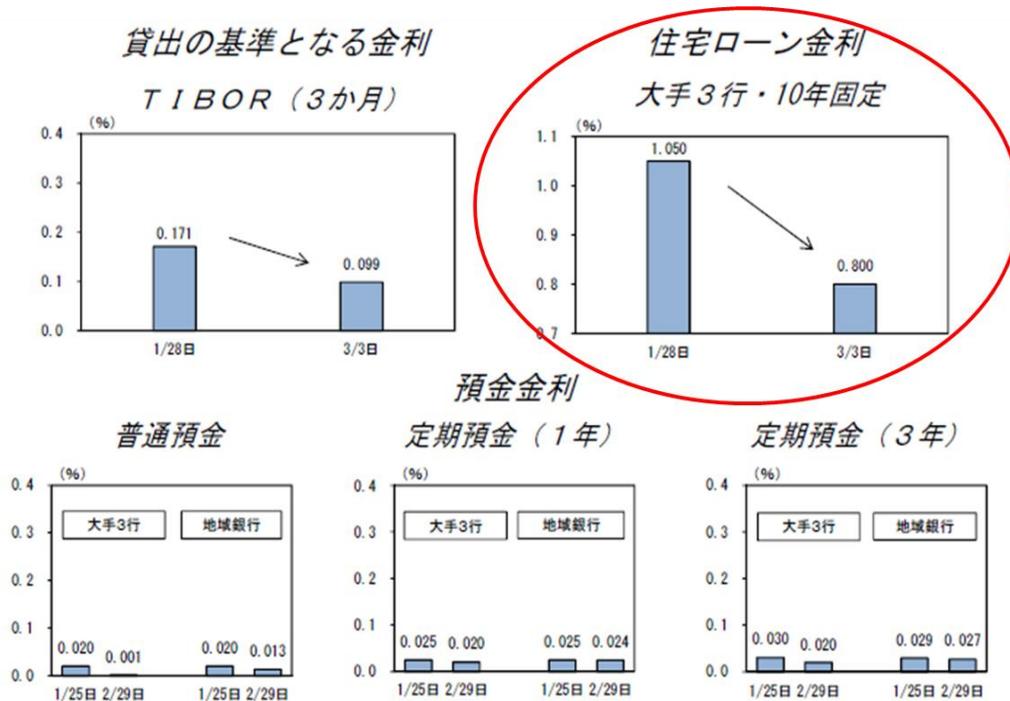
加えて、住宅ローン利子の税額控除の制度を利用すれば、税金還付によって、ローンの利払い額を削減できるが、マイナス金利導入後の住宅ローン金利の大幅低下によって、条件次第で、差し引きが実質プラスとなる場合も広がっている。

※住宅ローン利子の税額控除制度における税金還付額は住宅ローン残高の1%なので、住宅ローン金利が1%未満なら、減税による還付金>返済利息、となる場合がある。

また、住宅ローンの借り換えによるメリット享受も大きくなっている。

概ね、ローン残存期間10年以上、残高1000万円以上で、現在の金利との差が1%以上なら、借り換えは検討に値する。

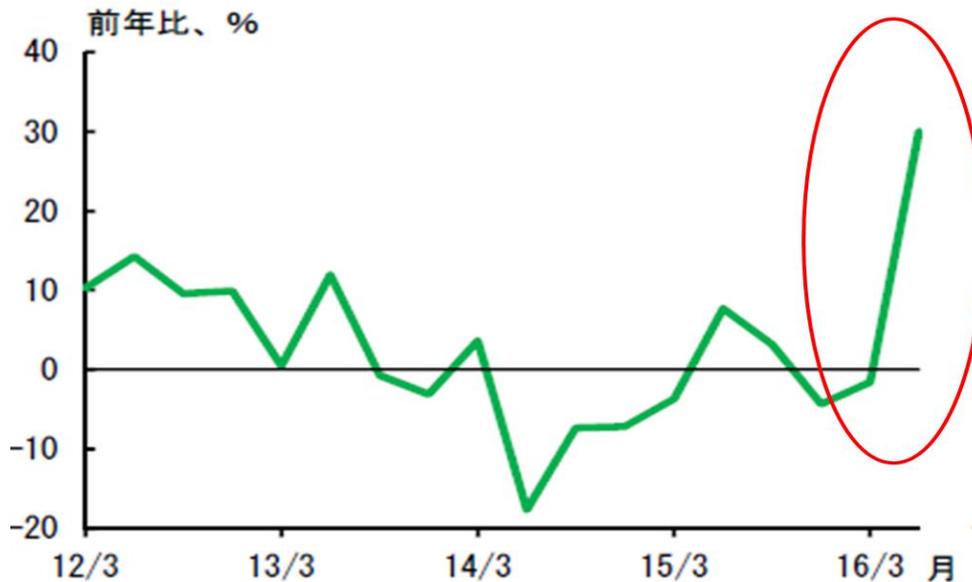
図表 20: 国民生活関連金利のマイナス金利導入前後での変化



(注) 預金金利は、店頭表示金利の単純平均。定期預金は、300万円未満。大手3行は、みずほ、三菱東京UFJ、三井住友。
 (資料) Bloomberg、各行ホームページ等

(出所) 日本銀行資料。丸囲いは筆者による。

図表 21: 住宅ローン新規実行額の増減率の推移



(注) 直近は 16年6月末。

(出所) 日本銀行資料。丸囲いは筆者による。

3-4. 医療界・医業経営

医療はここまで見てきたような一般産業界と異なり、公的保険による社会保障制度の担い手であり、市場主義や経済原理に基づいたビジネスの世界ではない。

結論から言えば、医療界・医業経営へのマイナス金利の「直接的」な影響は、これまでのところ、総じて大きくないと言える。

(1)マクロ:医療政策・制度面からの影響

マクロ（医療政策・制度）面を通じた影響を、念のため確認しておく。

マイナス金利導入によって、これまで見てきたように、金融市場は一時混乱し、民間ビジネスはプラス・マイナスの影響を多少なりとも直接的に受けているが、医療分野においては、国民の医療ニーズや受診行動がマイナス金利政策で変わることは考えられないし、医療提供側の活動も変わらないであろう。

例えば、次期の診療報酬の改定方針や点数調整に、直接、マイナス金利が影響を及ぼすことは考えられない。

また、地域医療構想や地域包括ケアシステム等の推進面においても、その内容や遂行計画等に、直接的な影響はない。

但し、後述するが、マイナス金利政策も含めたアベノミクスの先行き次第で、医療経営を取り巻く情勢が大きく変わりうる点は留意が必要である。

政府の目論見通りに経済運営が進まなければ、社会保障（医療等）への圧力が今以上により一層高まる恐れがある。

(2)ミクロ: 医業経営への影響

ミクロ（医業経営）面への影響としては、資金調達面での金利コストの低下効果を指摘できる。しかし、これはかなり限定的なものである。

金利コストの低下により、医療機関の財務面でメリットがあると考えられるが、その度合いは、個々の医療機関の財務状況や取引金融機関の貸出態度にもよるが、既にそれ以前の金利が十分低いことから、更なる低下によるコスト軽減効果は、総じてあまり大きなものでないと思われる。

公表されている各種統計調査から、マイナス金利導入による医療機関の経営や財務への影響を、数値で抽出することは困難である。

そこで、ここでは、日銀の資料データを参考に、①借入金利の低下余地、②銀行の融資態度の変化について、簡単な考察を行う。

① 借入金利の低下余地

金融機関の貸出金利（医療機関から見れば借入金利）が低下したことは確かであるが、先に見たように、貸出金利の低下は限界に近づきつつある。

金融機関の新規の貸出約定金利は、日銀の資料統計によれば、平均で0.5%～0.7%に低下している。

貸出競争の中、貸出金利の低下圧力は有るものの、預金金利の引き下げ余地は無く、利鞘の確保が困難になりつつある中、銀行の貸出金利の低下は限界に近づいていると言えよう。

従って、これ以上、低下する余地はほとんど無いと思われる。

② 金融機関の貸出態度

上記で再確認したように、利鞘が縮小し、貸出の採算が採れなくなりつつある。

金融機関の貸出態度は、金融機関ごとに貸出方針が異なるし、貸出先の経営状態によっても千差万別であり、様々な見方や情報があって一概には言えないが、日銀の金融機関への調査結果によれば、マイナス金利導入後、中小企業向けの貸出スタンスは、全体として、むしろ慎重になっている。

総じて言えば、マイナス金利導入により、医業経営において、資金調達が以前に比べて、著しく緩和したということはあまり無いように思われる。

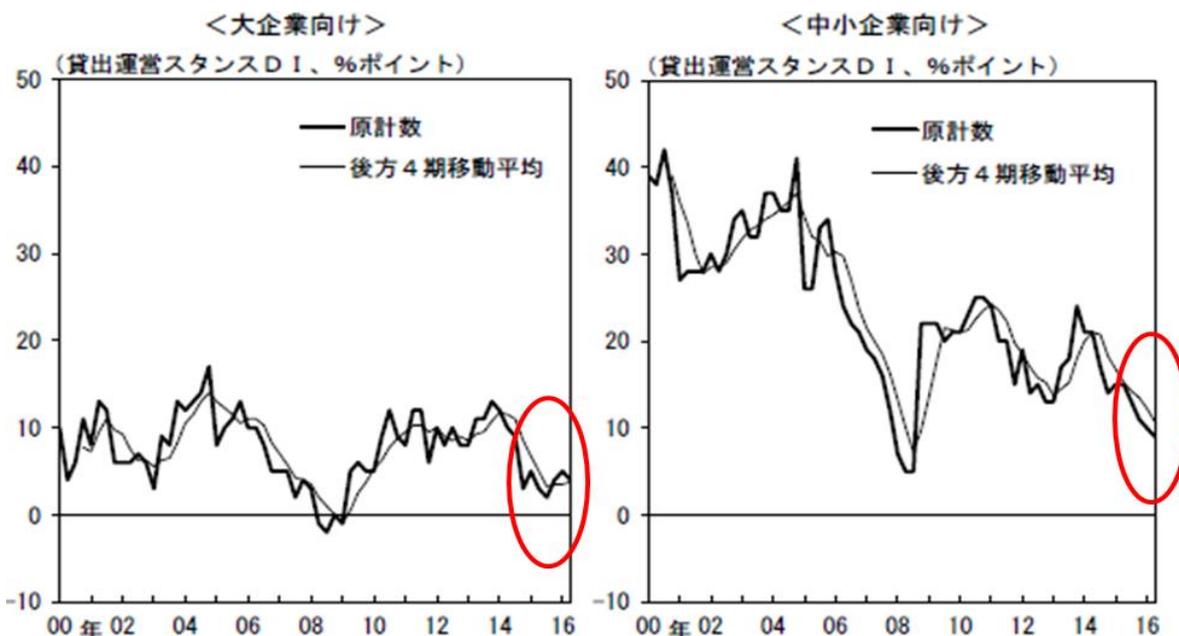
図表 22: (再掲) 銀行の貸出約定平均金利の推移



(注) 直近は **16年8月**。後方6か月移動平均。

(出所) 日本銀行資料

図表 23: 銀行の貸出運営スタンスDI の推移



(注) 1. 短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
2. 日本公庫調査(中小企業)の2016/30は、7~8月の値。

(注) DI 値が大きいほどスタンスが積極的、小さいほど消極的であると解釈される。

(出所) 日本銀行資料。丸囲いは筆者による。

(3)関係する年金基金の病院経営への影響

医療界においても、医療従事者の福利厚生・老後保障として、都道府県ごとに厚生年金基金等が設立され、運営されてきた。

※厚生年金基金は原則、廃止されるので、18年度末までに、解散または確定給付型や確定拠出型の企業年金への移行が進みつつある。

厚生年金基金や確定給付型年金は、事業主が確定年金基金額を支給する責任があり、掛金の追加拠出等のリスクがある。

「3-2-(4)生保・年金基金および同(5)企業年金基金の債務評価」の項で見たように、マイナス金利によって、生保同様に年金基金も、資産運用において、国債による安全確実な運用が困難になった。

さらに、年金基金債務評価に用いる割引率の低下により、財政計算上、積立不足になる恐れがある。

現に、そうした年金基金も発生したと伝えられており、加入している年金基金等の運営リスクには十分な留意が必要である。

(4)福祉医療機構の貸付利率

福祉医療機構の貸付利率を見ると、引き下げられているがマイナスにはなっていない（直近では長い期間のゾーンではやや利率が上昇している）。

福祉医療機構は財政投融资の一部であり、貸付金の原資は、財投機関債の発行によって市場からの調達等で充当されている。

現在、福祉医療機構が発行する財投機関債の金利コストは、国債のマイナス金利化の恩恵を享受し、調達から償還までの期間によっても異なるが、ほぼゼロ付近である。

福祉医療機構は利益追求する営利法人ではないので、民間金融機関と異なり、貸付金利に利益をできるだけ上乗せする動機も必要もないはずである。

その使命と意義を考えれば、貸付金利をさらに低くする努力が必要と思われる。

※福祉医療機構は独立行政法人で、財政投融资をもとに、設備購入や建築を中心に、民間病院や診療所、老人、障害者福祉施設等に、長期の資金を融資する。

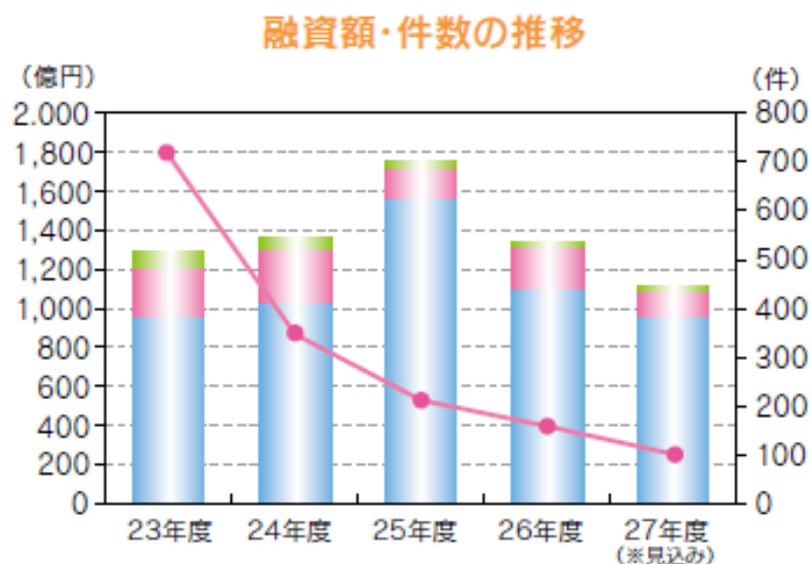
図表 24:福祉医療機構の主要貸付利率の推移(%年率)

	償還期間			
	10年以内	10年超 20年以内	20年超 30年以内	
2013年6月末	0.90%	0.90%	1.30%	異次元緩和開始直後
2016年4月末	0.30%	0.30%	0.40～0.50%	マイナス金利導入直後
2017年1月末	0.21%	0.21～0.50%	0.50～0.70%	

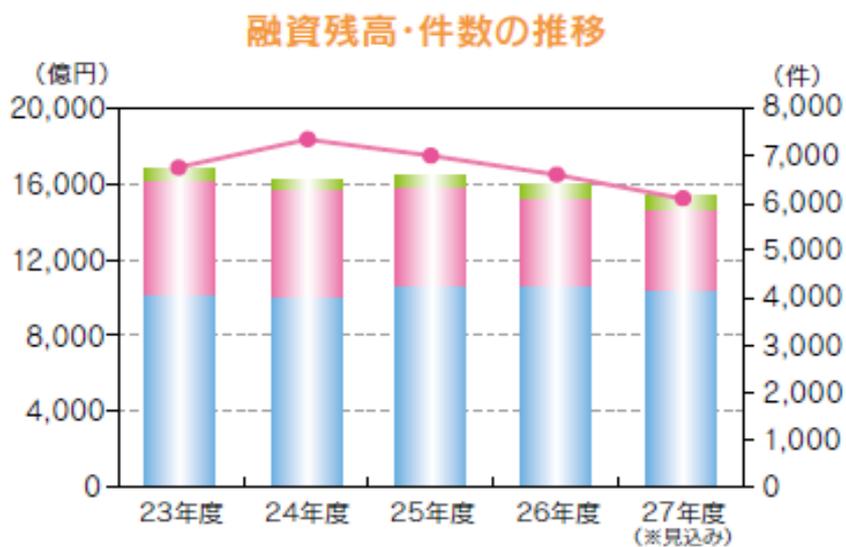
(注) 病院・診療所の新築用資金、全期間固定金利の場合

(出所) 福祉医療機構の公表情報から筆者作成

図表 25: 福祉医療機構の医療貸付事業の推移



(注) 棒グラフは融資の新規金額、折れ線グラフは新規件数
 (出所) 福祉医療機構資料



(注) 棒グラフは融資の金額残高、折れ線グラフは件数残高
 (出所) 福祉医療機構資料

4. 今後の展望

4-1. マイナス金利政策の誤算と「出口」リスク

(1) マイナス金利政策の誤算

「2. マイナス金利（政策）の理論的効果と実際の影響」で確認したように、マイナス金利政策の導入後1年を総括すれば、日銀の意図した通りの効果・影響を日本経済にもたらさなかった。

日銀の誤算について、改めて簡単に整理すれば、

- ① 金融システムの中核である銀行経営に打撃を与えてしまう政策であったこと
- ② 異次元緩和の政策的限界が懸念され、金融市場に動揺が広がったこと
- ③ 海外経済の懸念や原油価格の下落も重なり、逆に円高・株安が進行したこと
- ④ 結果として、物価は上がらず、国民や企業の不安心理をむしろ高めてしまい、これまでのところ、投資や消費意欲の拡大に効果があったとは言えない。

端的に言えば、副作用の大きい政策を最も悪いタイミングで実行してしまったと言えよう。

なお、先行きへの不安心理の現れとしては、マイナス金利政策導入後、国民の現金志向・貯蓄志向がむしろ強まったと考えられる動きが観察されている。

日銀の統計では、現金通貨（流通紙幣・硬貨）の増加傾向が強まり、特にマイナス金利政策導入直後は日銀券の発行残高が大きく増えている。

これは銀行から預金を引き出し、現金化する人々が増えたためと考えられる。ちなみに、小型金庫の販売が好調になり、貸金庫の需要も増えたと言われている。

※世界的には、むしろ、キャッシュレス化が進展しており、特にスウェーデン等北欧では経済取引活動に占める現金の割合は大きく低下している。

実行における誤算等は横に置くとしても、問題なのは、今後、政策の出口問題と絡んで、社会保障も含めた政策運営や医業経営等にも小さくないリスクが出てくる可能性があることである。

以下では、これらの点に焦点をあてて考察を行う。

(2)当初想定の短期戦から予想外の長期・体力戦へ

黒田総裁就任以降の日銀の異次元緩和策を振り返ると、当初想定された短期決戦から予想外の長期・体力戦にシフトしてしまっただけと言えよう。

そもそも、黒田日銀総裁の当初の戦略では、『2年後に2%インフレにする』という目標を短期戦で実現させることを想定していた。

そのための戦法（方策）が意表をつくサプライズ緩和で、『戦力の逐次投入はしない』として、予想を超えるレベルで兵力（手段）を一挙に投入したのである。

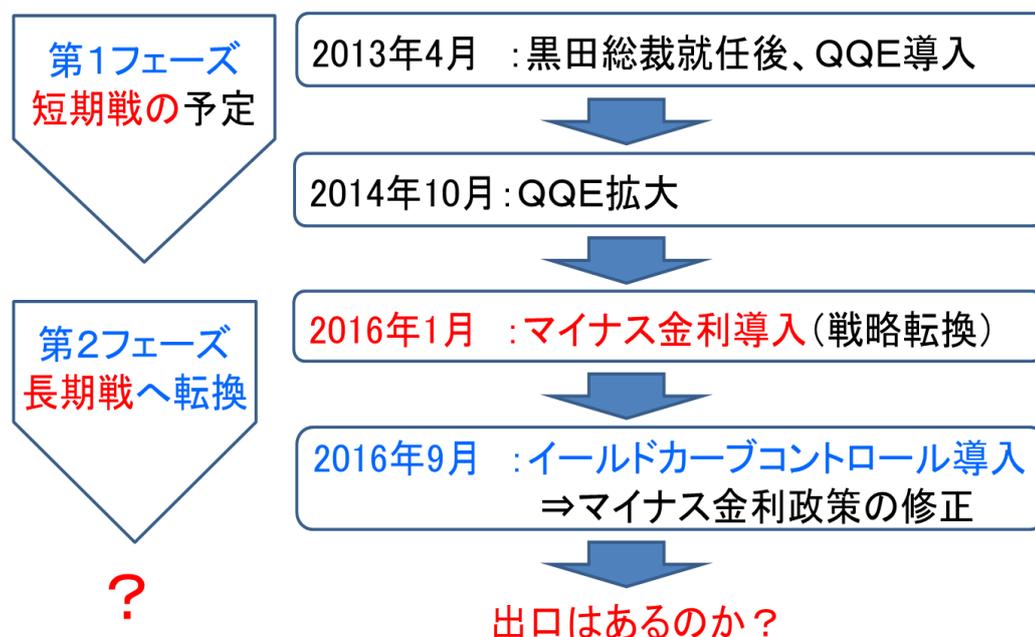
ところが、思ったようにはうまくいかず、当初の目標を実現できないまま、戦略の限界も見えてきて、目標達成時期を先送りすることになった。

当初は2015年度頃としていた達成時期を、直近では2018年度頃としている。

そこで戦局を打開するために、戦法の軸を「マネー量」から「金利」に移した。これがマイナス金利の導入であるが、実行時の環境も悪く、戦果は芳しくない。

こうして、当初の意に反して長期戦を余儀なくされ、手持ちの武器・戦法も限られつつある、というのが現状である。

図表 26: 日銀の異次元緩和(QQE)開始以降の戦略の変化



(出所) 筆者作成

補論4:太平洋戦争とのアナロジー

(日銀の異次元緩和開始→マイナス金利導入までの変遷)

日銀の異次元緩和開始→マイナス金利導入までの変遷は、太平洋戦争とのアナロジーを指摘できる。

① 緒戦の勝利

太平洋戦争で、山本五十六長官は『半年や一年は存分に暴れてみせる』と言い、当初の真珠湾奇襲や東南アジアへの進駐等は華々しい成果を挙げた。これは、効果大であった日銀の当初のサプライズ緩和と似ている。

② 重要な節目の戦いでの敗着

ミッドウェー海戦では、状況認識のミス等もあり、大きな損害を蒙って敗れ、これを契機に戦局は不利となった。一方、マイナス金利政策も、外部環境悪化等の誤算もあり、各方面で悪影響が出て、日銀の政策遂行への不信や懸念が高まってしまった。

③ 勝利が見えないまま、強気を続け、戦いは長期化

太平洋戦争中、大本営は誇大に「戦果」ばかり強調し、「敗退」は「転進」と言い換えていた。やはり、黒田総裁も、『効果を発揮している』『政策に限界はない』と強気の発言を繰り返している。

④ 最後は降伏で戦い終結

太平洋戦争は、本土空襲、広島・長崎への原爆で国土焼け野原となり、無条件降伏で終結した。

さて、日銀の金融政策の結末はどうなるのであろうか。

首尾よく、「脱デフレ・経済の好循環」が実現し、「出口」から軟着陸することができるのか。

それとも、破綻的結末（国債暴落、インフレ高進）になるのか。

(3)将来の日銀リスク①:: 国債市場の日銀支配による機能マヒ

日銀の政策の将来の出口戦略に絡んで、対応が懸念される問題の一つは、国債市場で日銀の存在が極めて大きくなり、国債を買い占めつつあることである。

日銀は、政府が毎年、新規発行する額を上回る国債を買い入れている。

借り換え分を除く新規国債の年間発行額の40～50兆円に対し、買い入れ額（保有純増）目途は年間80兆円であり、30兆円余りは既発債を買い進むことになる。

国債発行残高の約930兆円のうち、日銀は約400兆円を既に買い込んでいる。

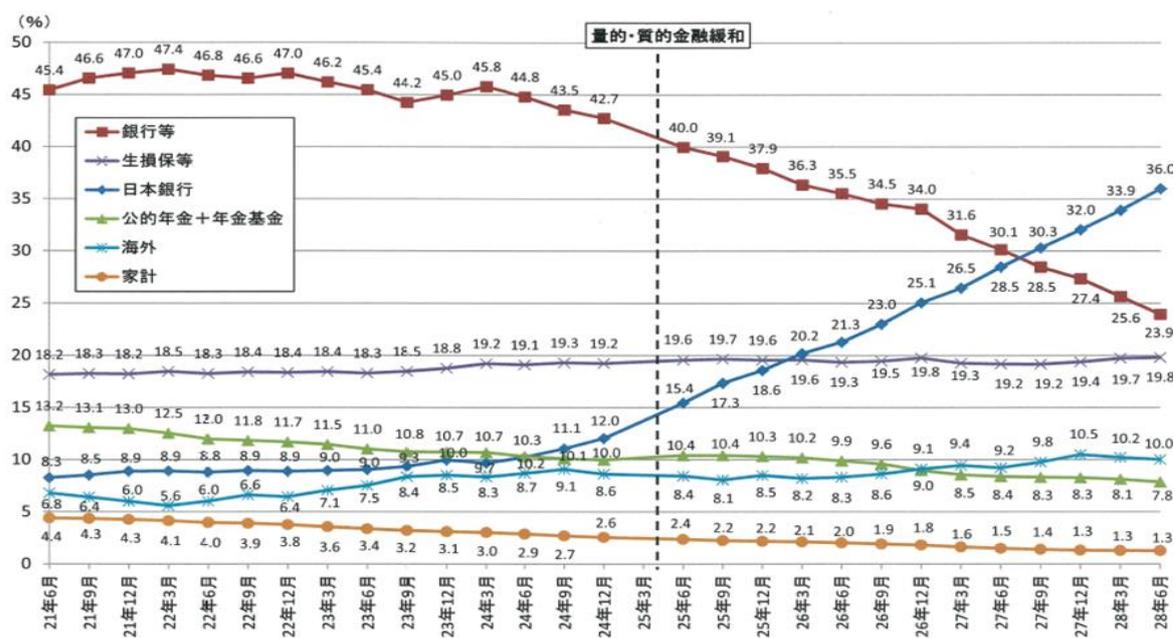
仮に、国債新規発行額が横ばいで、日銀がこのままのペースで買い続ければ、国内のあらゆる国債を15～16年程度で買い尽すことになる。

実際には、銀行や生保等は資産運用や様々な用途のために国債が必要であり、保有ゼロにしないので、日銀が実質的に買い尽くす時期はずっと早くなるだろう。

日銀の国債の大量購入により、国債市場は歪み、その機能は半ば麻痺している。先行き国債が払底し、市場が事実上消滅するとの見方も荒唐無稽なことではない。

それまでに財政再建の目処が付き、日銀の政策も出口に向かうことができるか、その意味で、マイナス金利政策は財政問題と連なった「時間との戦い」と言える。

図表 27: 国債の保有主体別構成割合の推移



(出所) 日本銀行：資金循環統計
 (注) 「銀行等」には「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。

(出所) 財務省資料

(4)将来リスク②: 国債高値買いによる日銀の大幅な損失

日銀の国債の大量購入のもう一つの問題点は、収益的にマイナスリターンとなるような高値で国債を買い入れていることである。

その結果、日銀には、その分の損失が発生することになる。

日銀の公表統計から計算すると、国債の高値買い入れで累積した保有国債残高による潜在的な損失は自己資本額を大幅に超えていると見られる。

日銀の財務会計は償却原価法なので、途中売却して損失が実現化しない限り、一度に大幅な損失が明示的に出ることはないが、財務健全性の点で懸念される。

※償却原価法は、債券を額面より高い額、または低い額で取得した場合、満期までの期間、その差額を一定の方法で毎決算期に貸借対照表価額に加減して償却する方法。この加減額は受取利息や支払利息として損益計算上に計上される。

さらに、もし、日銀の金融緩和が出口を迎えれば、現在はマイナスの長期金利が上昇（債券価格は下落）し、日銀の保有国債の損失は大きく膨らむ。

仮に長期金利が1%上がると、日銀の保有国債の時価は約30兆円下落する。

このため、日銀は将来、保有国債に損失が生じる事態に備え、2015年度に国債利息収入を引当金に積める制度を設け、毎年数千億円の引当金を積んでいる。

なお、この引当金の分は日銀から国庫への納付金額が減少することになるので、日銀の国債の高値・大量購入による損失のコストは、結局、国民負担に転嫁されることになる。

※日銀は企業の最終利益にあたる剰余金のうち、原則として95%を国庫納付金として、政府に納めている。これは一般会計の歳入となる。

図表 28: 日銀の保有国債の残高と自己資本額の推移

単位:兆円	①営業毎旬報告 (取得額ベース)	②保有国債の 銘柄別残高 (額面・元本ベース)	①-② (オーバーパー分)	自己資本残高 (資本金+引当 金+準備金)
2012年10月末	86.07	84.82	1.25	5.95
2013年4月末	98.13	96.72	1.41	5.95
2016年9月末	397.60	332.33	65.27	7.68

(出所) 日本銀行公表統計から筆者作成

4-2. 財政のマイナス金利メリットと先行きへの懸念

(1) マイナス金利政策の最大の利益享受者: 政府

マイナス金利政策の最大の利益享受者は、実は、巨額債務を抱える政府である。

① 国債のマイナス金利発行で差し引きプラス収支

借入れを行うと、元本に加えて、通常はプラスの金利を支払うことになるので、当初借入額<返済額合計となるが、マイナス金利では、当初借入額>返済額合計となり、借入れによりかえって得をすることになる。

実際、マイナス金利政策の導入後、国債発行の差引収支はプラスとなっている。

国債の年間総発行額は約 160 兆円である（2016 年度）が、もし仮に、その全てを▲0.2%の金利で発行すれば、単純計算で収支上、約 3200 億円プラスになる。

② 政策の長期継続による利払い費の削減

現在、国債の年間利払い費は約 10 兆円で、一般会計予算にしめる割合は約 10%（2016 年度予算ベース）であり、国家財政に重い負担となっている。

ちなみに、一般会計の中の医療給付費は約 11.3 兆円であるが、利払い費はそれにほぼ匹敵する大きさである。

仮に、日銀が今のマイナス金利政策を長期に継続することになれば、その間に、金利が高めの時期に発行した国債が順次償還となり、マイナスかほぼゼロの金利コストで借り換えられていく。

既発行残高の平均償還年限が約 9 年であることを考えると、ラフな計算だが、利払い費は 10 年後に 1 兆円以下に減る可能性もある。

実際に、財務省は、来年度の 2017 年度において、発行する国債の金利をゼロと想定して、予算を組んでいる。

上記の現象は国家財政にプラスに寄与することになるが、政府が言わば自らの努力なしに得た「不労所得」であり、本当に良いことなのかどうか疑問である。

利払い費の減少は財政赤字の構造的問題を解決することには決してならない。むしろ、財政健全化が困難さが増しつつある中、財政規律が失われてしまうことによる弊害が懸念される。

(2)財政健全化に向けた「時間との戦い」

「脱デフレ・経済の好循環」に実現とともに、財政健全化に向けた戦い（政策）は、少子高齢化が進む中で、「時間との戦い」の様相を強めている。

以下で、財政に関する時間的猶予に関して、3点確認したい。

① 国債発行（政府債務）残高の危機的増大

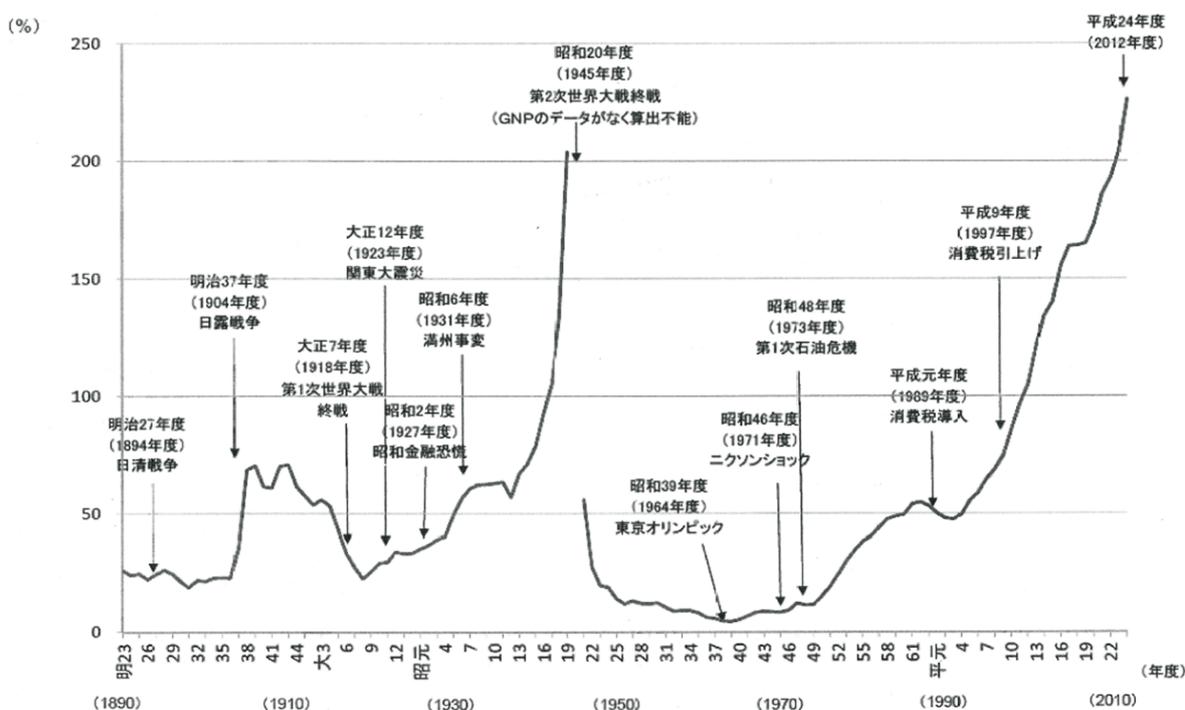
現時点での我が国の財政赤字および国債発行（政府債務）残高が、世界各国とクロスセクションで比較して、極めて大きいことはよく指摘されるところである。

国債発行（政府債務）残高をヒストリカルに見ると、太平洋戦争時の戦前から戦中にかけての戦時国債等の乱発とよく似た恰好で増大していることがわかる。

太平洋戦争の場合には、敗戦となり、超インフレ・国家財政の破綻と言う形で、結局は、国民負担によって巨額の債務は処理された。

もちろん、当時とは時代環境が全く異なるし、経済や財政への知見、政策手段も進化しているので、今後については何とも言えないが、現在の政府債務が危機的な大きさにあることは間違いないだろう。

図表 29: 政府債務残高の名目 GDP 等に対する比率の長期推移



(出所) 証券アナリスト協会セミナー2017年1月23日：小黒一正法政大学教授資料

② プライマリーバランス 2020 年黒字化目標は風前の灯火

政府は、2020 年度までにプライマリーバランスを黒字化するという目標を掲げているが、その達成は事実上、極めて困難になっている。

最新の内閣府の試算では、これから毎年、実質 GDP が 2.0% 成長を続けても、2020 年に 8.3 兆円の財政赤字が残る。

財政健全化の一丁目一番地と見られていたプライマリーバランスの黒字化は風前の灯火となっている。

なお、安倍政権内部では、プライマリーバランスの黒字化は諦め、目標を公的債務の対 GDP 比の抑制に置き換えようという動きが生まれている。

マイナス金利政策が続く限り、プライマリーバランスが黒字にならなくても、公的債務の増加が抑えられるので、対 GDP 比の低下が可能だからである。

※プライマリーバランスは、国家財政等の健全性を表す指標。

新規国債発行額を除いた歳入額（税収・税外収入）と、国債費（元本返済や利払費）を除く歳出額（一般政策経費）との差額。

③ 財政の「ワニの口」の拡大

国家財政の収入と支出の不均衡はここ十数年拡大してきた。

これはその形状から「ワニの口」と呼ばれているが、残念なことに、そのほとんどが社会保障分野での不均衡から生じている。

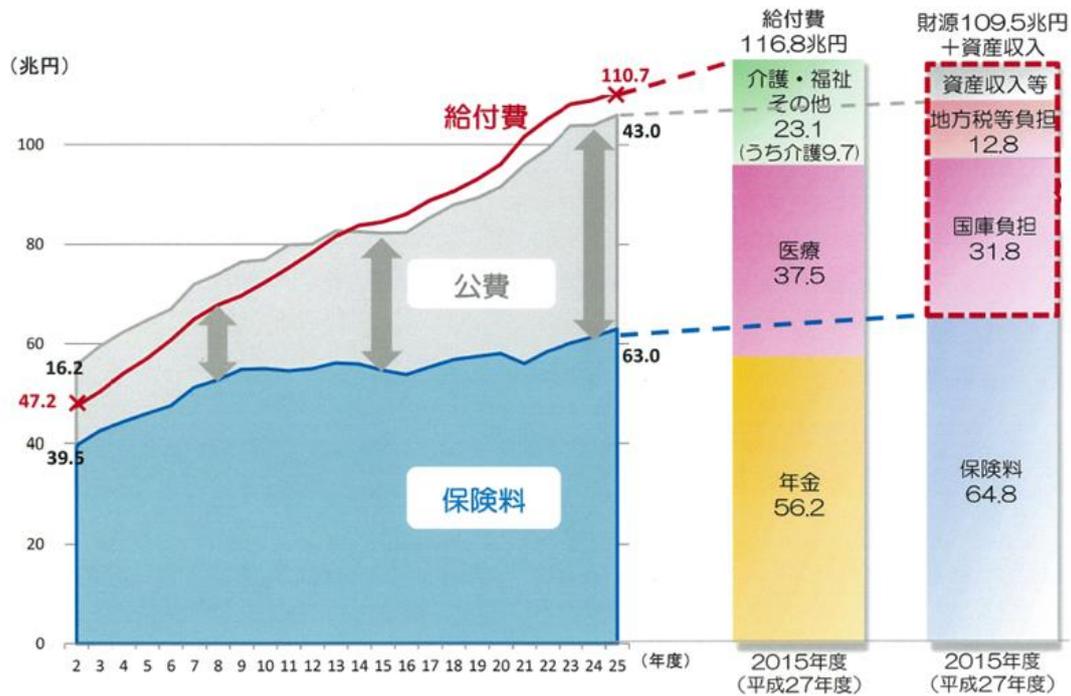
過去十数年、社会保険料収入はほぼ横ばいであるが、給付費は増え続けており、この差を公費負担（税金や国債）＋資産収入で埋める政策的構図となっている。

プライマリーバランスの黒字化が困難となってしまった現在、この「ワニの口」が今後も続いていくことが懸念される。

これを埋めていくには、歳出を抑制する一方、持続的な経済成長を実現することはもちろんだが、それだけでは達成は難しく、結局、消費税引き上げを行うしかないことを多くの学者や専門家は指摘している。

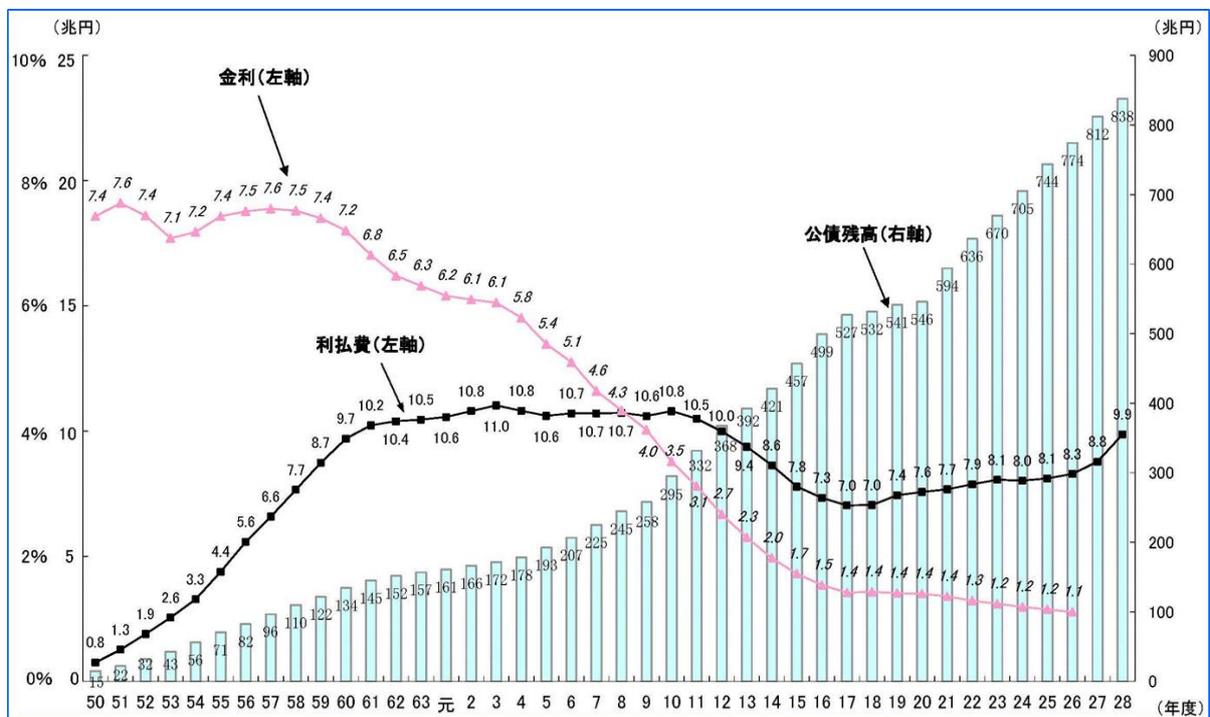
このままでは、消費税を、将来的に 20%～30%にまで上げざるを得ないとする見方が多い。

図表 30: 社会保障の収入給付と財政負担の関係



(出所) 財務省資料

図表 31: 国債の残高、金利、利払い費の推移



(出所) 財務省資料

4-3. 医療界に起こりうる将来リスク

(1) 社会保障(医療等)へのマクロ的な将来リスク

① 政策の時間軸リスク (社会保障の「2025年」問題とのオーバーラップ)

マイナス金利の「出口」、財政の限界も含めた今後の展望の中で、明確なのは、マイナス金利政策（広く言えばアベノミクス）が奏功しなければ、今でも厳しい適正化対応を迫られている社会保障分野（医療、介護、年金基金等）への圧力がより一層強まるのは避け難いことである。

しかも、この点でマクロ的に懸念されることは、時間軸的に見て、社会保障の「2025年」問題が、日銀の「出口」戦略の時期や財政赤字・政府債務問題の限界と、オーバーラップすることになりかねない点である。

マイナス金利政策自体は、我が国経済の状況を鑑みると、当分の間、続けざるを得ないと思われるが、その先行きの視界は極めて不良である。

この異常とも言える金融政策の「出口」がどのようなものになるのか、現時点では全く不透明である。

② トランプリスク (政策の不確実性の増大)

トランプ大統領の登場で世界の政治・経済のあり方や方向は変わりつつあるが、トランプ政権が我が国の政策の不確実性を増す要因である点も気がかりである。彼の当選を契機に、世界的に長期金利は底打ちし、株価は上がり、為替はドル高になったが、これは、これまでのところ、トランプ氏の掲げる経済政策（雇用拡大、インフラ投資、規制緩和等）に対して、期待先行で反応したためである。

しかし、今後、「負」の面（保護主義等）への懸念が強まることも考えられる。我が国に対しては、トランプ政権から円安や対日貿易赤字等への批判が高まり、円高基調への転換、株価の大幅下落等が起こる可能性は十分にある。

これに対し、日銀は更なるマイナス金利や新たな対応を迫られるかもしれない。しかし、金融市場や実体経済が目論見通りの方向に反応をすることは限らない。

加えて、日銀の政策が「為替の円安誘導」とトランプ政権から強く批判される可能性もある。その場合、対応は極めて難しい舵取りを余儀なくされるだろう。

(2) 医療経営への将来リスク

3-4. で見たように、医療界・医療経営におけるマイナス金利の「直接的」影響はあまり無かったと思われる。しかし、今後の政策の先行き次第で大きな影響が出てこよう。

実は、医療界・医療経営にとって、本当に気をつけなければならないのは、目下のマイナス金利ではなくて、将来的に本当に金利が上昇した時だと思われる。

我々はほぼゼロに近い金利水準に慣れきっていて、それが永遠に続くかのように思い込んでいるところがあるが、むしろ今が異常なのであり、そうではなくなる可能性も十分にある。

もし、日銀の政策やアベノミクスが首尾よく成功して、インフレ率が安定的に2%になり、「脱デフレ・経済の好循環」が実現すれば、日銀は「出口」へ進み、今の政策を解除しようとするだろう。

その場合、教科書的に素直に考えれば、経済メカニズムで市場金利も2%程度上がるだろう。

また、仮に、日銀が今後の政策対応や金融市場のコントロールに失敗すれば、経済は大きく混乱するであろう。

株価は大きく下落し、市場金利は高騰し、2%以上に跳ね上がるかもしれない。

一般病院の医療利益率が、開設者によっても異なるが、平均1%前後の中で、市場の長期金利が大きく上昇し、それに伴って借入金利も引き上げられたなら、個々の医療機関の経営状態や財務構造にもよるが、かなりの数の医療機関において、医療利益の大半が失われ、経営が苦境に陥る恐れがあるだろう。

※仮に日本企業全体でみた時、市場金利に連動して借入金利が6%上昇した場合、日本企業の経常利益合計額の約40%が損なわれるとの試算もある（週刊エコノミスト 2016. 11. 22号、廉了氏の論文）。

つまるところ、日銀や政府が政策に成功しても失敗してもいずれの場合でも、医療経営に与える影響（財務リスク）は小さくない可能性がある。

5. おわりに

本稿では、マイナス金利政策導入から約1年後、マイナス金利とその政策の実行について、これまでの動向を総括的に整理、評価するとともに、今後の方向について医療へ起こりうる将来リスクを含め、考察を行った。

簡単に振り返ってまとめてみたい。

マイナス金利政策導入によって、国債金利がマイナスとなり、貸出金利・預金金利も低下したが、その低下幅は既に超低金利であったことから、限定的であり、実質金利の低下や円安や株高効果で経済を刺激する成果が期待されたが、副作用のある政策を最も悪いタイミングで実行した形になり、期待したものとはかなり異なってしまった。

中でも、銀行業界や生保の運用面や商品販売面に打撃を与え、さらに、企業年金基金の債務評価面に悪い影響を及ぼしており、この点で企業年金基金等に加入している病院経営とも無関係ではない。

最大の利益享受者は政府であるが、マイナス金利で財政規律が失われてしまうことが懸念され、日銀が日本経済全体のバランスシート・リスクを負担する構図になりつつある中、マイナス金利政策は、時間的猶予の乏しい財政と連なった「時間との戦い」でもあるが、その「出口」は見えない。

こうした中、医療分野には、これまでのところ、マイナス金利の「直接的」影響は、あまり大きくは無かったと言える。

しかし、今後については、政策の先行き次第で、大きな影響が出てくることもありえる。

財政問題⇔社会保障問題への圧力の高まりの中で、マイナス金利政策を含めたアベノミクスがうまくいかないと、マクロ的な政策面・制度面から社会保障への適正化圧力が一層強まり、医療に対して少なからぬ影響をもたらす可能性がある。

さらに、医業経営にとって気をつけなければならないのは、今のマイナス金利ではなく、将来、金利が上昇した時である。

市場金利の上昇に伴って、借入金利が本格的に引き上げられたなら、医療機関によっては医業利益の大半が失われ、経営が苦境に陥る恐れがある。

このように、これまでのところ、医療にマイナス金利の「直接的」影響はあまり無いが、今後、マイナス金利政策の帰趨によっては、①マクロ面（政策・制度）からの適正化圧力、及び②ミクロ面（医業経営）への金利上昇による財務リスクを通じて、医療分野に対して少なからぬ影響をもたらす恐れがある。

したがって、医療界・医業経営とは一見無縁のようにも見えるマイナス金利であるが、十分に注意して見ていく必要があると思われる。

なお、この2つめのミクロ面の問題については、本稿ではあまり詳細まで踏み込まなかったが、今後の研究課題としたい。

【参考文献】

日本銀行ホームページ： www.boj.or.jp/

財務省ホームページ： www.mof.go.jp

内閣府ホームページ： www.cao.go.jp

徳勝 礼子（BNP パリバ証券債券調査部）

「マイナス金利」2015年11月、東洋経済新報社

加藤 出（東短リサーチ代表取締役社長チーフエコノミスト）

（監修）「図解とQ&Aですっきりわかるマイナス金利」2016年4月、宝島社

早川 英男（富士通総研エグゼクティブ・フェロー（元日銀理事））

「金融政策の「誤解」－“壮大な実験”の成果と限界」2016年7月、慶應義塾大学出版会

岩田 一政（元日銀副総裁）、左三川 郁子（日本経済研究センター金融研究室長）

「マイナス金利政策 3次元金融緩和の効果と限界」2016年8月、日本経済新聞出版社

白井 さゆり（慶應義塾大学総合政策学部教授、元日銀審議委員）

「超金融緩和からの脱却」2016年8月、日本経済新聞出版社

日本経済研究センター（編集）

「激論 マイナス金利政策」2016年11月、日本経済新聞出版社

年金基金資産運用研究会（編集）

「変革迫られる年金基金運用 マイナス金利の衝撃」2016年11月、日本経済新聞出版社

大村敬一（早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授）

「金融政策の総括検証の評価④ 債券市場の機能低下懸念」（日本経済新聞 経済教室、2016年10月4日）

西村清彦（東京大学大学院経済学研究科教授、元日銀副総裁）

「金融、政策飽和状態に」（日本経済新聞 経済教室、2016年8月22日）

高田 創（みずほ総合研究所常務執行役員・チーフエコノミスト）

「国債は民間債務の「身代わり地蔵」（週刊エコノミスト、2016年11月22日）

廉 了（三菱UFJリサーチ&コンサルティングス主席研究員）

「国債格下げリスク 資金調達コスト上昇で日本企業に打撃」（週刊エコノミスト
2016年11月22日）

植田和夫（東京大学経済学部教授）

「マイナス金利導入1年：上」（日本経済新聞 経済教室、2017年1月25日）

小倉義明（早稲田大学政治経済学術院教授）

「マイナス金利導入1年：中」（日本経済新聞 経済教室、2017年1月26日）

川野祐司（東洋大学経済学部教授）

「マイナス金利導入1年：下」（日本経済新聞 経済教室、2017年1月27日）