

# 国内外経済の動向

## マイナス金利政策のゆくえ

### 【ポイント】

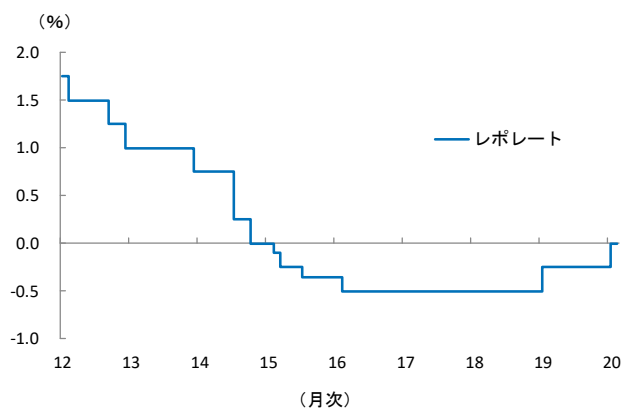
1. リクスバンクはスウェーデン経済が鈍化するなか、住宅価格の高騰や家計債務の増加などに対する懸念から、約5年続けたマイナス金利政策を解除した。
2. マイナス金利政策について、同行は力強い経済活動やインフレ率の上昇などに寄与し、当初期待したとおりの効果があったと評価する一方で、ひとたびマイナス金利政策が恒久的に続くと受けとめられた場合、各経済主体の行動が変化し、経済への悪影響が顕在化する恐れがあると指摘している。
3. 同行の決定が、その悪影響に配慮しつつもマイナス金利政策を継続する日本銀行における議論にどのような影響を及ぼすのか注目される。

新型コロナウイルスの感染拡大を受けた金融市場の混乱などに対応すべく、各国の中央銀行が大規模な緩和策の実施に踏み切っている。しかし、FRB（米連邦準備理事会）やRBA（豪州準備銀行）は政策金利をゼロ%まで引き下げた後、量的緩和を実施し、マイナス金利の導入には踏み切らなかった。すでにマイナス金利政策を導入しているECB（欧州中央銀行）や日本銀行についてもマイナス金利の深掘りを行うことはしなかった。少し遡ると昨年12月にスウェーデンの中央銀行であるリクスバンクが主要中央銀行のなかで初めてマイナス金利政策の解除に踏み切っており、本稿ではリクスバンクにおける議論をもとにマイナス金利政策の効果や副作用について整理したい。

### 1. 経済が鈍化するなかでのマイナス金利政策解除

2019年12月19日、リクスバンクは政策金利であるレポ金利をマイナス0.25%から25ベーシスポイント引き上げ、ゼロ%とすることを決定した。2015年2月に、量的緩和の実施（100億スウェーデン・クローナの国債購入）と同時に、レポ金利をマイナス0.1%に引き下げて以来、およそ5年にわたって続けたマイナス金利政策を解除した（図表1）。もっとも金融政策レポートでは、「経済が強い状態から弱い状態に向かうなか政策金利を引き上げることで、インフレ目標の達成が脅かされることはない。ゼロ金利と大量の国債購入が引き続き緩和的な金融環境を創り出し、インフレ目標の達成に寄与する。」としている。今後のレポ金利の見通しについては、2022年前半までゼロ%を維持すること

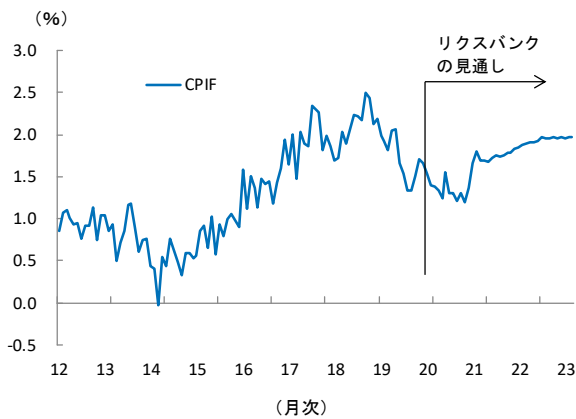
図表1. 政策金利の推移



(資料) リクスバンクより富国生命作成

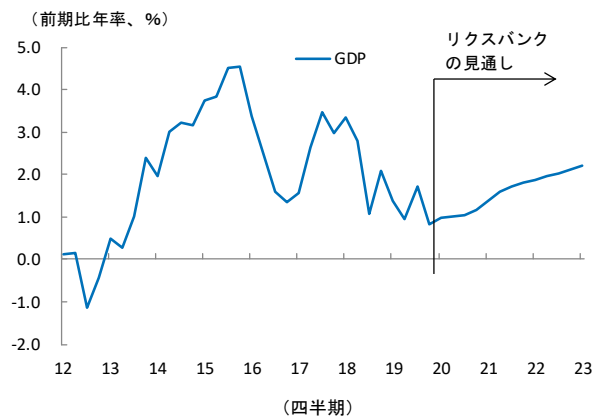
が示されており、今後2年程度は現状維持が足元でのメインシナリオとなる。また、経済が現在の見通しと比べて下振れるようなことがあれば、利下げや他の政策手段を用いて金融緩和を強化するとし、今般の利上げが金融引き締めのはじめと受け止められないように腐心している様子うかがえる。足元のスウェーデン経済はインフレ率が1%台後半と2%の物価目標に届いておらず、同時に発表された中銀の経済・物価見通しによれば、住宅ローンの影響を除く基調的なインフレ率（CPIF）は2020～2021年に前年比+1.7%、2022年に同+1.9%と予測期間中は物価目標に届かない（図表2）。また、実質GDP成長率についても2020年は前年比+1.2%と弱く、経済成長率が巡航速度まで加速するのは2021年以降の見通しとなっており（図表3）、景気や物価の動向をみる限り、必ずしも利上げを急がなければならない環境とはいえないだろう。

図表2. 消費者物価（CPIF）の推移



(資料) リクスバンクより富国生命作成

図表3. 実質GDP成長率の推移



(資料) リクスバンクより富国生命作成

## 2. なぜマイナス金利政策の解除に踏み切ったのか

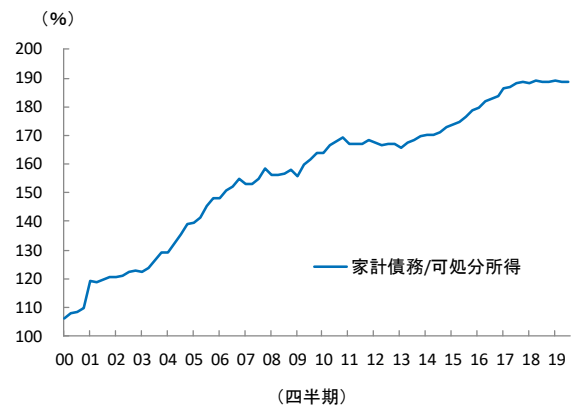
リクスバンクが利上げに踏み切った最も大きな要因として、マイナス金利の必然として資産価格とりわけ住宅価格が騰勢を強めていること、そして、もともと高水準にあった家計部門における所得対比の債務が低金利環境の長期化や住宅価格の上昇などを背景に一段と上昇していることが指摘されている（図表4、5）。過剰なリスクテイクに対して懸念が示され、資産価格の著しい騰勢が続いた場合、家計部門をはじめとして複数の経済主体が持続不可能なペースで債務を積み上げてしまうことを恐れている。スウェーデンの家計債務は可処分所得対比でも上昇傾向にある。こうした状況のもとで、住宅価格が下落に

図表4. 住宅価格の推移



(資料) リクスバンクより富国生命作成

図表5. 家計債務の可処分所得比

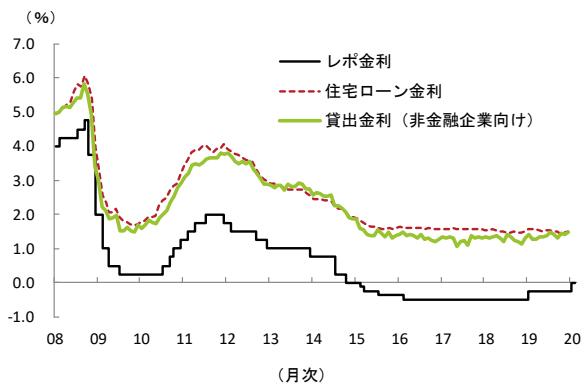


(資料) リクスバンクより富国生命作成

転じた場合、家計部門のバランスシート調整を通じて実体経済が長期的な停滞に追い込まれる懸念は決して小さくないだろう。

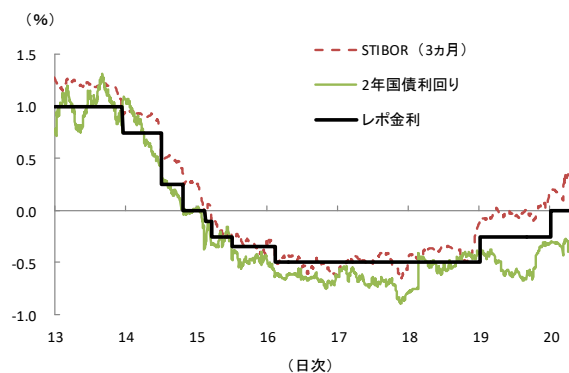
このほか、マイナス金利政策の継続によって金融仲介機能が阻害される可能性を指摘している。金利の引き下げが金融機関の収益を過度に圧迫し金融機関の貸し出し姿勢が消極化したり、マイナス金利に伴うコストを転嫁するために貸出金利が上昇することなどを通じて金融仲介機能が阻害され、かえって金融緩和の効果が反転する、いわゆるリバーサル・レートという論点である。この点、リクスバンクはマイナス金利の副作用は総じて限定的で、力強い経済活動やインフレ率の上昇などに寄与し、当初期待したとおりの効果があったと評価している。銀行の業績に与える影響について、一部の銀行の収益がやや減少しているものの、銀行セクター全体では引き続き高い利益率を確保しており、個人の預金口座にマイナス金利を課すような動きもみられない。金融機関の事業会社への貸出金利や住宅ローン金利の推移をみると、概ねレポ金利の動きと連動しており、政策金利の動きに反して貸出金利が上昇するといった動きは確認できない（図表 6）。また、市場金利について、政策金利がマイナス圏まで低下した後もプラス圏の場合と同様、政策金利の引き下げ効果が十分反映されている（図表 7）。さらに、2019年12月にリクスバンクが公表した最新の企業向けサーベイによると、およそ8割の企業が過去5年間のマイナス金利による事業環境へのプラス面がマイナス面を上回ると回答している。

図表 6. 政策金利と貸出金利の推移



(資料) リクスバンクより富国生命作成

図表 7. 政策金利と市場金利の推移



(資料) Bloombergより富国生命作成

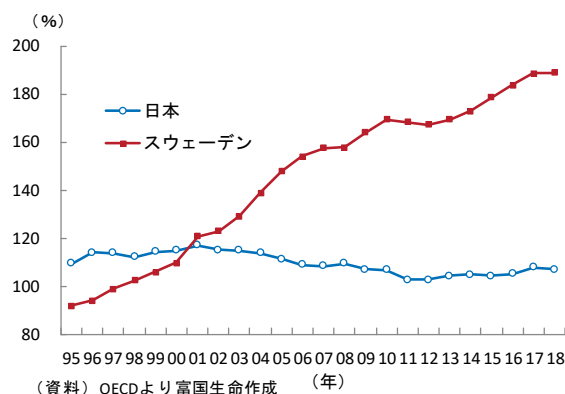
しかし、こうした動きはマイナス金利政策があくまで一時的な措置だと認識されていることが背景にあり、ひとたびマイナス金利が恒久的に続くと受けとめられた場合、企業や家計など各経済主体の行動が変化し、経済への悪影響が顕在化する恐れがあると指摘している。具体的な影響として、スウェーデンと同様マイナス金利政策を導入しているドイツやデンマークなどの一部の銀行で見られるように、マイナス金利に伴うコストを銀行セクターで吸収しきれなくなり個人の預金口座にマイナス金利が課されることを挙げている。マイナス金利政策は期待通りの効果が得られていないと結論づけている分析も多くみられ、本章の最後に代表的な論文の概要を紹介する。当該論文はノルウェー中央銀行のスタッフや米国の元財務長官ローレンス・サマーズ氏などが共同で執筆したものである。スウェーデンの家計部門は現金の利用が限定的であり（相対的に預金にマイナス金利を適用しやすい）、銀行の資金調達において預金の占める割合が相対的に低い（預金がゼロ金利制約に直面した際の銀行の資金調達コストへの影響が相対的に低い）ことなどから、スウェーデン

の銀行システムにおいてマイナスの政策金利が貸出金利に波及しなければ、他の国々でも波及しない可能性が高いとして、スウェーデンの銀行データをもとに分析を行っている。銀行の貸出チャンネルを介して機能すると考えられる範囲での影響と断つたうえで、マイナス0.5%の政策金利は貸出金利を0.15%上昇させ、生産を0.07%低下させると結論づけている。なお、マイナス金利環境が長期化し、各経済主体が行動を変化させることでマイナス金利の長期的な影響が短期的な影響と異なる可能性があるとして付け加えている。

### 3. 日本銀行のマイナス金利政策のゆくえ

決して経済・物価情勢が芳しくないなかでリクスバンクがマイナス金利政策の解除に踏み切った最大の要因は、住宅価格の高騰と家計債務の増加である（図表8）。これは現在の日本銀行にはない問題意識である一方、マイナス金利政策の長期化により民間金融機関が個人の預金口座にマイナス金利を課す動きが広がることに対する懸念は共通の論点といえる。とりわけ日本の場合、長年にわたる金融機関間の競争により貸出などにおける信用スプレッドが極めて低水準となっていることから、マイナス金利が金融機関の収益に与える影響が大きくなる傾向があることは日本銀行も認めるところである。また、マイナス金利政策を導入する時点で、量的・質的金融緩和の導入から約3年が経過し民間金融機関の保有する当座預金残高が大幅に積み上がっていたこともあり、日本銀行は当座預金残高を3段階の階層構造に分割し、その一部にマイナス金利を適用することとした。マイナス金利政策導入当初から、いかにしてマイナス金利の悪影響を相殺するかに腐心していることがうかがえる。

図表8. 家計債務の可処分所得比の比較



こうしたジレンマを抜け出すためにはマイナス金利政策の解除に踏み切るしかないが、その際に懸念される影響のひとつが円高圧力の高まりだろう。自由な資本移動、通貨の安定、独立した金融政策の3つを同時に満たすことはできないという国際金融のトリレンマがある。主要先進国の多くは、この3つのうち通貨の安定を断念する形で、自由な資本移動、独立した金融政策を行っている。しかし、マイナス金利政策に係るジレンマを抱えながらも為替相場への影響を懸念して現状維持を継続する様は、自由な資本移動と通貨の安定を優先し、独立した金融政策を断念しているようにも映る。一方、日銀の黒田総裁はマイナス金利の深掘りは可能であるとしているが、新型コロナウイルスの感染拡大により経済活動が停滞し、当面、民間金融機関と一体となって企業の資金繰りを支えていくことが求められる現在の状況下で、当の金融機関の収益を一段と圧迫するマイナス金利の深掘りという選択肢は取りづらさう。

今後、リクスバンクの決定を受けて、マイナス金利政策の解除自体が長期的には金融緩和の効果を高めるといえる考え方がどの程度広がっていくのか注目したい。