

## 日銀：マイナス金利政策を導入

### 【ポイント】

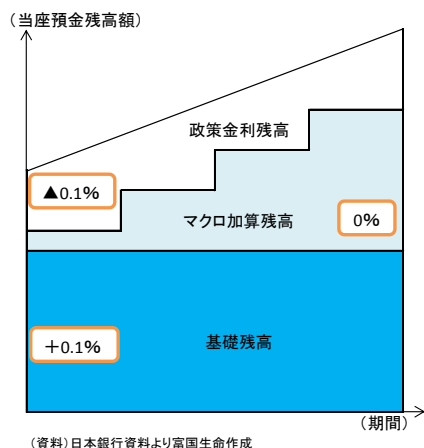
1. 1月29日、日銀がマイナス金利政策を導入した。金融機関の収益に配慮するために3階層構造とし、当座預金の一部に▲0.1%を適用した。
2. マイナス金利政策を導入している欧州をみると、概ね自国通貨高圧力の緩和、金利全般の低下が確認できるものの、物価押し上げ効果は確認できない。
3. 日本でも急速な金利全般の低下がみられるが、それは利ザヤ縮小による金融仲介機能の低下も懸念され、景気底上げを実現できるのか不透明である。

1月29日の日銀金融政策決定会合で、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。賛成5、反対4と政策委員のなかでも賛否が分かれたが、これまでの「量的・質的金融緩和」では金融政策の拡張余地が狭まるなかで、黒田総裁は追加緩和の可能性が広がる新たなスキームに変更した。欧州では、ECB（欧州中央銀行）をはじめ他の国でもマイナス金利政策を導入しているが、ユーロ圏以外の国は、ECBの緩和的な金融政策の影響による通貨高を防ぐための措置という側面が強く、ECBでも直接的にはインフレ率の低下を受けた導入であるが、ユーロ安を意識したものも見受けられる。これまでなかったマイナス金利政策の導入によって、欧州、日本のマーケット等にどのような変化が生じているのか、これまでの動向を整理したい。

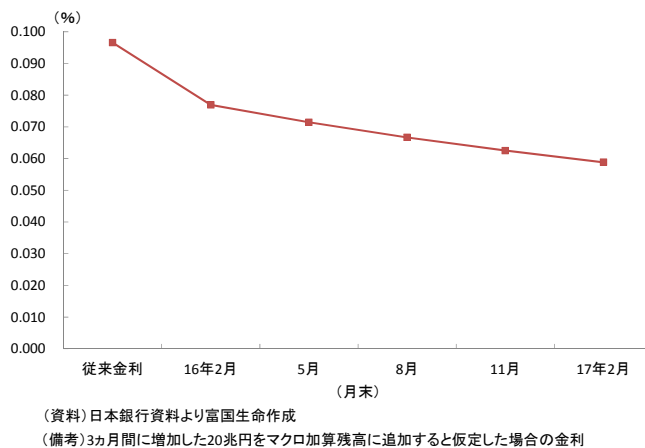
### 1. 日銀が導入したマイナス金利政策

今回導入された金融政策は、従来の「量的・質的金融緩和」にマイナス金利を上乗せした政策であり、金融機関が保有する日銀当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用することにした。ただし、当座預金全体がマイナス金利となる訳ではなく、3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利が適用される。具体的には、+0.1%が適用される基礎残高、ゼロ%となるマクロ加算残高、▲0.1%のマイナス金利となる政策金利残高に分割される（図表1）。日銀が公表したQ&Aにおける仮定によれば、当初、約210兆円が基礎残高、約40兆円分がマクロ加算残高、約

図表1. 階層構造方式のイメージ



図表2. 付利の加重平均金利の推移



10兆円分が政策金利残高に分けられることになる。残高全体のおよそ4%にマイナス金利が適用されることになり、それをもとに付利の加重平均金利を計算すると0.077%となる(図表2)。2月中旬以降、当座預金に積み上がる部分は一旦政策金利残高となるが、定期的にマクロ加算残高が見直されるため、新規積み増し分はそのタイミングでゼロ%に振り替えられる可能性が高い。政策委員会でその見直し頻度や残高額は決定されるが、全体に占めるゼロ%もしくは▲0.1%の割合が上昇することで、今後は徐々に加重平均金利は低下することになる。一方で、金融機関が当座預金から得られる付利額は、+0.1%の付利がある基礎残高分の約2,100億円と政策金利残高とのマイナス分と相殺されることになるが、新規積み増し分がマクロ残高に振り分けられれば、約2,000億円の付利額が維持されることになる。このような複雑な3階層の枠組みを導入することで、日銀は、銀行などの金融機関の経営へのマイナスの影響を緩和している。

## 2. 欧州のマイナス金利政策

日銀に先だって欧州では、デンマーク、ECB、スイス、スウェーデンでマイナス金利政策が導入されている。その中で、最も早くマイナス金利政策を始めたのがデンマークで、2012年7月に通貨高圧力に押される形で導入した(2014年4月に一旦政策金利をプラスに戻した)。その後、ECBがデフレ阻止のために2014年6月に金融緩和パッケージの一つとして、預金ファシリティ金利を▲0.1%へ引き下げた。同年9月にはそれを▲0.2%とし、2015年12月には▲0.3%と順次マイナス幅を拡大している<sup>1</sup>。ECBがこうした一連の措置をとるなかで、2014年9月にデンマークが再びマイナス金利を導入し、スイス(2014年12月)、スウェーデン(2015年2月)が続いた。ECBのマイナス金利政策によって、周辺国では、対ユーロでの自国通貨高圧力が高まることになり、それを回避<sup>2</sup>するために、ECBのマイナス金利幅を超えるマイナス金利の導入を余儀なくされている。足元ではスイスが▲0.75%、デンマークが▲0.65%、スウェーデンが▲1.25%となっている(図表3)。

図表3. 欧州におけるマイナス金利政策

	発表日	主要マイナス金利政策	主なマイナス金利適用範囲	導入時	2016年2月末
ユーロ圏	2014/6/5	預金ファシリティ金利	超過準備部分や預金ファシリティ残高に対してマイナス金利を適用	▲0.10	▲0.30
デンマーク	2014/9/5	譲渡性預金金利	当預残高の基準額を上回る部分は譲渡性預金金利に振り替えられる	▲0.05	▲0.65
スイス	2014/12/18	中銀預金金利	当預残高の基準額を上回る部分はマイナス金利を適用	▲0.25	▲0.75
スウェーデン	2015/2/11	レポレート	レポレートが適用される中銀発行証書の発行により超過分を吸収。他預金ファシリティ残高等にマイナス金利を適用	▲0.10	▲0.50
		預金ファシリティ金利		▲0.85	▲1.25

(資料)各中央銀行、各種資料により富国生命作成

### (1) マイナス金利政策導入国の為替動向

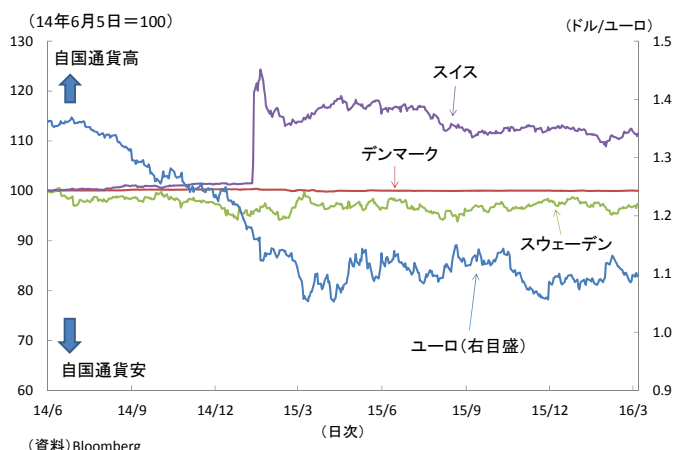
これらの国の為替がマイナス金利政策の導入によってどう変動したのか、ユーロ圏のマイナス金利導入時を起点に振り返りたい(図表4)。当時1ユーロ1.3ドル台であったものの、マイナス金利の導入によりユーロ安が進行し、2015年入り後概ね1.1ドル前後のユーロ安水準で推移している。米独などの金利差の変化を通じて通貨安となっている。他の3カ国については、自国のマイナス金利政策導入や為替介入によって、ユーロに対

<sup>1</sup> 市場では、2016年3月10日の理事会で、ECBはマイナス金利幅を拡大するとみている。

<sup>2</sup> スウェーデンはインフレ期待の低下に対応してマイナス金利を導入したが、為替レートを通じた効果も期待している。

し、スウェーデンクローナやデンマーククローネは概ね安定して推移している。一方、上限（1ユーロ＝1.2フラン）を設定して無制限の介入を行っていたスイスフランは、2015年1月にその上限を撤廃したことで20%を超える急激なフラン高となった。それによりマイナス金利導入前よりフラン高の水準であるが、徐々にフラン安傾向となっている。為替介入の影響もあるが、総じてみればマイナス金利政策は自国通貨高圧力の緩和につながっている。

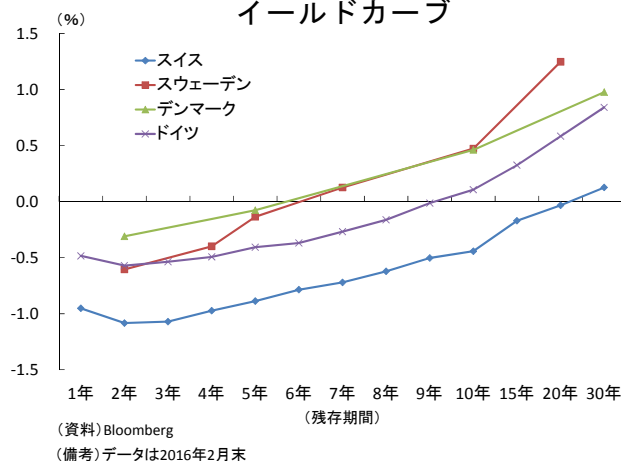
図表4. マイナス金利政策導入国の為替動向



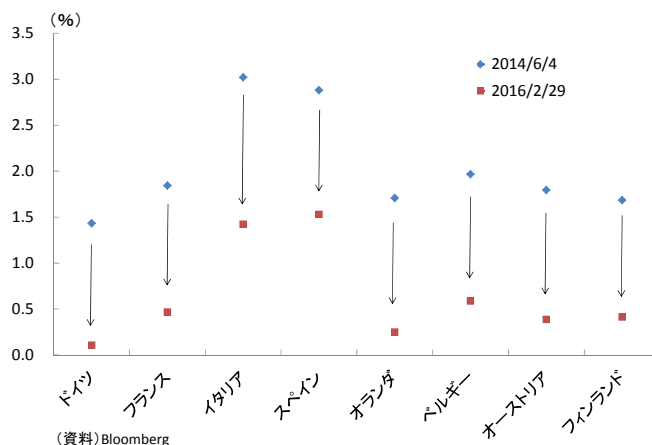
(2) マイナス金利政策導入国の金利動向

次に、マイナス金利政策導入によって金利がどのように変化したのか確認したい。図表5は、導入国のイールドカーブであるが、スウェーデン、デンマークは5年までが水面下となり、ドイツは8年まで、スイスは15年までマイナス圏が定着しつつあり、2月末には一時的にドイツで9年、スイスで20年が水面下となった。このようにマイナス金利の導入はイールドカーブ全体を押し下げることになる。次に、ユーロ圏諸国の10年国債利回りがどう変化したのか確認したい。図表6は、マイナス金利政策導入直前（2014年6月4日）と2016年2月末の主要国の10年国債利回りの水準をプロットしている。その間、各々の国で10年国債利回りはおよそ1.3～1.6%低下している<sup>3</sup>。格付けの高い国ではゼロ%台前半まで低下し、欧州債務危機の際に6～7%の水準まで上昇したイタリアやスペインでも1%台半ばまで下がっている。このように長い年限の利回りも大幅に低下している。欧州の事例として最後に日本に先だって10年国債がマイナス金利になったスイスの推移を振り返りたい。2015年1月中旬は0.2%程度であったが、政策金利を▲0.75%まで引き下げたのを契機に急速に金利が低下し、マイナス圏に突入した。その後、海外金利につられて上昇傾向となり、6月に0.2%台まで上昇したものの、世界的な金利低下を受けて振れを伴いながらも低下傾向となり、足元ではおよそ▲0.4%前後で推移している。

図表5. マイナス金利政策導入国のイールドカーブ



図表6. ユーロ圏各国の10年国債利回り

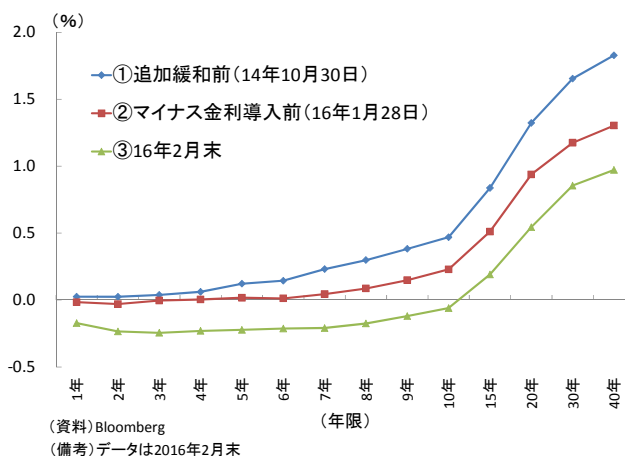


<sup>3</sup> マイナス金利政策導入国の他3カ国も、その間1.2～1.4%低下している。

### 3. 日本のマイナス金利政策導入後の動向

マイナス金利政策導入後、為替は一旦円安が進行し一時1ドル121円台となったものの、その後は円高傾向となり、導入前の118円に対し、113円前後へと円高が進行することになった。これまで黒田総裁によるサプライズの金融政策の結果として円安が進行し、それにとまなう株高も演出してきただけに今回の円高に対し、金融資本市場では失望する見方もある。とは言え、日銀が本来の目的としている「イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく」効果はあらわれている。図表7は、イールドカーブの形状を時系列で示している。

図表7. 日本のイールドカーブ変化



①2014年10月の追加緩和前、②マイナス金利導入前、③2016年2月末を示しているが、①の時点では1年でもわずかながらプラスであったが、1年3ヵ月後の②の時点では、3年までの年限で水面下となり、年限が長くなるにつれて金利低下幅が大きくなっていった。ところがマイナス金利を導入した1月29日には8年までが水面下となり、③の時点では10年までが水面下となった。②と③の間は1ヵ月程度であり、いかに金利低下のスピードが早かったかが確認できる。しかも年限に関わらず低下し、既に金利がマイナスもしくはわずかなプラスであった短期・中期のゾーンは0.2%前後、長期ゾーンはそれを上回る低下幅となっており、特に20年のそれは0.4%と大きく低下している。

これは昨年12月の補完措置により買入れの平均残存期間を7~12年へ長期化し、日銀が10年超の国債の買入れ額を増やしていることに加え、プラスの金利が残る超長期債に対して、機関投資家の需要が強まっていることが影響しているとみられる。また、通貨取引によって実質的にプラスの金利を享受することが出来る海外勢の需要が強まっていることも金利低下の押し下げ要因となっている。

マイナス金利政策を導入した欧州をみると、自国通貨安もしくは通貨高圧力の緩和への効果はあったとみられる。また、例えばECBがマイナス金利を導入した時には、相対的に金利水準が低いドイツでも10年国債利回りは1%台半ばと長短金利差はある程度厚みがあり、銀行の利ザヤは維持されていた。金利低下による経済への波及効果も期待され、実際、住宅向けの貸出が増加するなどの動きがみられる。もっとも、ECBの意図するインフレ率については、マイナス金利導入後1年9ヵ月経過しても思うように上昇しておらず、原油安を前に物価押し上げ効果は表れていない。

一方、超低金利下が続いている日本では、銀行間の貸出競争によってマイナス金利政策導入前から銀行の預貸利ザヤは極めて小さい。預金金利にゼロ制約があるなか、貸出金利の低下は銀行の収益力を一段と蝕む。長期間このような環境が続けば、金融仲介機能が弱まる可能性もあるだろう。消費者物価2年2%を達成出来なかった日銀は、デフレ阻止に向かうユーロ圏でさえインフレ率が高まらない現状をどのようにみているのだろうか。副作用も大きいマイナス金利政策によって景気底上げを実現できなければ、物価押し上げ効果は期待できない。

(財務企画部 森実 潤也)