



## マイナス金利への突入

---

[ジョバンニ・デルアリシア、ビクラム・ハクサー、トマス・マンチーニ・グリフォ](#)  
[ーリ](#)



この IMF ペーパーは、ユーロ圏やデンマーク、日本やスウェーデン、そしてスイスの導入初期の経験をもとに、マイナス金利の有効性を検証している。(写真: Tuckraider/iStock by Getty Images)

2017年8月3日

古代においては東洋でも西洋でも、数字の「ゼロ」は究極の基準として徐々に採用されました。それを上回るか下回るかで世界が変わるという基準です。古代エジプトでは、ゼロはピラミッドの基底を表しました。科学においては水の氷結点であり、地理学では海面の標高、歴史では暦の開始点を意味しています。

金融政策の世界においては、ゼロは金利の下限と一般的にみられていました。しかし2008年の世界金融危機からの緩やかな回復という文脈で、それは近年変わりました。

た。複数の中央銀行は金利をゼロまで引き下げ、さらにその下のマイナス金利政策の実験を始めました。大半の中央銀行は、大変低いインフレ率を克服するためでしたが、一部は自国通貨が強すぎるとの懸念からでした。

## 金融安定性

そして疑問が生じました。マイナス金利の有効性やその潜在的副作用を心配しなくていいのか、それは需要を支えるのか、金融安定性を損なわないのか、金利をゼロ以下の世界での引き下げは、金利がプラスの世界での引き下げとは異なる影響が出るのではないかと、といった疑問です。われわれは [最近発表したペーパー](#) で、ユーロ圏やデンマーク、日本やスウェーデン、スイスのマイナス金利導入後の初期の経験を基に、その疑問の一部に答えを出しました。

このペーパーは IMF 金融資本市場局のホセ・ビニャルス前局長と同僚が IMF ブログで展開した [初期的議論](#) を確認し、それをさらに発展させたものです。われわれの結論の一端は次のものです。金融政策の経済に与える影響のメカニズムは金利がゼロ以上でもマイナスでも類似しており、これまでのところ民間銀行の利益や融資への影響は全体として小さいが、この政策には限界がある、というものです。

金利の正常化への議論が移りつつある現時点で、なぜマイナス金利の影響を考察するのでしょうか。2つ理由があります。一つにはこの政策の経験が大半は2年、一部ではそれ以上に及び、その影響をより確度を高く測るのに十分蓄積されたからです。二つ目の理由は、金利が概して以前より低い状況が予想される「新常态」の環境では、金融政策が緩和される必要が出てきた時に、金利が再びゼロになる確率が高まったと思われるからです。

## 心配する理由は

懸念はマイナス金利が銀行利益を圧縮する可能性です。銀行は融資先からの受取金利を預金者への支払金利より高くして利益を得ます。この金利マージンは、預金金利が融資金利ほど速く下がらなければ圧縮されますし、金利がゼロになれば、利益は出なくなります。このシナリオは金融安定性をリスクにさらしかねません。利益の減少は銀行のショックに対する耐性を低下させるからです。それはまた、金融政策の銀行融資や経済成長、物価安定へのインパクトを与える力を損なう可能性があります。

銀行は預金者にマイナス金利を課すことをためらいます。その場合預金者は預金を引き出して、自宅の金庫にしまっておくとの選択肢を持っているからです。現金を手元

に保管したり、持ち歩いたり、保険を掛けたりすることはコストがかかりますが、そのコストは、金利が大幅なマイナスとなれば銀行に預けるために支払うお金より割安になり得ます。その分岐点はどこにあるかは、誰も確実には分かりません。企業のような大きな現金残高を持ち、流動性をより高くしたい預金者は、自身で現金を保管することへの変更するマイナス金利幅が他の預金者より大きいでしょう。このため、銀行は一部の預金者にはマイナス金利を転嫁でき得ますし、実際そうしてきました。

銀行はまた、政策金利の引き下げ幅より融資金利の引き下げ幅を小さくすることで金利マージンの縮小をクッションすることができます。これは銀行の融資ポートフォリオが主に長期貸付や固定金利貸付などで構成されていれば自動的に起こります。（同時に、このより限定的な転嫁は政策金利引き下げのインパクトを減じることになりま

す）資金の調達を大口預金やホールセールファンディングへの依存する度合いが高い銀行は、リテール預金に主に依存する銀行より優位になるかもしれません。

さらに、マージンが多少圧縮されたとしても利益が必ずしも落ちるとは限りません。利益を支えるために、銀行は手数料やコミッションの引き上げ、融資先がより安全になるにつれて貸倒れ引当金を下げることなどの他、より低利のホールセールファンディングへの切り替え、経費削減、政策金利引き下げによる値上がり差益の実現化などをできるからです。それに加え、金利引き下げは経済成長を促し、それが銀行サービスへの需要を高め、これが利ザヤマージンへのプレッシャーを和らげるからです。

## 導入初期

引き下げのマイナス幅が比較的小さな国の初期の経験を点検すると、このより悪影響の小さいシナリオの可能性を後押ししています。

全体としては、この政策は上手く機能したようです。マネー市場金利と債券利回りは、われわれが検証したどの国でも低下したからです。為替相場も少なくとも一時的には下がりました。預金金利も、大企業の預金を除けば、大半はプラスを維持しました。融資金利はある程度落ちましたが、政策金利ほどは下がりませんでした。銀行はホールセールファンディングのコスト低下から恩恵を受け、一部の銀行は手数料を値上げしました。銀行利益は概ね持ちこたえ、融資も増えました。

ただ、一部の銀行は打撃を受けました。予想された通り、預金による資金調達、小規模リテール顧客、短期融資、政策金利連動融資（例えばユーロ圏の南欧加盟国で提供されています）などのシェアが高い銀行の利益にはマイナス金利が重しとなりまし

た。コストの安い貸し手や資本市場との競争がより厳しい銀行もまた、マイナス金利により悪影響を受けました。

### 完全な答えにあらす

これまでのところは上手くいっています。マイナス金利政策は国内金融環境のある程度の支えとなってきているようです。銀行利益や決済システム、市場機能に大きな副作用は見当たりません。

しかし政策金利が長期にわたりマイナスにとどまる、あるいはマイナス幅のさらなる拡大が検討されれば、政策の有効性と金融システムの安定がリスクにさらされる可能性があります。さらに預金者が自身で現金保有へ切り替えることができるということは、金利の引き下げ可能幅を制限します。財政政策と構造改革を組み合わせた他の金融上の支援策が景気回復支援には引き続き不可欠です。

\*\*\*\*\*



ジョバンニ・デルアリシア IMF 調査局長補でマクロ金融連関部門の諸業務を統括。以前は IMF アジア太平洋局に勤務。主なりサーチ分野は銀行業務、与信のマクロ経済学、金融政策、国際ファイナンス、国際融資のコンディショナリティ、及び支援プログラム。主要金融・経済各誌に論文を掲載。マサチューセッツ工科大学で博士号取得。ロンドンの Center for Economic Policy Research (CEPR) のリサーチフェロー。



ビクラム・ハクサー IMF 戦略政策審査局の先進国及び多角的サーベイランス課題部門の責任者。以前は IMF のブラジルとメキシコへのミッションチームのヘッドを務め、2009 年のメキシコに対する 70 億ドルの IMF フレキシブル・クレジットライン供与合意を成立させた。その前にはアジアや東欧の新興市場国問題に取り組み、フィリピンで IMF の駐在代表を務めた。コーネル大学で博士号取得。



トマソ・マンチーニ・グリフォーリ IMF 金融資本市場局の金融政策業務担当の課長補佐。加盟国当局のアドバイザーを務め、非伝統的金融政策、金融政策副作用、為替相場体制、金融政策フレームワークの変遷について幅広く論文を発表。IMF 在籍以前にはスイス国立銀行の調査・金融政策部門の上席エコノミストとして、政策担当幹部に四半期に一度の政策決定で

アドバイスを務めた。それ以前は民間部門で働き、ゴールドマン・サックスなどに在籍した。ジュネーブの Graduate Institute で博士号取得。