



広角視点: 名目マイナス金利のプラス効果

ホセ・ビニャルス、サイモン・グレイ、ケリー・エコールド

2016年4月10日

成長見通しとインフレ率への重大なリスクが認識される中で、IMFは一部の中央銀行が実施したマイナス政策金利を支持しています。このような大胆な政策は過去に例がなく、その効果は国によって異なるでしょう。これまでにいくつかの国で実質金利がマイナスとなったことはありますが、今回新しいのは名目金利がマイナスとなっていることです。何が新しいのか、各国でのこれまでの経緯、名目マイナス金利の実効性とその限界、および意図しなかった副作用を調べるために、最近の動向を幅広く見てみました。名目マイナス金利の経験はまだ限られたものですが、全体としてみると、需要と物価の安定を支援する追加的金融刺激と金融環境の緩和をより一段と進める上で、名目マイナス金利は貢献する、とわれわれは暫定的に結論付けています。とはいえ、マイナス金利を幅や時間的にこれ以上どこまで伸ばせるかについては限界があります。

中央銀行がマイナス金利政策を採用する理由

政策金利がいわゆる「ゼロ金利制約」まで引き下げられたのに、実質金利が物価の安定と完全雇用に整合する水準より依然として高い場合は、中央銀行は経済に一段の刺激を与えるために非伝統的な金融政策を採用することを検討します。名目マイナス金利はその非伝統的金融政策の最新的手段です。これまでに6つの中央銀行が、民間銀行による預入残高の一部について、マイナス金利の適用を開始しました(表1)。マイナス金利は、金融状況をさらに緩和することにより、民間部門の支出を増加させ、物価を一層安定させることを目指しています。小国開放経済にとって、マイナス金利は資本流入を抑制し、その国の通貨の上昇圧力を低下させる一助となります。

表1 マイナス政策金利を導入した中央銀行

国名	マイナス金利導入日	現行政策金利 (ベースポイント)		
		(2016年3月)		
		貸出金利	主要政策金利	預金金利
デンマーク国立銀行	2012年7月から2014年4月、2014年9月以降	5	0	-65
欧州中央銀行	2014年6月以降	25	0	-40
スイス国立銀行	2014年12月	50	-	-75
リスクバンク (スウェーデン)	2015年2月	25	-50	-125
日本銀行	2016年1月	10	0	-10
ハンガリー国立銀行	2016年3月	145	120	-5

出典：各国中央銀行。

注：青い欄の数値は、短期金融市場の金利に最も影響力を持つ金利。デンマークの場合、預金金利は現在主要政策金利とみなされている。

マイナス政策金利と量的緩和策には相乗効果があります。これまではマイナス金利は、量的緩和策の結果としての中央銀行の拡大したバランスシートや、あるいは大規模な外国為替の購入と結び付けられてきました。量的緩和策は債券の利回りやターム・プレミアムを圧縮します。しかし、それにはある程度限度があります。というのは時間と共にこれが中銀が購入できる資産を減少させるからです。政策金利をマイナスにすることにより、短期金融市場の金利を一段と低下させ、イールドカーブをさらに引き下げ、ポートフォリオのリバランスを加速させる効果を狙うことにより、金融政策の効果を高めることができます。実際、マイナス預金金利は、民間銀行の準備預金の大半がマイナス金利となっているときに、より効果を発揮する傾向があります。

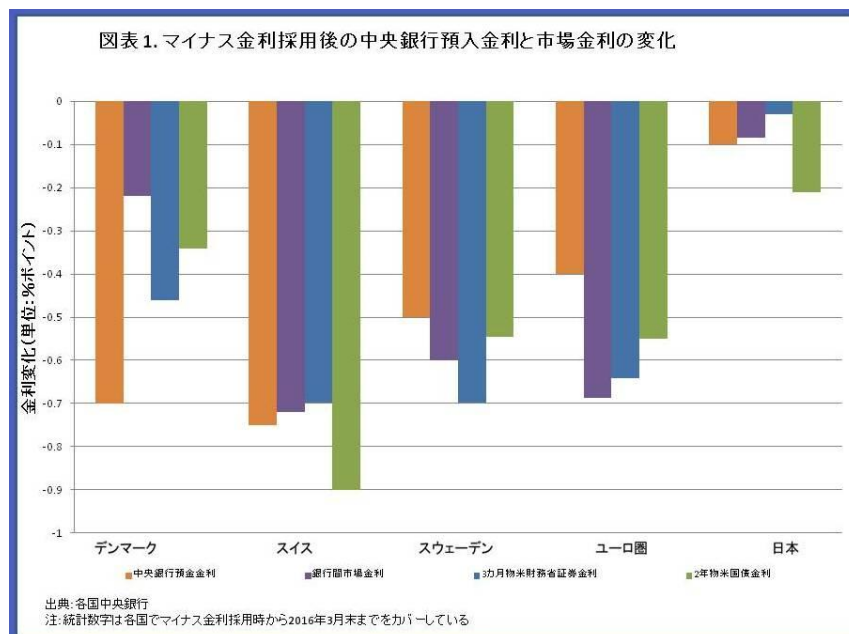
何が新しいのか

実質マイナス金利は、インフレ率が名目金利より高いとき、先進国でも新興市場国でも発展途上国でも起きたことがあります。今回新しい点は、マイナスなのが名目金利であることです。名目金利がマイナスになれば、金融政策の波及メカニズムも変化する可能性があります。一般預金金利の下方硬直性と非線形性の関係があるためです。一般預金金利はマイナス金利になりそうもありません。一般預金金利がマイナスならば預金者は現金保有に切り替える可能性があるためです。

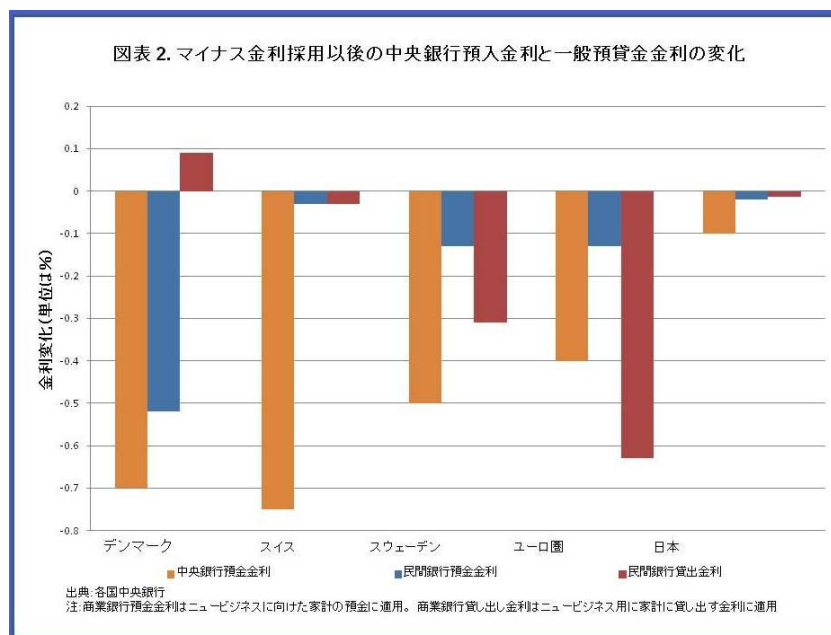
マイナス金利はどう作用するか—これまでの状況

マイナス金利の波及経路は複数あります。ポートフォリオの再構成、銀行融資、そして為替変動を通じたものです。

ポートフォリオ・リバランスの経路は、マイナス金利でも正常に働いているようです。市場金利は中央銀行預入金利とともに低下しています（図表1）。短期金融市場の取引は減少しましたが、マイナス金利自体の影響によるのか、量的緩和によって過剰流動性が生じたためなのかは判然としていません。無リスク資産の市場金利は、投資家に利回りの低い政府債からよりリスクの高い株式や社債、あるいは不動産などへの資金移動を促します。それに加え、コマーシャルペーパーの発行や起債により資金調達を行う大企業などの借り手の資金調達コストを引き下げました。



マイナス金利の銀行貸出への影響は、各行により異なります。各行間で異なる資金調達モデルや貸出慣行を反映したためです。金融市場での銀行の資金調達コストは低下しましたが、貸出金利の低下幅は、一般預金の金利がゼロまたはそれ以上に固定されたため限定的となりました。個人客の預金に資金源をより多く依存する銀行は、そうでない銀行より貸出金利を引き下げられませんでした。貸出金利は大半の場合低下しましたが、企業向け市場と比べると、推移にはより大きな違いがありました。個人向け貸出金利の一部は上昇さえしました（図表2）。変動金利融資の割合が高い、融資期限が短い、あるいは各行間の競争が激しい銀行システムでは、貸出金利がより低下する傾向がみられました。これは、企業向け貸出金利が個人向け貸出金利より下がったことを説明しているようです。企業向け融資資金は、銀行間市場で調達されたものが大きな割合を占めていることを一部反映したとみられます。貸出量の観点からすると、確定的な結論を下すには時期尚早過ぎますが、例えばユーロ圏の与信の伸びは、マイナス金利の導入以来、高まったようです。



借り手の信用度の上昇、不良債権の減少、引当金の調達コストの低下、保有証券のキャピタルゲインなどにより、銀行は物価安定と成長を支援する政策からは恩恵を受けます。そして金融市場での資金調達の依存度の高い銀行は、調達コストが下がりました。とはいえ、銀行の純資金利鞘はマイナス金利と量的緩和の組み合わせの実施で縮小されたようです。ただ、複数の軽減要因によって利鞘縮小圧力はある程度相殺されました。一部の銀行では手数料やコミッションなどのほかの収益源を引き上げることができました。多くの中央銀行が、民間銀行の中銀に預ける預金残高の一部について、マイナス金利の適用から外しました。いわゆる「階層」システムの採用で、預貸利鞘への潜在的な悪影響を軽減しようとしたものです。

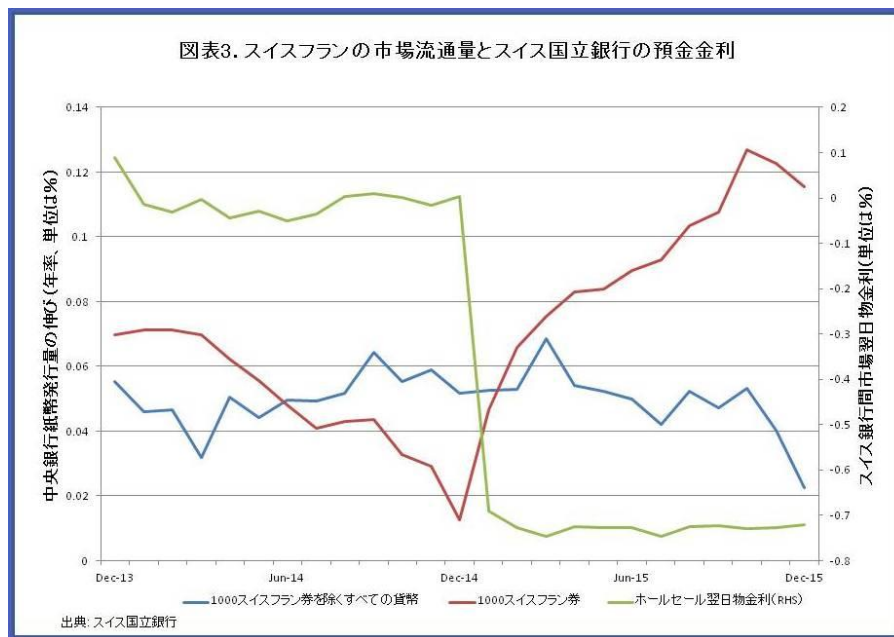
中央銀行のマイナス金利の為替相場へ与える影響はまちまちとなっています。ポートフォリオ再構成の一部は、資金の国境を越えた流出と為替相場の下落につながりました。デンマークなど一部の国では、中央銀行のこうした措置が資本流入を低下させるという恩恵をもたらす一方、他の国々では、他の要因が為替相場を動かしました。

マイナス金利の利用には限界があるのか

マイナス金利には限界があるかもしれません。どの程度までのマイナス金利にできるか、ということと、どのくらいの時間マイナス金利を適用できるかという両面からの限界です。もし金利が相当なマイナス幅で長期間続くと予測されれば、個人も企業も、価値を保つ手段、あるいは決済する手段として、現金を使う割合を大幅に増やす可能性があります。実際、銀行もそうする可能性があります。銀行間の資金融通をカバーするために中央銀行の口座に資金を預けるのではなく、自行の金庫に現金を置いて、直接各行間の決済に充てることもあり得ます。

スタッフの大まかな試算によると、現金として保有した方が有利になる金利の水準は、マイナス75からマイナス200ベーシスポイント（1ベーシスポイントは0.01%）の間です。現金を価値の貯蔵手段として、あるいは多額取引の決済に使うコストの一部は、一回きりで終わる性格のもので、たとえば、金庫の容量拡大、民間部門の金庫への現金運搬、そして必要なシステムの構築などです。これらの一時的なコストは、時間的に分散されるので、マイナス金利がどの程度の時間継続されるのかは、金庫の拡張などをすべきかどうかの決定、そして決済に付随する金利相当分の追加コストの面でも重要なものです。また、コストの水準は国によっても異なると考えられます。銀行券の最大額面にも影響されるでしょう。100万米ドルを貯蔵する物理的スペースはデンマーク、ハンガリー、日本、米国ではほぼ似たようなものです。しかし、500ユーロ券や1000スイスフラン券という価値単位が大きい紙幣を持つユーロ圏やスイスではそれより小さくなります。スイスでは既に一段と高額な額面の紙幣への需要があることを示唆する証拠があります。

（図表3参照）



しかしこれらの物理的な限界より重要なことは、マイナス金利を使うには大きな政治経済的、社会的限界もあるとみられることです。預金金利がどんどんマイナスに向かえば、民衆は違った形の「増税」と感じるかもしれません。その結果、マイナス金利に対する世論の支持は弱まる可能性があります。

意図しない副作用はあるか

エコノミストはマイナス金利の銀行収益に対する潜在的な悪影響に注目しています。銀行は個人向け預金金利をマイナスにすることに消極的であるか、或いはマイナスにはできないようです。銀行の純資金利鞘は圧縮されるでしょう。前述したように、全体としてみると、マイナス金利が内需を高める分には、借り手の信用リスクが改善し、不良債権が減少し、貸出需要が増加することによって銀行は恩恵を受けるでしょう。保有する債券からのキャピタルゲインも増えるかもしれませんが、しかし、貸出を増やしたり預金者に手数料を課したりすることによって収益を増やすことができない銀行は、確かにマイナス金利は収益面での試練となる可能性があります。

政策金利のマイナスが長引くと、社会問題を引き起こし預金者への影響が拡大する懸念もあります。ただ、これは金利がマイナスでなく、低いプラス金利でも起きることです。低金利またはマイナス金利が長く続くと、生命保険会社や年金基金、貯蓄機関の経営を悪化させるでしょう。低金利によって保険会社は保証したリターンを支払うのが困難になり、デュレーションにミスマッチが生じます。それによって最終的に生命保険会社の契約者の損失につながるでしょう。

過剰にリスクを取ることにもなりかねません。利鞘が縮小するにつれ、銀行が収益の水準を維持しようとしてリスクの高い借り手に融資し始めるかもしれません。またコストは低いものの変動の激しい金融市場での資金調達を増やすかもしれません。質の良くない融資を検知することがより難しくなる可能性があり、本来は必要な企業のリストラが先送りされる可能性もあります。資産価格のバブルと崩壊のサイクルを加速させるかもしれません。こうした潜在的リスクは注意深く監視する必要があると、厳しく監督する必要があります。健全性を監視する機関は政策措置を強化する必要があるかもしれません。名目マイナス金利の経験は限られていますが、われわれは暫定的に、総じてマイナス金利には追加的な金融刺激の効果があると考えます。市場金利は一部の銀行の貸出金利とともに低下しました。これは需要を増やし、価格の安定に役立つでしょう。しかし、金融政策は低成長やデフレ圧力に対処するために不可欠である一方、マイナス金利の幅や継続できる期間には限界がありそうであることを強調しておくことが重要と考えています。金融政策だけが政策ではないということです。金融政策は、精緻な構造改革、成長を促す財政政策、金融セクターの体力を増強するプルーデンス政策などをはじめとするバランスの取れた強力な政策アプローチの一環でなければならないのです。



ホセ・ビニャルス：IMFの金融顧問兼金融資本市場局長。前職はスペイン銀行（中央銀行）副総裁。それ以前は同中銀や欧州連合（EU）で様々な顧問や政策委員職を歴任。欧州中央銀行（ECB）の国際関係委員会委員長も務めた。マクロ経済や金融政策、金融問題に関する著書多数。



サイモン・グレイは2015年からIMF金融資本市場局の技術支援課の課長を務める。それ以前は同局で金融セクター専門家のトップを務め、中央銀行の金融政策の実施と外国為替の実務問題を担当。27年間イングランド銀行（中央銀行）勤務の後、2007年からIMFに参加。米国や中国の金融セクター評価プログラムチームでの活動や多くの国への技術支援にも参加した。

オックスフォード大学卒業。



ケリー・エコールドは IMF 金融市場資本局の金融セクター上席専門員。ニュージーランド中央銀行での 20 年間の勤務を経て 2011 年に IMF に参加。中央銀行の金融政策の実施と外国為替の実務問題を担当。韓国や英国の金融セクター評価プログラムのチームに参加、発展途上および新興市場国の技術支援に参加するなど幅広く IMF 業務に関与。ニュージーランドのオタゴ大学で経済・金融分野の学位（優等）を取得。