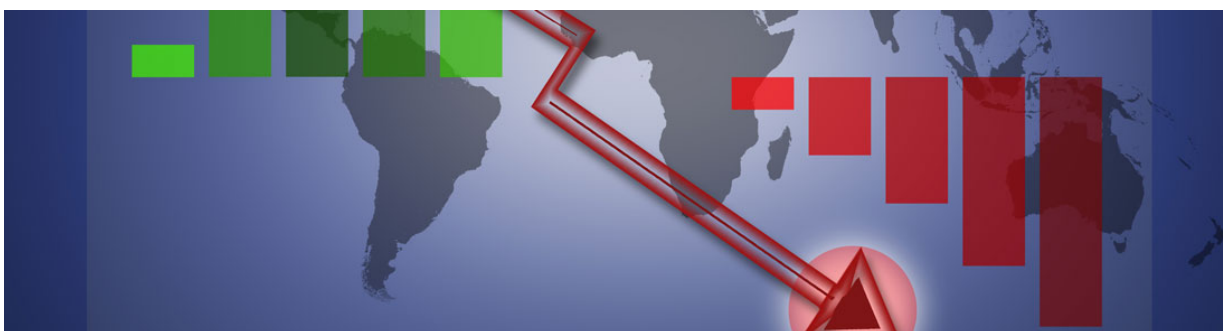


マイナス金利が力を発揮するためには

ルシール・アガワル スィーネ・クローウストロプ

2019年2月5日



(写真: birdlkportfolio/iStock by Getty Images)

世界金融危機時には多くの中央銀行が経済成長を促進するため、政策金利を0%にまで引き下げた。10年経った今も金利は大半の国で低水準のままである。世界経済の回復は続いているものの、将来の景気後退は避けられない。歴史を振り返ると、厳しい不況時には政策金利の3%ポイントから6%ポイントの引き下げが必要であった。次の危機が生じたとして、金融政策にこれほどの引き下げを行う余地がある国はほとんどないだろう。

この問題を回避するために、大幅なマイナス金利を実行可能な選択肢とする制度を中央銀行がいかに構築できるかをIMFは最新の調査で示している。

金利の下限とは

現金のない世界では、金利に下限は存在しないことになるだろう。例えばだが、中央銀行は厳しい不況への対策として、金利を2%から4%にまで引き下げられる。こうした金利の引き下げは、銀行預金や融資、債券に影響を与えることになるだろう。現金がなければ、預金者は銀行にお金を預けておくためにマイナス金利を支払わなければならなくなり、消費と投資の魅力が増すことになる。この結果、融資に影響が及び、需要が高まり、経済が刺激される。

しかし、現金が使える場合には、金利をマイナス域まで大幅に引き下げることは不可能になる。現金は銀行預金と同じ購買力を持つが、その名目金利はゼロである。その上、量に制限なく銀行貨幣と交換して手に入れることができる。したがって、マイナス金利を支払うかわりに、

ゼロ金利の現金を手元に置いておくことができるのだ。現金はゼロ金利でコストがかからない選択肢であり、金利の下限として機能する。

この下限が理由で、諸中央銀行は非伝統的な金融政策措置を取ってきた。ユーロ圏、また、スイス、デンマーク、スウェーデンなどの国々は 0%をやや下回る水準に金利を設定してきている。これが可能になったのは、大量の現金を持ち出すことが不便で、費用も多額になるためだ（例:保管費、保険料）。こうした政策は需要増に貢献してきたが、金利が非常に低い場合に失われている政策余地を完全に補うことはできない。

ゼロの壁を克服

0%が金利の下限となっている状況を打破するための選択肢としては、現金利用を段階的に縮小していくことだろう。しかし、これは単純な問題ではない。多くの国々で決済に現金が大きな役割を果たしている。この問題を避けて通るために、IMF 職員は最近の研究と以前の研究を通じて、マイナス金利が生じている銀行預金と同程度のコストが現金にも発生するようにする中央銀行への提案を検討している。現金と銀行預金のコストを同じにすることで、現金の役割を維持しながら大幅なマイナス金利を可能にすることができる。

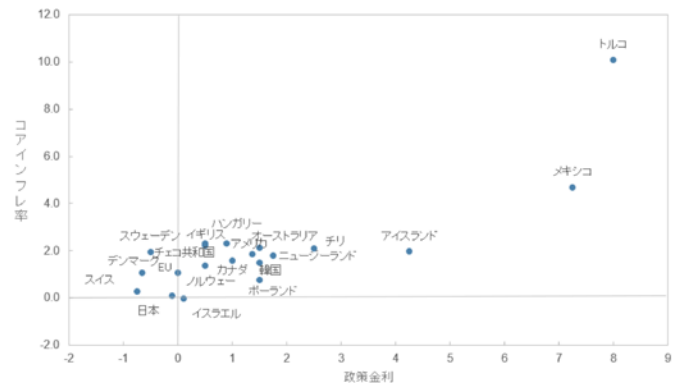
提案は、中央銀行がマネタリーベースを現金と電子マネーという異なるふたつの自国通貨に分けることである。電子通貨は電子的なデータによってのみ発行され、政策金利を支払うことになるだろう。その一方で、現金には電子マネーに対する為替レート（交換レート）が存在することになる。この交換レートが提案の鍵である。中央銀行は電子マネーにマイナス金利を設定するときに、電子マネーに対する現金の交換レートを電子マネーのマイナス金利と同じレートにまで低下させる。その結果、対電子マネーで現金の価値が下落するのである。

政策余地が限られる

歴史的に見て、危機対応には3-6%ポイントの利下げが必要であった。

OECD諸国の中で現在そのような政策余地があるのはトルコ、メキシコ、アイスランドの3か国だけだ。

(%、2017年)



出所：各国中央銀行



例を用いて説明するために、自分がお金を預けている銀行が預金100ドルに対して-3%の金利を課す旨を今日公表したとしよう。また、ドルが現金と電子マネーで別々の通貨となり、現金の価値が対電子マネーで年に3%下落すると中央銀行が発表したとも仮定を置く。これらの前提に従うと、ドルを現金から電子マネーに交換するレートは1年後までに1から0.97に下がることになる。一方で、1年後、当初100ドルだった銀行預金は97ドルになっていることになる。そのかわりに今日100ドルを現金として引き出して、自宅で安全に1年間保管しておき、1年後に電子マネーに交換したとすると、この場合も交換後には97ドルとなる。

同時に、お店の商品の価格も、開放経済の国の一部で自国通貨と近隣国の通貨の両方で価格がすでに表示されているように、電子マネーと現金で別々の価格が表示され始めるようになるだろう。この結果、現金は商品に対しても、電子マネーに対しても価値を失っていくことになる。また、銀行預金と比べた現金の利点はなくなる。

自国通貨がふたつ存在するこの制度の下では、現金への大規模な代替を生じさせることなく、中央銀行が不況対策として必要なだけ金利をマイナスに設定できるようになる。

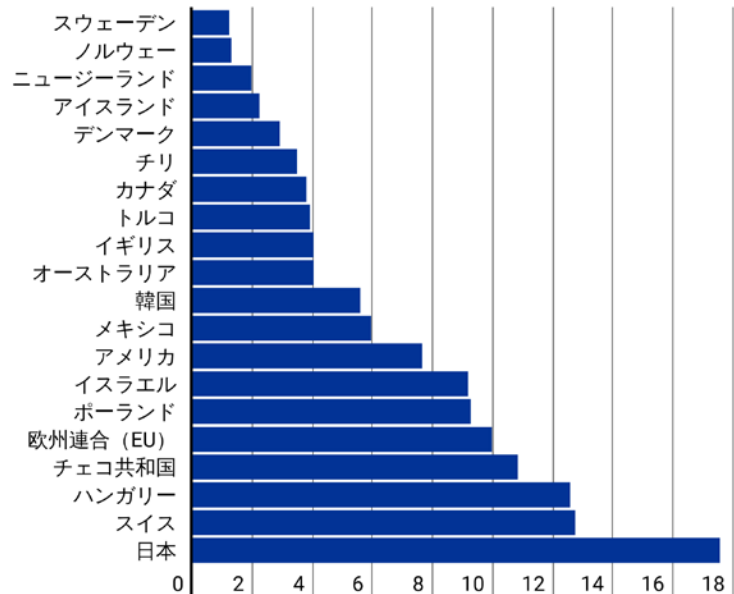
長所と短所

自国通貨がふたつ存在する制度は、私たちがお金についてすでに持っている考えを覆すようなものであるが、国々はこの制度を中央銀行の運営枠組みに比較的小さな変更を加えるだけで導入できるだろう。代替策と比較すると、この制度には金融政策をゼロ金利下限から完全に開放する利点があると見られる。この制度の導入によって、物価目標を達成するという中央銀行の意思を再確認することになるし、こうした意思に対する疑念が生じるのを回避できる。

現金が今も王様

スウェーデンなどの国で社会のキャッシュレス化が進んできているものの、大半の国がいまだに現金に依存している。

(流通貨、対GDP比、2017年)



出所：各国中央銀行



しかし、こうした制度の導入にあたって課題が存在しないわけではない。金融制度や法的制度に重要な変更が必要になるだろう。とりわけ通貨法に関連する根本的な問題に対処すべきだろうし、IMF の法的枠組みとの一貫性も担保される必要がある。また、情報発信面で非常に大きな努力も求められることになる。

制度の長所と短所はそれぞれの国に独自のものであり、低金利環境で金融政策の余地を増やす上では、インフレターゲットの引き上げなど他の提案と慎重に比べられるべきである。私たちは研究を通じて、こうした問題やその他の問題を検討している。

関連リンク:

[次の景気後退に備える](#)

[リーマン・ショックから 10 年 学んだ教訓とこれからの課題](#)

[マイナス金利への突入](#)



ルシール・アガワルは IMF のエコノミスト。IMF では欧州、中東、アジアの幅広い政策課題について担当してきた。研究上の関心はマクロ経済の諸分野、金融の経済学、イノベーションの経済学である。ハーバード大学の経済学博士号を 2012 年に取得。



スィーネ・クローウストロプは IMF 調査局のアドバイザー。調査局では、金融政策、国際資本フロー、対外不均衡に関する研究プロジェクトを手がける。2016 年に IMF での勤務を開始する以前には、ピーターソン国際経済研究所の客員研究員であった。また、スイス国立銀行で金融政策分析部門のアシスタント・ディレクター兼副責任者を務めた。バイロートの国連機関での勤務や、ジュネーブ国際開発大学院での講師経験もある。広範な経済政策問題を扱った論文も広く出版されている。