

2016年2月26日  
No.2015-052

## マイナス金利政策のマネーフローへの影響 ～欧州の事例から得られる日本への示唆～

調査部 研究員 井上肇

### 《要 点》

- ◆ 日銀のマイナス金利政策導入を受け、金融機関が日銀に預ける当座預金の一部にマイナス金利が課されたほか、わが国債券市場や金融市場においてマイナス金利での取引が広がるなか、銀行やその他投資家の資金がどこに向かうのかが大きな注目点となっている。
- ◆ マイナス金利政策を先行して導入している欧州の事例を踏まえると、日本のマイナス金利政策は、住宅など不動産向け融資を中心に銀行貸出の増加を後押ししたり、不動産価格を押し上げたりする可能性がある。株式市場では、長期金利の低下による借入コストの低下期待などから、不動産株が株式市場全体に対してアウトパフォームする可能性がある。
- ◆ もっとも、異次元の金融緩和を続けてきたわが国では、既に不動産市場に過熱化の兆候がみられる。また、住宅ローン金利は過去最低を更新しているものの、家計の所得の伸びが限られるなか、金利低下による住宅需要の増加、ひいては住宅価格の上昇余地は限られる可能性がある。
- ◆ 為替市場への影響については、日本と共通点の多いユーロ圏の事例が参考となる。日銀のマイナス金利政策は、金利面では内外金利差の拡大、資金フロー面では国内投資家による国外資産へのポートフォリオ・リバランスの動きを促すことを通じて、円安に作用する可能性がある。
- ◆ もっとも、世界的なリスクオフの市場環境が続く限り、国内投資家が積極的に対外投資を増加させることは想定し難い。米中をはじめとした世界景気の先行き懸念の緩和や、金融市場の安定化がなければ、日銀のマイナス金利政策が持続的な円安効果を発揮することはないだろう。今後、日銀のマイナス金利による円安効果が発現した場合でも、他国も自国通貨高を避けようとする結果、金融緩和による通貨安競争を加速させ、リスクオフのトリガーとなる可能性には注意が必要であろう。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・井上肇宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0920、Mail: inoue.hajime@jri.co.jp

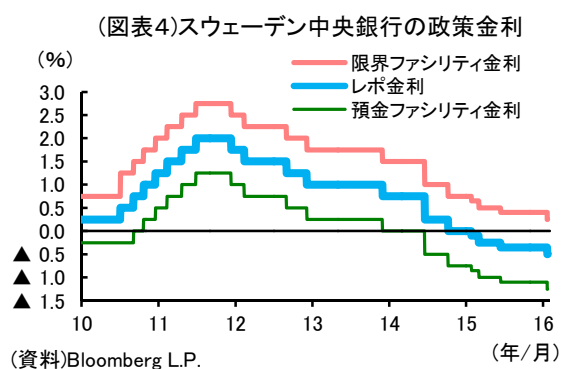
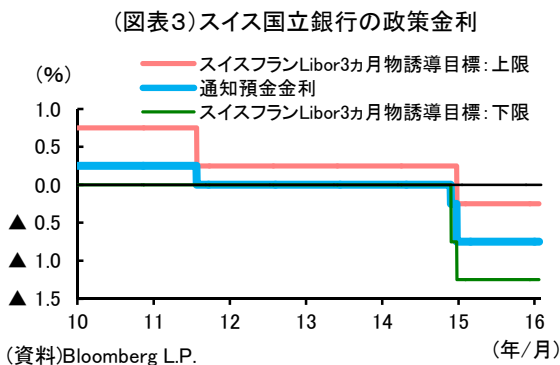
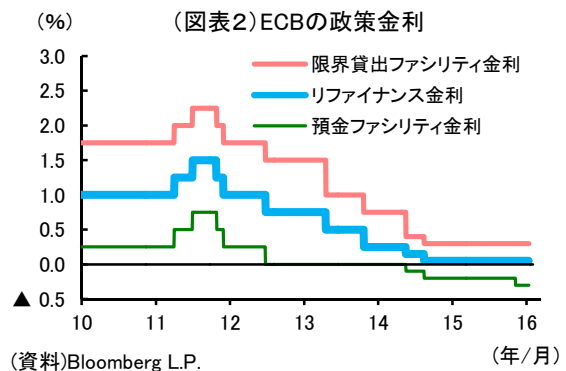
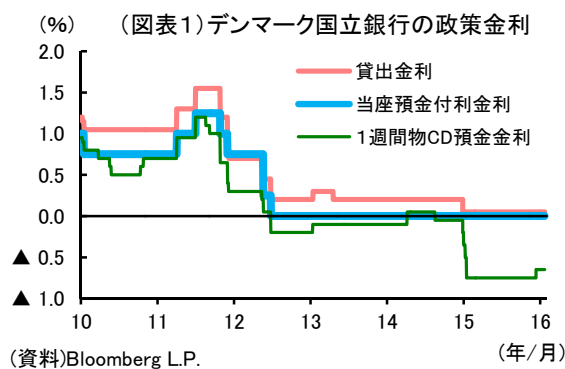
## 1. はじめに

日本銀行は、1月29日の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。既存の「量的・質的金融緩和」を継続しつつ、マイナス金利政策を新たに導入するものである。金融機関が日銀に預ける当座預金の一部にマイナス金利が課されたほか、わが国債券市場や金融市場においてマイナス金利での取引が広がるなか、銀行やその他投資家の資金がどこに向かうのかが大きな注目点となっている。

日銀は、マイナス金利政策（量的緩和政策を含む）が経済に影響を与える経路として、①名目金利を引き下げ一方、予想物価上昇率を引き上げることによって、実質金利を引き下げ、消費や投資を刺激すること、②金利の引き下げにより、運用主体のポートフォリオ・リバランスを促すこと、の2つを主に想定している。後者は、日銀が金融機関の日銀当座預金の一部にマイナス金利を課すことや、国債などの資産買い入れを行うことを通じて、銀行やその他投資家が資金を国債などのリスクの低い資産から貸出や株式などの相対的にリスクの高い資産に振り向けることを期待したものである。投資家の資金が為替ヘッジなしで外債などの海外資産に向かえば、通貨安に作用する可能性もある。マイナス金利政策がマネーフローに与える影響を考えるうえでは、とりわけ後者の「ポートフォリオ・リバランス」効果が発現するかが注目される。

欧州では、日銀に先行してマイナス金利政策を導入している。まず、デンマーク国立銀行が2012年7月に1週間物CD預金金利をマイナス化した（図表1）。2014年4月に一時プラスに引き上げたものの、同年9月からマイナスに戻し、以後段階的にマイナス幅を拡大した。ユーロ圏の中央銀行であるECBは14年6月に預金ファシリティ金利をマイナス化した（図表2）。その後、スイス国立銀行は14年12月にスイスフランLibor3ヵ月物誘導目標と通知預金金利、スウェーデン中央銀行（リクスバンク）は15年2月にレポ金利をそれぞれマイナス化した（図表3、4）。

本稿では、欧州のマイナス金利政策のマネーフローへの影響を考察し、日本へのインプリケーションを探りたい。

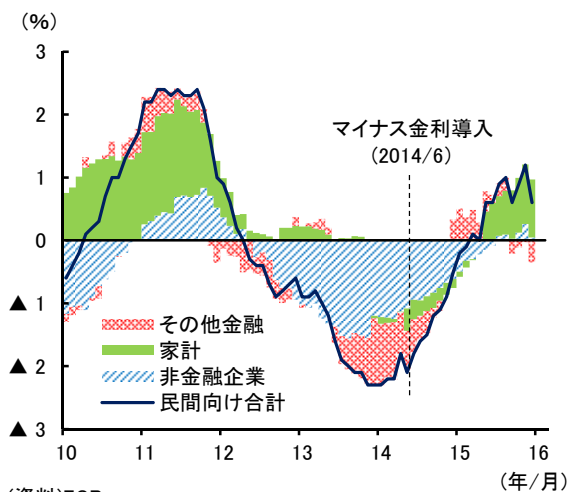


## 2. 銀行貸出への影響

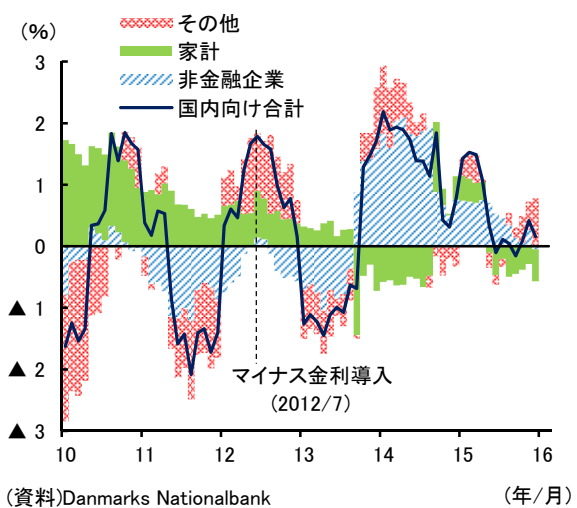
ECBは、マイナス金利政策をはじめとした一連の金融緩和策の効果として、民間向け信用の拡大（貸出の増加）を指摘している。ユーロ圏では金融機関の民間向け貸出残高が2012年5月以降、前年割れの状況が続いていたものの、15年初めにかけて前年比プラスに転換した（図表5）。ECBによる14年6月のマイナス金利導入や15年3月の国債購入開始等の金融緩和策に一定の効果があったとみなすことができるだろう。もっとも、15年春以降、民間向け貸出が伸び悩んでおり、ECBの想定通りには緩和効果が浸透していないのが実情である。貸出の内訳をみると、貸出で伸びているのは家計向け（大半が住宅ローン）であり、非金融企業向けは低迷が続いている。

ユーロ圏以外のマイナス金利政策導入国では、マイナス金利政策の銀行貸出への影響は不明瞭である。12年7月に導入したデンマークでは、12年半ば以降、国内向け貸出の伸びが鈍化し、13年は前年割れが続いた（図表6）。スイスでは、14年12月に導入後、国内向け貸出の伸びが鈍化した（図表7）。スウェーデンでは、15年2月に導入する以前から、銀行貸出の堅調な伸びが続いていた（図表8）。ただし、ユーロ圏と共通するのは、これらの国でも住宅ローン（ないしは不動産）向け融資が総じて堅調であることである。

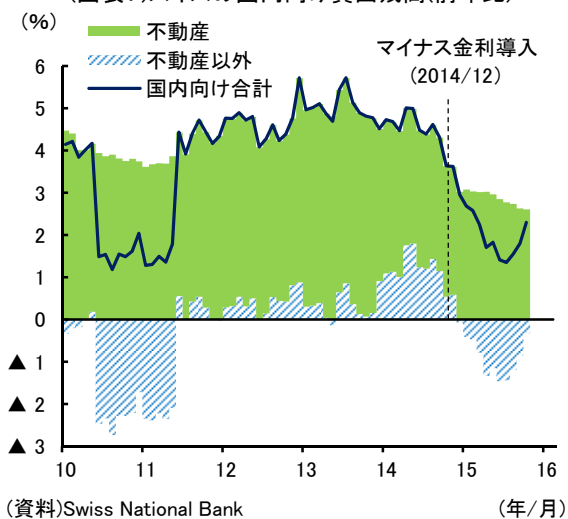
（図表5）ユーロ圏の民間向け貸出残高(前年比)



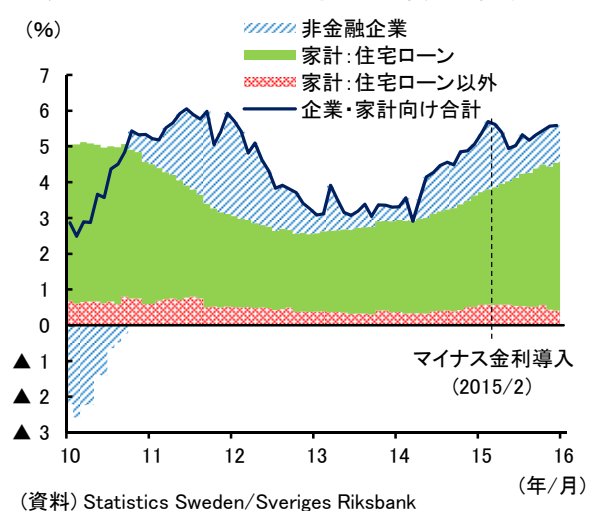
（図表6）デンマークの国内向け貸出残高(前年比)



（図表7）スイスの国内向け貸出残高(前年比)



（図表8）スウェーデンの企業・家計向け貸出残高(前年比)

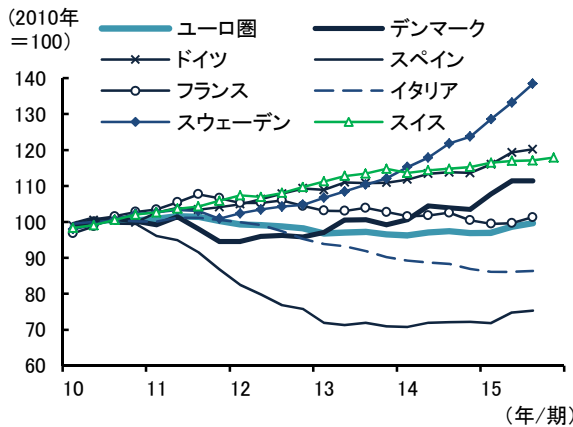


### 3. 不動産市場・株式市場への影響

ユーロ圏以外でマイナス金利を導入している3カ国では、住宅ローン（不動産向け融資）の増加と符合して、いずれの国でも住宅価格の上昇傾向が鮮明となっている（図表9）。ユーロ圏の住宅価格は、加盟国ごとのばらつきが大きいものの、ドイツの上昇傾向が目立つ格好となっている。マイナス金利政策は、住宅ローン金利を引き下げ、住宅需要を刺激することなどを通じて、住宅価格の押し上げに作用している可能性がある。加えて、ユーロ圏では、ECBが全加盟国に対して単一の金融政策を運営するなか、相対的に景気が堅調なドイツにとって現行の金融政策が過度に緩和的になっている可能性もある。実際、ユーロ圏主要国の適正と考えられる政策金利の水準を潜在成長率やインフレ率などを基に算出すると、ドイツにとって適正と考えられる政策金利水準よりも実際の政策金利が低くなっていることを示唆している（図表10）。

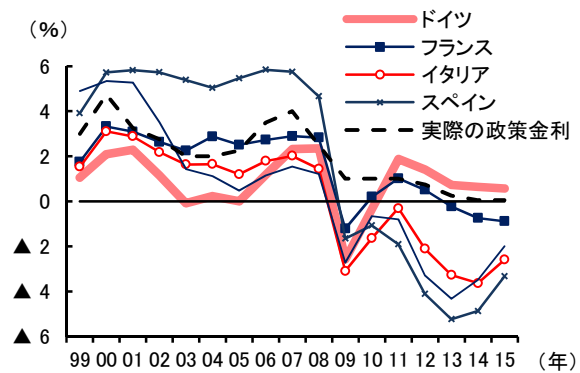
なお、スイスとデンマークの用途別の不動産価格の推移をみると、商業用不動産価格なども上昇傾向にあるものの、住宅価格に比べると上昇ペースは緩やかにとどまっている（図表11、12）。

（図表9）欧州の住宅価格



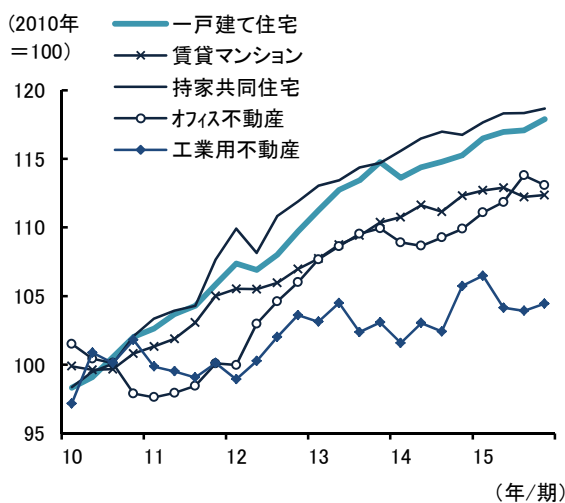
（資料）Eurostat, Wuest & Partner AG, Switzerlandを基に日本総研作成  
（注）出所はスイスがWuest & Partner AG, Switzerland、それ以外の国（EU諸国）がEurostat。

（図表10）ユーロ圏主要国の適正政策金利水準



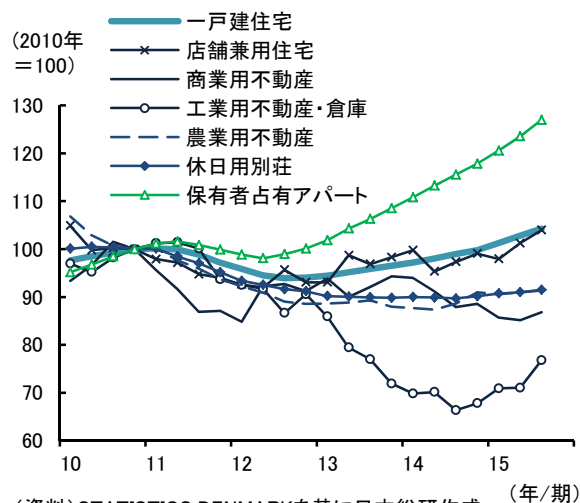
（資料）DG ECFIN, ECBを基に日本総研作成  
（注1）適正政策金利はテイラールールに基づいて算出。  
適正政策金利 = 潜在成長率 + 0.5 × (実際のインフレ率 - 目標インフレ率2%) + 0.5 × GDPギャップ  
（注2）政策金利は、リファイナンス金利。

（図表11）スイスの用途別不動産価格指数



（資料）Wuest & Partner AG, Switzerlandを基に日本総研作成

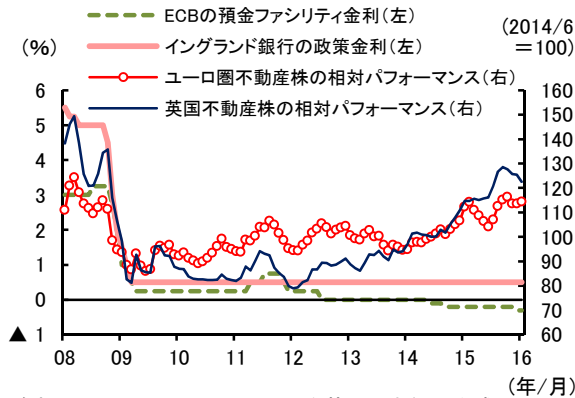
（図表12）デンマークの用途別不動産価格指数



（資料）STATISTICS DENMARKを基に日本総研作成  
（注）4四半期移動平均。

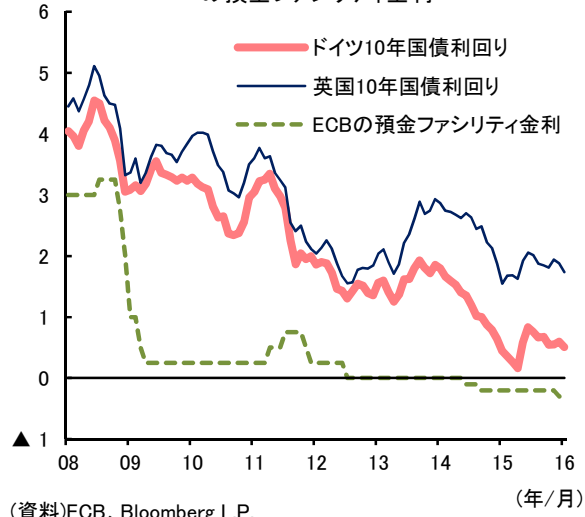
次に、ユーロ圏の株価指数を用いて、株式市場全体の指数の動きと不動産市場の動向を反映しやすい不動産株指数を比較してみると、ECBが14年6月にマイナス金利政策導入後、不動産株指数が株式市場全体の指数をアウトパフォームする傾向がみられる(図表13)。もっとも、ECBがマイナス金利を導入して以降の不動産株指数の相対パフォーマンスは、マイナス金利政策を導入していない英国の方がユーロ圏よりも高くなっている。この間、ユーロ圏だけでなく、英国でも長期金利が低下しており、マイナス金利政策の導入そのものではなく、長期金利が低下したことが借入コストの低下期待などを高め、不動産株の上昇につながった公算が大きい(図表14)。

(図表13)不動産株の相対パフォーマンス



(資料)BOE、ECB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
 (注)相対パフォーマンスは、不動産株指数を株式市場全体の指数で除し、ECBがマイナス金利を導入した2014年6月を100として指数化。株価指数は、英国がFTSE350指数、ユーロ圏がストックス600指数。

(図表14)ユーロ圏、英国の長期金利とECBの預金ファシリティ金利



(資料)ECB、Bloomberg L.P.

## 4. 為替相場への影響

### (1) ユーロ

ECBは為替相場が金融政策の目標ではないとの見解を折に触れて示しているものの、ECBがマイナス金利を導入した2014年半ば以降、結果的に為替市場ではユーロ安が進行した。ユーロの対ドル相場は、歴史的にみて政策金利見通しを反映しやすい独米2年債利回り格差と高い連動性がある(図表15)。ECBが14年6月以降マイナス金利の導入を含め金融緩和の強化に動く一方、米FRBが金融政策の正常化を進めたことから、独米金利差のマイナス幅が拡大した。こうした米欧の金融政策の乖離がユーロ安に作用した公算が大きい。

もっとも、15年春から秋にかけては、断続的にリスクオフの市場環境となるなか、ユーロ売り持ちポジションの巻き戻しが進み、ユーロ反発地合いとなるなど、金融緩和による通貨安効果には限界もみえる。

14年半ば以降のユーロ安は、ユーロの基礎的な需給(経常収支+証券投資+直接投資)の動向からも説明できる。ユーロ圏では、経常黒字に伴うユーロ高圧力を証券投資、直接投資を通じた資金流出に伴うユーロ安圧力が打ち消す構図となって

(図表15)ユーロドル相場と独米2年債利回り格差の推移

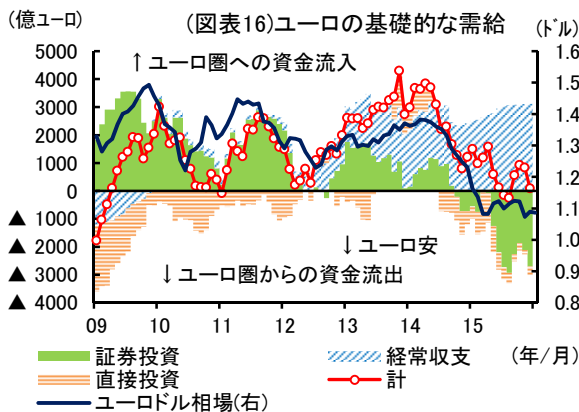


(資料)Bloomberg L.P.

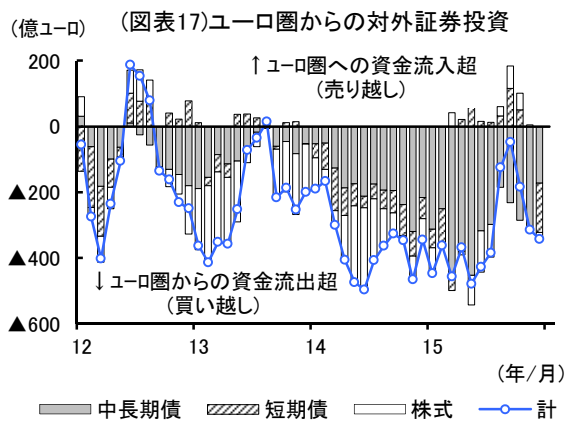
いる(図表16)。基礎的な需給のうち、ECBがマイナス金利を導入した14年半ば以降、証券投資、なかでも債券投資で資金の流れが大きく変化した。ユーロ圏の証券投資を対外・対内に分けてみると、対外証券投資は、中長期債を中心に買い越され、ユーロ圏からの資金流出超が続いている(図表17)。マイナス金利の環境下に置かれた域内の投資家が少しでも高い運用収益を求めて域外へ資金を振り向けている可能性が大きい。もっとも、15年夏から秋にかけては、リスクオフの市場環境となるなか、対外証券投資の買い越し幅が縮小する場面があった。このことは、対外証券投資が増加するには、投資家がリスクを取りやすい市場環境が必要なことを示している。

一方、対内証券投資は、ECBが量的緩和に動いた14年末から15年春にかけて盛り上がる場面があったものの、ユーロ圏債券市場にマイナス金利が広がった14年後半やマイナス金利が定着した15年夏以降は、中長期債を中心に売り越され、ユーロ圏からの資金流出超となった(図表18)。この結果、対外・対内証券投資をネットした額は、ユーロ圏からの資金流出超となる傾向が続いており、こうした資金フローがユーロ安に作用してきた公算が大きい(図表19)。

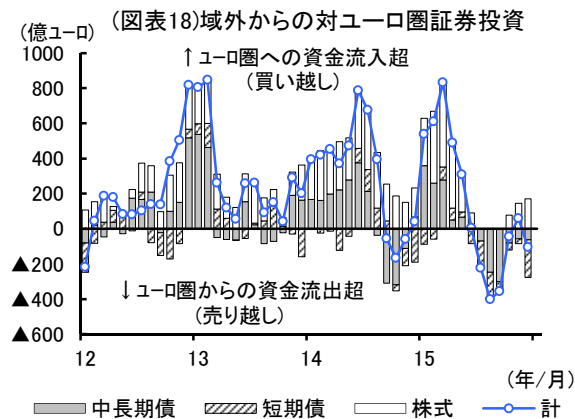
以上のように、ECBのマイナス金利政策をはじめとした一連の緩和策は、金利面では内外金利差の拡大、資金フロー面では域内外の投資家に域外資産へのポートフォリオ・リバランスを促すことなどにより、ユーロ安に作用したとみられる。ただし、ユーロの事例は、リスクオフの市場環境下では、金融緩和による通貨安効果が限られることを示している。



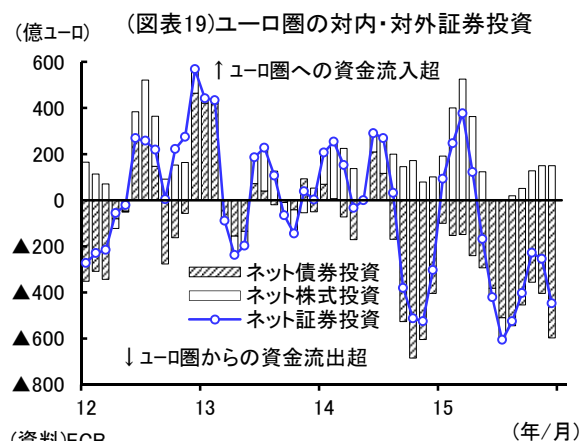
(資料)ECB, Bloomberg L.P.  
(注)いずれも12カ月累計。証券投資、直接投資は、対内、対外をネットしたもの。



(資料)ECB  
(注)いずれも3カ月移動平均値。



(資料)ECB  
(注)いずれも3カ月移動平均値。



(資料)ECB  
(注)いずれも3カ月移動平均値。

## (2) ユーロ以外

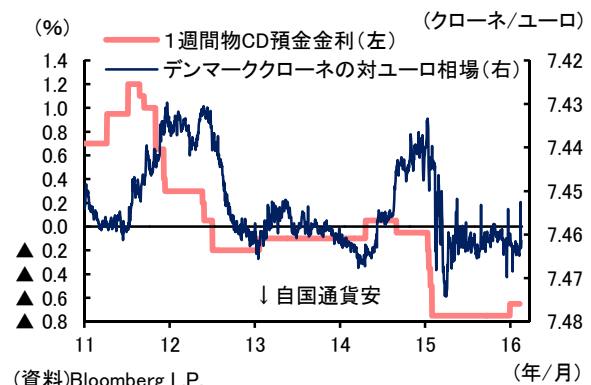
ユーロ圏以外のマイナス金利導入国では、マイナス金利政策をはじめとした金融緩和策が為替市場での自国通貨売り介入との「合わせ技」により、通貨高の抑制に一定の効果を上げていると推察される。ただし、これらの国では、金融政策が対ユーロでの為替相場安定に割り当てられている側面が強いことには留意する必要がある。

デンマークは、為替相場メカニズム（ERM2）に参加し、自国通貨の対ユーロ相場の許容変動幅を±2.25%に設定しており、為替相場の安定が金融政策の最大の目標である。デンマーク国立銀行は、基本的に金融政策を ECB に追随させ、状況によっては為替市場に介入することで目標を達成している。このため、同中銀は、ECB が 2012 年 7 月に預金ファシリティ金利を 0% に引き下げた翌日に、1 週間物 CD 預金金利をマイナスに引き下げた（図表 20）。その後、同金利を 14 年 4 月から一時プラス化したものの、同年 9 月に再びマイナス化し、その後段階的にマイナス幅を拡大した。デンマーククローネの対ユーロ相場は、ECB がマイナス金利を導入した 14 年半ばから量的緩和導入に動いた 15 年初にかけて上昇したものの、同期間を除けば概ね横這いで推移している。

スイス国立銀行は、14 年 12 月にスイスフラン Libor 3 ヶ月物の誘導目標をマイナスに引き下げた（図表 21）。この背景には、ECB の量的緩和導入観測が高まるなか、当時通貨防衛水準に設定していた対ユーロでのスイスフランの上限（1 ユーロ=1.20 スイスフラン）を維持できなくなるとの懸念があったとみられる。スイス国立銀行は、15 年 1 月にスイスフランの上限を突然撤廃すると同時に、マイナス金利幅を拡大させる措置をとった。スイスフランは上限撤廃直後こそ急騰したものの、その後は緩やかながらもフラン安基調となっている。

スウェーデン中銀は 15 年 2 月にレポ金利をマイナスに引き下げた（図表 22）。同中銀は、マイナス金利とともに量的緩和政策も導入し、その後数次にわたってマイナス金利幅と資産買入れ規模を拡大している。この背景には、同中銀はインフレ目標政策を採用しており、ECB の一連の金融緩和策により、対ユーロでスウェーデンクローナが上昇し、国内のデシインフレ圧力が強まることに対する懸念があったと推測される。スウェーデンクローナの対ユーロ相場は、中銀が数次にわたって金融緩和を強化するなかで、概ね横這い圏内での推移が続いている。

(図表20)デンマークの金融政策と為替相場



(図表21)スイスの金融政策と為替相場



(図表22)スウェーデンの金融政策と為替相場



## 5. まとめ

欧州の事例を踏まえると、日本のマイナス金利政策は、住宅など不動産向け融資を中心に銀行貸出の増加を後押ししたり、不動産価格を押し上げたりする可能性がある。株式市場では、長期金利の低下による借入コストの低下期待などから、不動産株が株式市場全体に対してアウトパフォームする可能性がある。

もともと、異次元の金融緩和を続けてきたわが国では、銀行による不動産向けの新規貸出が 2015 年にバブル期を超え、26 年ぶりに過去最高となるなど、既に不動産市場に過熱化の兆候がみられる。また、日銀のマイナス金利導入を受け、住宅ローン金利は過去最低を更新しているものの、家計の所得の伸びに限られるなか、住宅取得能力はさほど改善しておらず、金利低下による住宅需要の増加、ひいては住宅価格の上昇余地は限られる可能性がある。

為替市場への影響については、日本が経常黒字国であることや、円がドルやユーロに次ぐ主要通貨であり、日本は為替介入を極力すべきではない立場にあること等を踏まえると、日本と共通点の多いユーロ圏の事例が参考となるだろう。日銀のマイナス金利政策は、金利面では内外金利差の拡大、資金フロー面では国内投資家による国外資産へのポートフォリオ・リバランスの動きを促すことを通じて、円安に作用する可能性がある。

もともと、世界的なリスクオフの市場環境が続く限り、国内投資家が積極的に対外投資を増加させることは想定し難い。米中をはじめとした世界景気の先行き懸念の緩和や、株価・原油など金融市場の安定化がなければ、日銀のマイナス金利政策が持続的な円安効果を発揮することはないだろう。また、ユーロ圏の周辺国が ECB の金融緩和による自国通貨高圧力を緩和するためにマイナス金利政策の導入を余儀なくされたことが示すように、今後、日銀のマイナス金利による円安効果が発現した場合でも、他国も自国通貨高を避けようとする結果、金融緩和による通貨安競争を加速させ、リスクオフのトリガーとなる可能性には注意が必要であろう。

以上