

2016/03/24 08:09

◎【円債投資ガイド】「マイナス金利」は新たな手段たり得るか？＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝今年に入り、1月に日銀が部分的なマイナス金利政策を導入を決定し、欧州中央銀行（ECB）も3月に預金ファシリティ金利のマイナス幅を拡大したことから、世間ではこの「マイナス金利」の議論一色、の感がある。わが国の市場でも観察されるようになった「マイナスのイールド・カーブ」とは、そもそも、どのように作り出されているのか。各中央銀行の膝元の金融市場やそこでのプレーヤーである銀行にはどのような影響が及ぶのか。実体経済への効果はどの程度期待できるのか。論点は尽きない。

マイナス金利の水準をどこまで下げることができるのか、どこまで深いマイナス幅を設定できるのか、に関しては、すでに国内外の各方面で多く論じられているところでもあるが、確かに限界があろう。「金利ゼロ」の現金という資産が存在する以上、現金を安全に保蔵し、輸送するコストを上回る大きな幅にまでマイナス金利の水準が引き下げられれば、現金に対する選好が加速することになってしまうからだ。しかも、この現金のハンドリング・コストは、通貨圏の規模が大きいほど、単位当たりでは逡減するとも考えられ、現実問題としてのマイナス金利の引き下げ可能な幅は、独立通貨を採用する欧州の小国のケースに比較すれば、ユーロ圏やわが国の方が浅い、ということになるのかもしれない。

海外では、このようなマイナス金利政策が、今後、金融政策運営上の一つ的手段として用いられるようになるのかどうか、という議論も始まっているようだ。主要国経済の状況を見ると、金融危機の後遺症、という局面は通り過ぎ、経済の構造的な問題を反映して、世界的な低成長、低インフレのトレンドが観察されるようになりつつある、との見方が強まっている。そうした中で、今後、マイナス金利政策が、より広範な国々の中央銀行にとって、とり得る選択肢の仲間入りをするようになるのかどうか。

2014年まで国際決済銀行（BIS）の金融経済局長であったチェケッティ教授は、WEBサイト上で展開している金融論の時事トピックスに関するコメンタリー資料（16年2月29日付“*How Low Can They Go?*”）の中で、この点に関し、中央銀行がマイナス金利政策を導入する前に、大規模に資産を買い入れる量的緩和政策を行っているか否かで大きな相違があることを指摘している。同教授の表現を引用すれば、「単刀直入に言えば、中央銀行が巨額の超過準備を保有するように銀行に強いた後で、それからどうやって、今度はマイナス金利を設定して、同じ超過準備に対して「課税」（訳出者注：金利を徴収することを指す）することができるというのだろうか？」（訳は引用者）ということなのだ。

同教授は、日銀はその最も極端な事例である、と述べている。わが国の民間銀行は「量的・質的金融緩和」の開始後今日に至るまで、超過準備へのプラス0.1%の付利により、巨額の利益を得てきたが、今後もし、日銀が超過準備全体にマイナス金利を導

入すれば、民間銀行の利益は一掃され、超過準備保有に伴う中央銀行のコストが、即座に民間銀行に転嫁されることになってしまう。これは民間銀行への「課税」に相当するとみることでもでき、実際にはそのようなことはかなり難しい。日銀のみならず、スウェーデンやスイス等も含め、マイナス金利政策を導入するほとんどの中央銀行が「階層方式」を採用して、民間銀行が保有する超過準備に対して、段階的、ないしは部分的にマイナス金利を適用するのにとどめていることはこの理由による。ただし、金融政策運営の手段としての実効性はそれだけそがれることとならざるを得ない、というのがチェケッティ教授の見立てのようだ。

このように考えてくれば、マイナス金利政策を金融政策運営上の一つ的手段として用いることに意味があるとすれば、大規模な資産買い入れ、ないし量的緩和を実施する前であれば、ということになる。その意味ではECBが、目下、この事例に該当する唯一のケースだ。実際、ECBは預金ファシリティー全体にマイナス金利を導入しており、階層方式は採用していない。

ただ、そのECBも悩みを抱えている。預金ファシリティー金利のマイナス圏内での引き下げは本年3月で4度目となる。コンスタンシオ副総裁は11日、政策委員会の翌日に公表した、異例の“opinion piece”の中で、ECBに対して強まる風圧に抗する論考を展開している。具体的には、これまでのECBの金融政策運営の効果を、預金ファシリティーの「マイナス金利」採用のみならず、各国債を含む資産買い入れプログラムやターゲット長期リファイナンス・オペ等も含めた上で、過去2年間のユーロ圏経済の成長率を2/3（0.66）%押し上げた、とのECBスタッフの推計結果を紹介しているほか、こうした金融政策運営がなかりせば、ユーロ圏の消費者物価指数（CPI）は、15年にはマイナス1/3（0.33）%、16年には相当なマイナス状態が継続し、恒常的なデフレーション状態に陥っていたとみられる、とも述べている。一方で同副総裁はこの論考の中で、預金ファシリティーのマイナス金利には限界があることも認めており、前日の記者会見におけるドラギ総裁の発言と歩調を合わせた形となっている。

ECBは今回、「預金ファシリティーのマイナス金利幅の拡大」と合わせて、資産買い入れオペの対象に、適格な社債を追加することや、本年6月から、預金ファシリティー並みのマイナス0.4%を適用する新たなターゲット長期リファイナンス・オペ（TLTRO II）を導入することなども決定した。このような内容に対して、市場からは、「ECBによるアメとムチの『合わせ技』ではないか」とのシニカルな声も聞こえてくる。マイナス金利幅の拡大によって、ユーロ圏の民間銀行の収益にさらなる悪影響が及ぶことは避けがたい。他方、TLTRO IIは、主に経済低迷に悩む南欧諸国の民間銀行に恩恵をもたらすとみられている。

マイナス金利が、中央銀行の金融政策運営上の一つ的手段としての地位を獲得できるようになるものかどうか、机上の理論はさておき、実際には、まだまだ定かではないと言えそうだ。（了）

[/20160324NNN0051]