

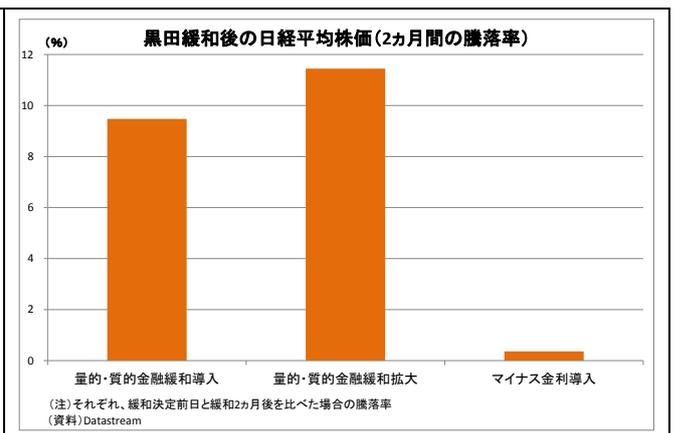
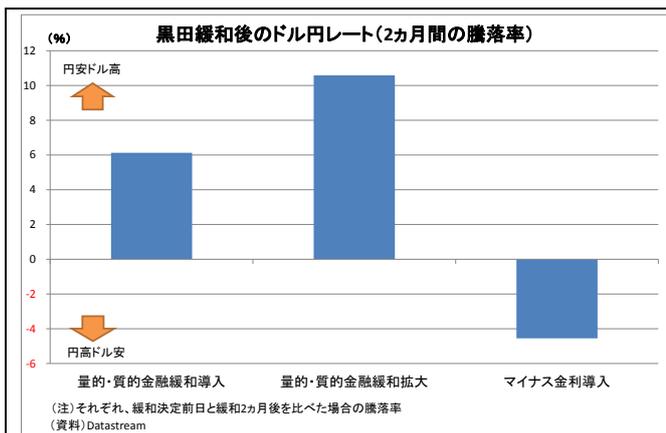
Weekly エコノミスト・ レター

マイナス金利政策は、なぜこれほど 評判が悪いのか？

～金融市場の動き(4月号)

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

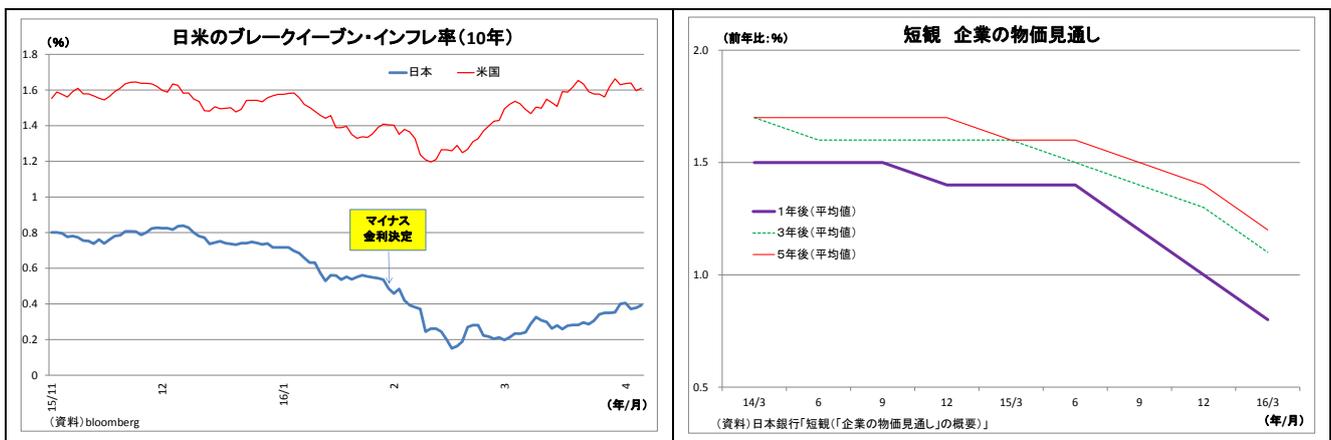
- (政策)** 日銀のマイナス金利政策に対する市場や世論の評判は芳しくない。その理由を考えると、まずは「副作用への警戒感が強い」ことが挙げられる。そして、その発端は市場金利の動きにある。マイナス金利政策は、従来の緩和策以上に金利を押し下げ、10年国債利回りまでもマイナス圏に沈んだ。この結果、銀行やその他金融機関等への悪影響が強く意識された。さらに、家計を中心に、銀行収益が悪化することで、将来、銀行預金が(実質的な)マイナス金利になるのではないかと懸念が強まったうえ、一部家計では「なけなしの利息収入すら無くなった」ことでマインドが悪化したとみられる。そして、2つ目の理由は「わかりにくい」ことだ。仕組みが難しいうえ、前例が限られ歴史も浅いため、影響などの不透明感も強いにもかかわらず、日銀の当初の説明は十分だったとは言い難い。さらに、黒田総裁は直前まで同政策の導入に否定的な見解を繰り返していただけに、突然「効果があるので採用」と言われても、整合性に欠ける。最後となる3つ目の理由は、今回のマイナス金利では、「市場においてプラス効果が顕在化しなかった」ことだ。世界的に先行き不安が高まり、ドル安圧力も強まった時期であったため、円安・株高を促すのはハードルが高かったわけだが、効果が出なかったがために、副作用に視線が集中してしまった面がある。日銀が今後マイナス金利を拡大するためには、その効果と副作用を検証して、「効果が出ていること」、「副作用は限定的であること」を丁寧に説明し、同政策への評価を改善させる必要がある。日銀によるコミュニケーションの重要性はいつになく高まっている
- (市場の動きと予想)** 3月のドル円は小動き、ユーロドルは大きく上昇、長期金利はほぼ横ばいとなった。当面、米利上げ観測が盛り上がりにくいため、為替では少なくともドルの上値が重く、ドル安リスクの高い状況が続くそう。長期金利は一進一退と予想。



1. 政策：マイナス金利政策は、なぜこれほど評判が悪いのか？

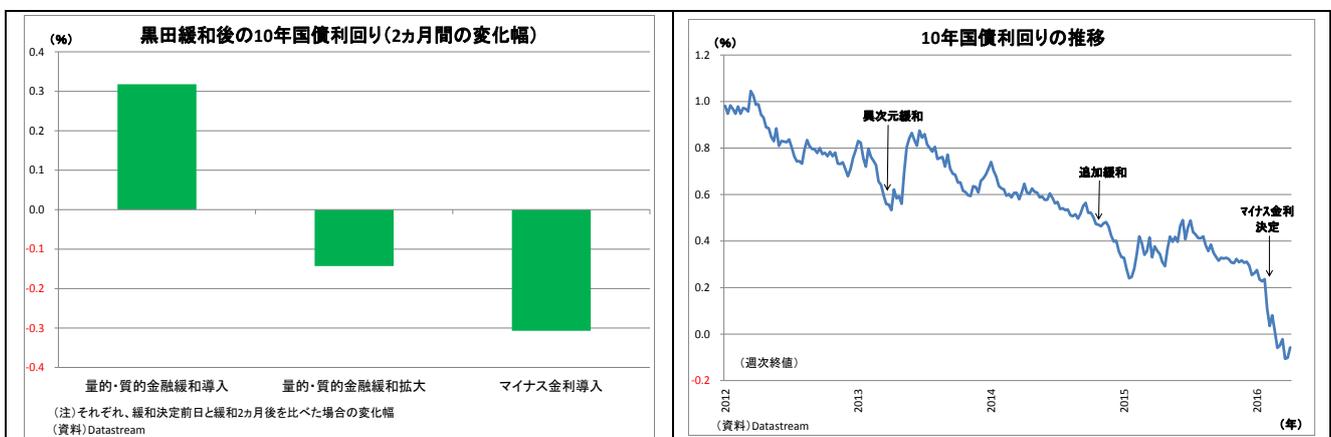
日銀が1月29日にマイナス金利政策の導入を決めてから2ヵ月余りが経過したが、同政策に対する市場や世論の評判は芳しくない。近年、日銀が決定した金融緩和策の中でもこれほど反応の悪い政策は筆者の記憶にはない。日銀はマイナス金利政策導入の背景の一つとして、「(年初来の金融市場の混乱が)企業マインド、あるいは人々のデフレマインドからの脱却に対してマイナスの影響を及ぼすおそれが高まっている」(1/29 黒田日銀総裁会見)ことを挙げていたが、マイナス金利決定後の市場の期待インフレ率(ブレイクイーブン・インフレ率)や企業の期待インフレ率(短観の企業の物価見通し)はむしろ下振れており、マイナス金利が前向きに捉えられている感じはない。

従来の金融緩和策と比べて、マイナス金利政策がなぜこんなに評判が悪いのか？考えてみたい。



(市場金利のマイナス化で副作用への懸念が台頭)

まず、最初の理由としては、今回マイナス金利政策の特徴として、「副作用への警戒感がいつに無く強い」ことが挙げられる。そして、その発端は市場金利の動きにあると考えられる。そもそも金融緩和は金利を押し下げることが政策の波及経路としており、これまで、黒田日銀でも量的・質的金融緩和の導入や拡大を受けて、金利は低下してきた。ただし、今回のマイナス金利政策導入はこれまでの緩和策よりも金利を急激に押し下げ、代表的な金利指標である10年国債利回りまでもがマイナス圏に沈んだ。



この結果、「銀行収益への悪影響」が市場などで強く意識された。市場金利のマイナス化によって貸出金利が大きく下がり、利鞘が大きく圧迫されるためだ。また、銀行の保有する日銀当座預金に対する

マイナス金利の適用によって、直接的に銀行収益を損なう点もこの見方に拍車をかけた。銀行は経済の血流たるマネーを市中に送り出すポンプの役割を担っていると言えるが、銀行収益が圧迫されることで、銀行の仲介機能がかえって損なわれるという懸念も高まった。

また、銀行以外の金融機関や年金への悪影響も強く意識された。運用資産の主力である国債の利回りがマイナス化したことで、運用難の度合いが強まるためだ。実際に金融機関では商品の販売停止が相次いでおり、マイナス金利の負の側面が目に見える形で即座に現れることになった。

さらに、家計を中心に、銀行収益が悪化することで、将来、銀行預金がマイナス金利になるのではないか？あるいは、口座維持手数料などが導入されて実質的なマイナス金利状態になるのではないか？という懸念が強まった。

また、マイナス金利政策は一部家計のマインドをむしろ悪化させた可能性もある。マイナス金利決定を受けて、銀行預金金利が相次いで引き下げられたためだ(大手行の普通預金は0.02%から0.001%へ)。もともと預金金利は極めて低く、金額的な影響は極めて限定的なはずだが、「なげなしの利息収入すら無くなった」という事実を重く捉える向きもあるだろう。実際、景気ウォッチャー調査(3月)でも、マイナス金利を消費の抑制要因として挙げる意見が複数確認できる。

(政策の分かりにくさが効果を削ぎ、不安を高めた)

また、2つ目の理由としては、今回のマイナス金利政策は、「わかりにくい」という点が挙げられる。量的緩和は、「日銀がマネーを大量に発行し、株などを買う」ものと説明でき、景気への効果が幅広く理解されやすい。一方、マイナス金利政策は、「日銀当座預金を三層構造にし、その一部にマイナス金利を適用する」という説明になるが、仕組みが難しい。また、同政策の前例は欧州の一部に限られ、歴史も浅いため、その影響などの不透明感も強い。従って、より丁寧な説明が必要になるのは明らかであったのだが、当初の説明は十分だったとは言い難い。日銀はその後、「5分で読めるマイナス金利」という想定問答集などで改めて説明を試みているが、マイナス金利決定からかなりの時間を要している。

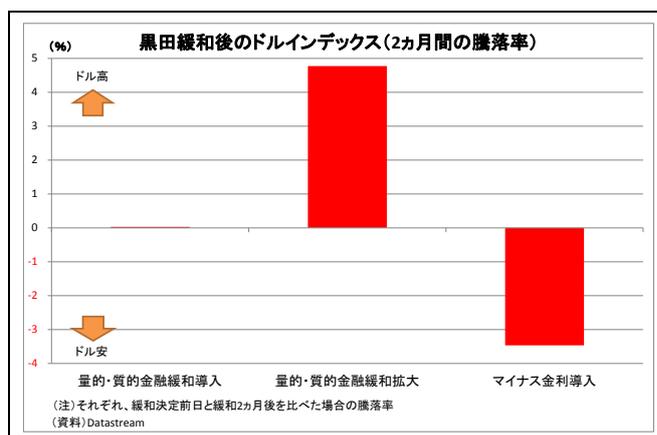
さらに、導入の経緯も分かりにくさを助長した。黒田総裁は直前までマイナス金利政策の導入に否定的な見解を繰り返していただけに、唐突に「効果があるので採用」と言われても、整合性に欠ける。

現在の日銀は、「人々の期待への働きかけ」を政策経路の一つとして重視しているが、マイナス金利政策は、その分かりにくさから前向きな期待に働きかけることができず、かえって不安に繋がった。

(市場でプラス効果が出なかったことも影響)

最後に、今回のマイナス金利導入では、「市場においてプラス効果が顕在化しなかった」ことが評判の悪さを際立たせた。従来の量的・質的金融緩和やその拡大も副作用のリスクは当然存在したのだが、政策決定を受けて市場で急激な円安・株高が進み、効果ははっきりと出たため、批判ばかり集中することは避けられた。

一方、マイナス金利政策決定後は、従来とは異なり急激な円高が進行し、株価も上昇しなかった(表紙図表参照)。世界的に先行き不安が高まって



おり、ドルの総合的な強さを表すドルインデックスが急落したように、米利上げ観測の後退からドル安圧力が急激に強まっていた時期であったため、そもそも円安・株高を促すのはハードルが高かった。ただし、効果が出なかったがために、副作用に視線が集中してしまった面がある。

(今後はコミュニケーションが重要に)

このような経緯で評判が悪くなってしまったと考えられるマイナス金利政策だが、日銀にとって重要な追加緩和オプションであることには変わりないだろう。なぜなら、これまでの量的・質的金融緩和の主軸であった大規模国債買入れは、遠くない将来の限界が市場で意識されているため、これ以上買入れペースを拡大することは、かえって持続可能性への疑問を高めると考えられるためだ。

しかし、市場や世論の評判が悪いままでマイナス金利を拡大していくことはなかなか難しい。市場や人々の期待にかえってマイナスに働きかけてしまうリスクがあるためだ。

従って、日銀が今後マイナス金利を拡大するためには、マイナス金利政策の効果と副作用を検証して、「(金利の押し下げ以外に)効果が出ていること」、「副作用は限定的であること」を丁寧に説明し、同政策への評価を改善させる必要がある。

日銀によるコミュニケーションの重要性はいつになく高まっている。

2. 日銀金融政策(3月)： 景気認識など色々と下方修正

(日銀)維持

日銀は、3月14～15日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の維持を決定した。マネタリーベースが年80兆円に増加するペースでの資産買入れと、一部日銀当座預金への▲0.1%のマイナス金利適用を継続する。前者に対しては反対者が1名(木内委員)、後者に対しては反対者が2名(木内委員・佐藤委員)出た。なお、細かい点では、日銀当座預金のうちゼロ%金利を適用するマクロ加算残高の設定方法、MRF受託残高のマイナス金利適用除外なども決定した。

声明文では、景気の総括判断を、「基調としては緩やかな回復を続けている」(従来は「緩やかな回復を続けている」)へ下方修正。個別項目では、輸出、住宅投資と予想物価上昇率の判断を下方修正した。

黒田総裁は、会見でマイナス金利政策について、「金利面では政策効果は既に現れている」、「今後、その効果が実体経済や物価面にも波及していくものと考えている」との認識を示し、そのもとで「(同政策への)評価もポジティブなものとして定まっていくのではないかと発言。その一方で、金融機関への過度の影響を否定するなど、マイナス金利政策の効果の強調、過度の副作用の否定に力点を置いた。既述のとおり、同政策に対する市場や世論の評判は芳しくないため、今後の継続・拡大のためにも、評価の改善を図ったものと考えられる。

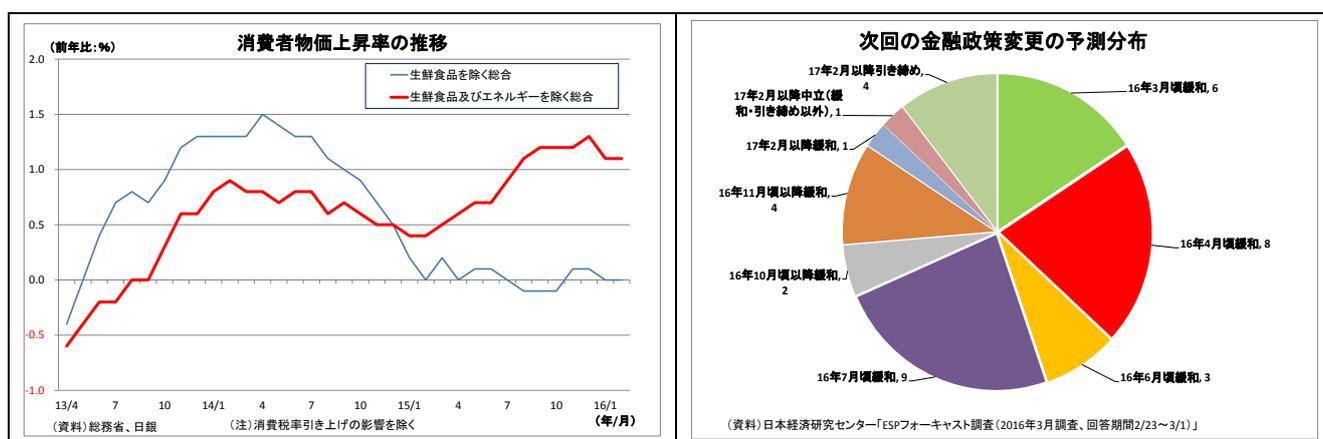
なお、今後の金融政策については、「必要な場合に、量・質・金利の3つの適切な組み合わせで追加緩和を行う」と表明し、緩和期待を繋ぐことも忘れなかった。

筆者は、今後の追加緩和の可能性について、メインシナリオとしては7月の追加緩和を予想している(前月同様)。マイナス金利政策の効果・副作用についての検証にはしばらく時間を要するためだ。さらに5月のG7サミットまでは通貨安誘導との批判を受けかねないマイナス金利拡大はし

づらいという面もある。従って、しばらくは様子見スタンスを維持すると見ている。一方、夏頃になると、ある程度検証データが揃ううえ、年初からの円高に伴う輸入物価下落などによって、日銀が「物価の基調改善」の根拠としてきた物価の基調（エネルギーと生鮮食品を除くCPIなど）の変調が顕著となり、追加緩和をせざるを得なくなると見ている。

その際の手法はマイナス金利拡大とETF買入増額と予想するが、ECB型のマイナス金利での資金供給策を導入する可能性もある。

一方、4月の日銀短観の内容が総じて悪かったこととその後の円高進行を受けて、4月追加緩和の可能性もやや高まったと見ている。その場合は、マイナス金利の拡大を避け、ETF買入れ増額がその手法になると見ている。



3. 金融市場(3月)の動きと当面の予想

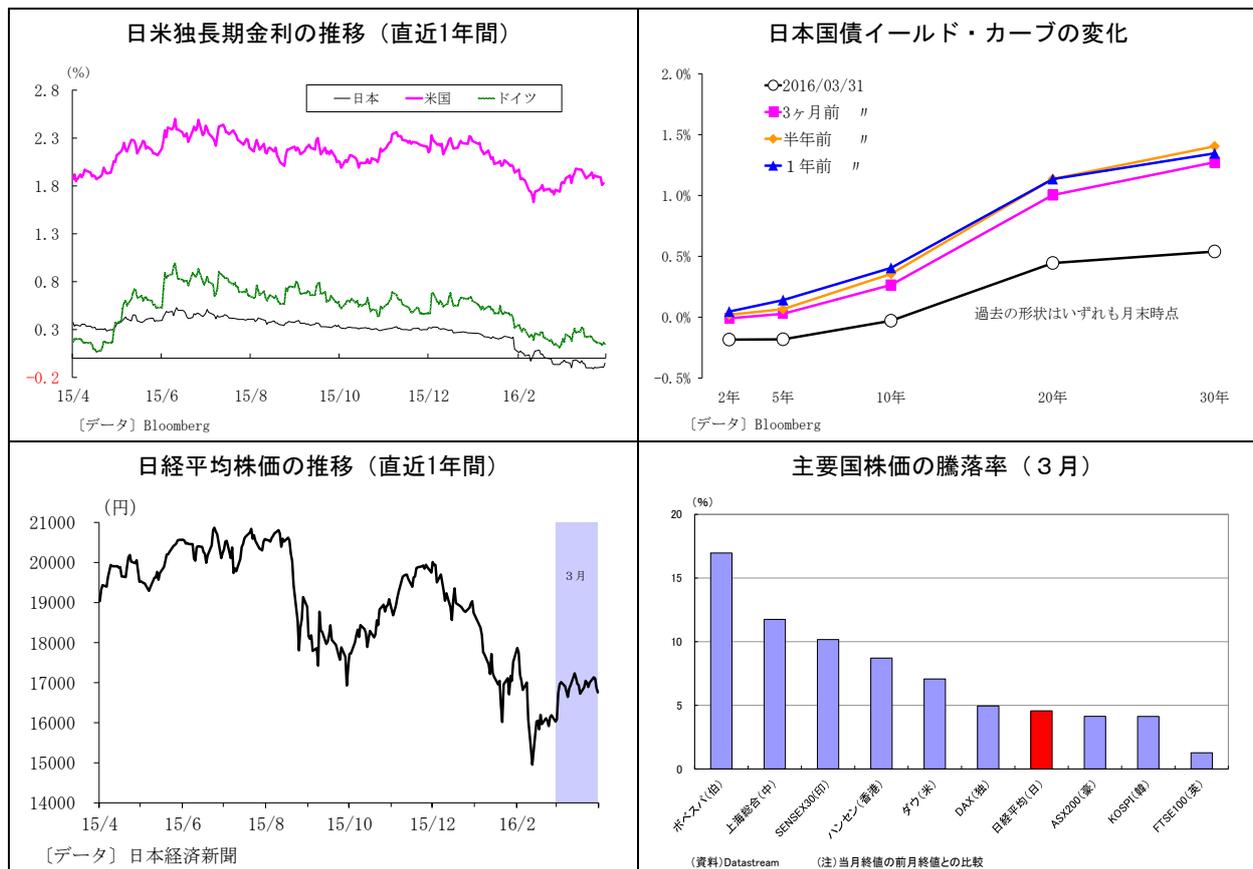
(10年国債利回り)

3月の動き 月初▲0.0%台半ばからスタートし、月末も▲0.0%台半ばに。

月初、一旦利益確定の動きが優勢となり、3日にかけてマイナス金利幅を縮めたものの長続きせず、好調な入札を受けた8日には▲0.1%を付ける。その後、高値警戒感から反動が起こり、9日に▲0.0%台前半に戻る。しばらく膠着ぎみの推移を辿った後、18日には円高・株安に加え、日銀オペで国債需給の逼迫が示されたことで再び低下、▲0.1%となる。以降、▲0.1%付近での推移が続いたが、月末には年度初めの投資家の国債売りを警戒する動きが出て、▲0.0%台半ばに上昇。

当面の予想

今月に入り、▲0.0%台半ばから後半の推移が続いており、足元も▲0.0%台後半にある。最近、日銀のマイナス金利幅(▲0.1%)付近になると債券の高値警戒感から売られやすく(金利は上昇)、▲0.0%台前半では値ごろ感から買いが入りやすい(金利は低下)状況にある。この相場観を変化させる要因としては、日銀の追加緩和(観測)と、米利上げ観測に伴う米金利の上昇が挙げられるが、どちらも当面は見込みがたい。従って、長期金利はしばらく▲0.1%付近から0.0%のボックス圏で、入札や日銀オペの結果を見ながら一進一退する展開になりそうだ。



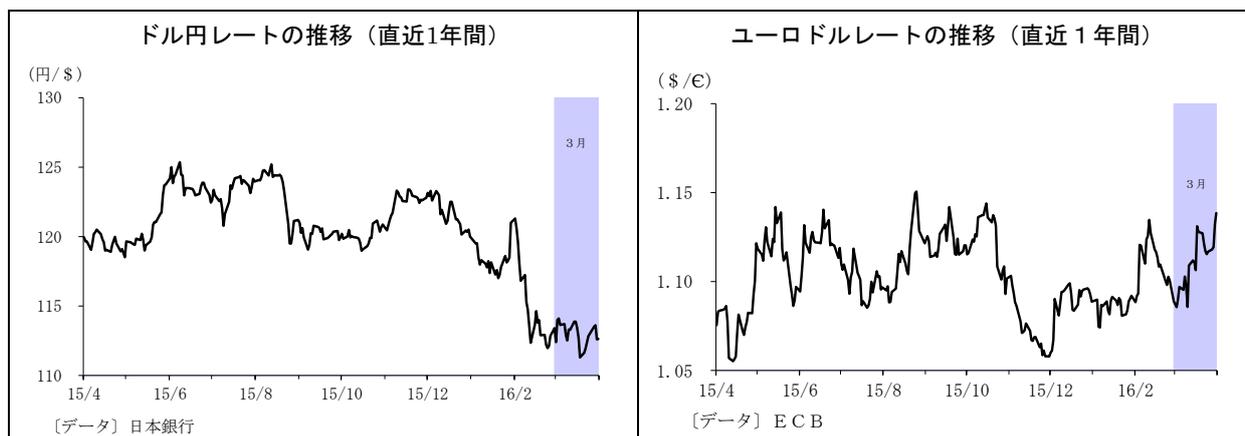
（ドル円レート）

3月の動き 月初112円台前半からスタートし、月末は112円台後半に。

月初、堅調な米経済指標を受けて米経済に対する過度の悲観が後退、2日には114円台を回復した。その後、中国経済指標悪化を受けたリスク回避などで、8日には112円台に戻る。以降は原油価格の持ち直しを受けたリスク回避の後退で、10日には113円台を回復し、しばらく維持したものの、3月FOMCでの利上げに対する慎重姿勢を受けて、18日には111円台前半に円高が進行。その後は複数のFRB高官が4月利上げの可能性を示唆したことによって、25日には113円台を回復したが、29日の講演でイエレン議長が利上げへの慎重姿勢を打出したことで再びドル安圧力が高まり、月末は112円台後半で着地した。

当面の予想

今月に入り、FOMC議事要旨でFRBの利上げに慎重なスタンスが改めて確認されたこと、安倍首相による為替介入に否定的ととれる発言が報じられたことから円高が加速し、足元は109円付近で推移している。現在は円安・ドル高材料が明らかに不足しており、円売り介入への警戒感も後退しているため、円高が進みやすい環境にある。従って、当面は少なくともドルの上値は重そうだ。G20（14-15日）、主要産油国の増産凍結協議（17日）など重要イベントの結果次第では、介入観測後退やリスク回避的な円高の加速も有りえる。円安に転じるには現在おもいっきり低迷している6月の米利上げ観測（金利先物市場の織り込みは15%台）の復活が必要だが、しばらく時間がかかりそうだ。今月28日のFOMCで地ならしが始まるかが焦点となる。



(ユーロドルレート)

3月の動き 月初1.08ドル台後半からスタートし、月末は1.13ドル台後半に。

月初、前月末に急落した影響で持ち高調整のユーロ買いが入り、3日には1.09ドル台に。資源価格持ち直しに伴う対資源国通貨でのドル安がユーロドルに波及し、8日には1.10ドル台に上昇。その後、一旦ユーロ安となったが、10日のECB理事会後にドラギ総裁が今後のマイナス金利拡大に否定的な見解を表明したことを受けてユーロ買いが進み、14日には1.11ドル台に上昇。さらに、3月FOMC後にドル安圧力が強まり、17日には1.13ドル台に。下旬にはFRB高官によるタカ派的発言もあり一旦ドルが買われたが、イエレン議長発言が帳消しにし、月末は1.13ドル台後半で終了。

当面の予想

今月に入り、FOMC議事要旨で利上げへの慎重姿勢が示されたことで、足元も1.13ドル台後半で高止まりしている。最近のユーロドルはユーロ側の材料が不足ぎみで、米国(ドル)側の材料で動く傾向が強い。当面は6月の米利上げ観測が高まりにくい状況が続くと予想され、ユーロドルは高止まりしそうだ。原油安リスクは現在も高いと見ているが、原油価格が下落する際には、低金利通貨であるユーロにリスク回避的な買いが入ることで、ユーロドルが上振れる可能性もある。

金利・為替予測表(2016年4月8日現在)

		2016年				
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	10年金利(平均)	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
アメリカ	FFレート(期末)	0.50	0.75	0.75	1.00	1.25
	10年金利(平均)	1.9	2.0	2.4	2.7	2.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利(ドイツ、平均)	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
ドル円	(平均)	115	111	114	117	120
ユーロドル	(平均)	1.10	1.12	1.09	1.07	1.06
ユーロ円	(平均)	127	124	124	125	127

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。