

みずほマーケット・トピック(2019年9月24日)

「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策

一部の先進国で追求されるマイナス金利政策は羊頭狗肉の様相を呈してきてはいないか。マイナス金利を採用する国では導入当初、「そう長くは続けられない」という声が多かった。だが、現在では「階層化システムを強化することで銀行部門への影響を限定すれば深掘りは可能」という方向に舵が切れ始めているように見える。とはいえ、マイナス金利を継続しながらその免除残高を拡大させ、銀行部門への被弾を軽減することに心を砕く状況に何の意味があるのか。経済や物価へのポジティブな効果が認められていないのであれば、やはり羊頭狗肉の誹りを免れないように思う。一方、為替市場への影響を考慮すれば、簡単にマイナス金利の看板を下ろせないという事情もあるかもしれない。日欧の中銀でできることが効果の判然としないマイナス金利の深掘りくらいしかなくなっている状況が継続すると、為替市場を通じた各国間の摩擦が起きやすくなる可能性も。トランプ大統領は先般、FRBにマイナス金利を督促する発言をしている。

～羊頭狗肉の様相を呈するマイナス金利政策の打ち合い～

「見かけは立派だが中身はそうでもない」。そうした実際と実質とが一致しない状況を表現する「羊頭狗肉」という四字熟語がある。現在、一部の先進国で追求されるマイナス金利政策は羊頭狗肉の様相を呈してきてはいないか。後述するように、マイナス金利を採用する国では導入当初、「そう長くは続けられない」という声が多かった。しかし、現在では「階層化システムを強化することで銀行部門への影響を限定すれば深掘りは可能」という声も増え始めているように見受けられる。

もちろん、マイナス金利政策に捨て難いポジティブな効果が認められるならばそれでも良い。しかし、マイナス金利政策を導入して欧州では丸5年、日本では丸3年経つが、その効用として取り沙汰されるのは不動産を含むリスク資産価格の上昇や金融機関収益の押し下げくらいであり、最終的なゴールであったはずの物価の押し上げについては両地域とも実現していない。ユー



ーロ圏に至っては過去5年間でインフレ期待が完全に腰折れのステージに入った感もあり(図)、現状の景気に関して言えばドイツを中心として後退の淵に立たされている。片や、金融機関の経営体力がマイナス金利環境の中で衰えていることははっきりしており、「このままシステムリスクに至っては不味いので軽減策は必要」との判断から階層化システムの検討そして導入に至ったというのが実情だろう。そもそも階層化システムは取引慣行などが国によって異なり、事務的コストが嵩む共

通貨圏では運用が難しいとの理由から一旦却下されていた経緯がある。2016年3月10日の政策理事会でドラギ ECB 総裁は階層化システムを導入しなかった理由として(1)金利先安観を演出したくなかったこと、(2)ユーロ圏では複雑で適用しにくいことなどを挙げている。後述するように、当時は(1)が大きな注目を集めたが、実は(2)の論点も触れていた。具体的には「異なる規模、異なる状況、異なる市場環境に置かれた多くの銀行 (many banks of different sizes, different conditions, in totally different market situations)」が存在するユーロ圏では難しいという話だった。今回、階層化システムを導入したことでこれらの理由が脇に置かれたということも忘れてはならない。

かかる状況下、マイナス金利それ自体の意味を検証するステージにあると考えられるが、現状マイナス金利を採用している国では「効果の検証」ではなく「如何にマイナス金利の看板を降ろさずに続けられるか」という「継続の可能性」に焦点が移りつつあるように思える。危機後、ELB (Effective Lower Bound: 事実上の政策金利の下限) が実は負の領域にあるのかもしれないという議論が活発化しているが、ELB が正負どちらの領域にあるのかという議論以前に、効果を顧みずに継続することが目的化している雰囲気には違和感も覚える。

マイナス金利政策を継続しながらその免除残高を拡大させることで銀行部門への被弾を軽減することに心を砕く状況に一体何の意味があるのだろうか。経済や物価へのポジティブな効果が認められていないのであれば文字通り、羊頭狗肉であるように感じられる。だが、後述するように、意味が無い訳ではないかもしれない。少なくとも直情的な為替市場ではマイナス金利の深度は小さくない影響力を持ちそうであり、この意味では「通貨政策としてのマイナス金利政策」は継続させる意味があるように思う。しかし、複数の主要国がこれを追求すればいずれ摩擦は不可避ではないか。

～階層化導入は連続利下げの号砲?～

9月12日、マイナス金利の深掘りと同時に階層化システムの導入を発表した ECB は、「この(階層化システムに関する)決定は銀行部門をベースとする金融政策の波及メカニズムをサポートする一方、金融政策の緩和スタンスを保持し、ひいてはインフレ目標の収斂に寄与する」との声明を出している。裏を返せば、階層化システム抜きにマイナス金利を追求すれば金融仲介機能が毀損し、インフレ目標からも遠ざかるという事実を認めているとも言える。マイナス金利がリバーサルレートに陥る可能性を懸念しつつ、階層化システムを噛ませることでリバーサルレートを引き下げることができる(だからもっと利下げできる)という話である。上述したように2016年3月、ドラギ総裁は金利先安観を醸成したくないという理由から階層化システムの導入を見送ったと述べた。だとすれば、今回、階層化システムを導入したことで深掘りを正当化する装置が準備されたと読むのが論理的だろう。かかる状況下、預金ファシリティ金利の引き下げが▲0.50%で打ち止めになるとは思えず、あと2～3回検討されても不思議ではないと筆者は考えている。

～マイナス金利に手慣れている欧州:「2014年」が節目～

耳目を集めやすいのは ECB だが、周知の通り、北欧を中心に欧州ではマイナス金利が導入されてから相応の年月が経過している。それゆえ「次のステップ」を模索する抵抗感も薄らいでいる可能性はある。簡単に歴史を振り返っておくと(次頁表)、世界初のマイナス金利政策の導入例としては2009年7月にスウェーデンのリクスバンク(中央銀行)が政策金利であるレポ金利を0.25%に引

き下げると同時に、中銀預金金利(超過準備にかかる金利)を▲0.25%に決定したことが挙げられる。しかし、この際、スウェーデンの銀行部門にはマイナス金利対象となる超過準備残高が殆ど存在せず、世界初と言いつつ実質的な影響は皆無だったと言われる(より厳密に言えば、中銀発行証書を通じたオペ金利などがプラスであったため、民間銀行はこれを利用することでマイナス金利が適用される超過準備を保有しないで済む状況があった)。

実質的なトップバッターはデンマークだと言われることが多い。2012年7月、デンマーク国立銀行はECBの利下げ(当時は主要リファイナンスオペ金利を1.00%から0.75%へ引き下げ)に合わせて、デンマーク国立銀行も政策金利である貸出金利を0.45%から0.20%へ引き下げた。その際に政策金利の下限を形成する譲渡性預金(CD)金利を+0.05%から▲0.20%に引き下げている。これが世界初のマイナス金利と認識されることが多い。なお、デンマークのマイナス金利政策は、当座預金残高の一定基準額まではゼロ%が適用され、その基準額を超える部分は強制的に1週間物の中銀発行CDへと振り替えられ、これにマイナス金利が適用される仕組みとなっている。この基準額は、銀行部門全体および個別金融機関ごとに設定され必要に応じて見直されている。ERM2の枠組みにあるデンマーククローネは対ユーロ相場をペッグする必要があるため、マイナス金利への突入はECBの利下げに応じた受動的な措置であり「通貨政策の延長」に生じた措置でもあった。その後、デンマークの政策金利は2014年4月に一旦プラスに戻しているが2014年6月にECBが同行としては初のマイナス金利を導入すると、やはりこれに歩調に合わせる格好で2014年9月にマイナス金利の再導入へ舵を切った。今やCD金利は▲0.75%まで沈んでいる。そしてデンマークのマイナス金利復帰から間もない2014年12月にはスイス国立銀行(SNB)が、翌2015年2月にはスウェーデンのリクスバンク(中央銀行)が相次いでマイナス金利の導入に踏み切っている。こうして振り返ってみると「2014年」というのは欧州の金融政策にとっては節目な年だったと言える。

世界のマイナス金利政策について

	対象金利	水準	スタート時期	階層化	備考
デンマーク	中銀譲渡性預金(CD)金利	-0.75	2012年7月5日	○	免除される中銀預金の限度額を銀行別に設定
スイス	中銀要求払預金金利	-0.75	2014年12月18日	○	所要準備の25倍まで免除
ユーロ圏	預金ファシリティ金利	-0.50	2014年6月5日	○	所要準備の6倍まで免除
スウェーデン	レポ金利	-0.25	2015年2月12日	×(※1)	全額にチャージ
日本	当座預金金利	-0.10	2016年1月29日	○	基礎残高とマクロ加算残高の合計まで免除

(資料)各種資料より筆者。※1:スウェーデンに準備預金制度はない。

(注)スウェーデンは09年7月に中銀預金金利を▲0.25%にしているが、実質的な影響はなかったことで知られる。

～政策金利と同等に大事になった「係数」～

世界的にマイナス金利を採用している国は複数存在してもECBだけは準備預金にフルチャージされる唯一の例であった。これは導入した2014年6月時点ではまだ量的緩和が実施されておらず域内の準備預金残高が小さかったからできた芸当である。一方、日銀は量的・質的金融緩和(QQE)を経て準備預金が巨額に膨らんでいたのが階層化システムを検討せざるを得なかったという事情がある(ゆえにリバーサルレートは欧州よりも日本の方が高いと見られるのは当然である)。しかし、2015年3月以降続けられてきた4年弱にわたる拡大資産購入プログラム(APP)の結果、ECBのバランスシートは倍以上(約2.2兆ドル→約4.7兆ドル)に膨らんだ。これによりマイナス金利の看

板を掲げ続けるにしても階層化システムが必要になったというのが実情だろう。今後の ECB ウォッチにおいては政策金利それ自体に加え、階層化システムへの工夫も適宜、検討対象に入ってくる複雑な状況となったと考えられる。

ちなみに先週 19 日、金融政策決定会合を開いたスイス国立銀行 (SNB) は政策金利 (3 か月物 LIBOR) を▲0.75% で据え置き、中銀預金金利も▲0.75% で据え置いたが、これまで所要準備の 20 倍相当までとしていたマイナス金利の適用除外残高を 11 月 1 日以降、25 倍相当に変更することを表明している。ジョルダン SNB 総裁は地元メディアに対し、「銀行のための措置ではなく、現在見られている世界的な低金利環境が長期にわたり継続するとの見通しに基づいた措置」と述べている。要するに、マイナス金利が常態化することを見越し、銀行部門がこの状況と共存できるように軽減措置も拡大せざるを得なかったという話だ。今後、マイナス金利を採用している中央銀行ではこうした係数を修正することでマイナス金利の深掘りを志向していく可能性はある。

ECB が 9 月 12 日の政策理事会で導入した 2 層システム (a two-tier system) と称した階層化システムも類似の係数が重要になってくるだろう。ここで言う「2 層」とは「所要準備」と「所要準備を超える部分 (超過準備)」を指しているが、厳密には①所要準備、②所要準備の「6 倍」までの残高、③所要準備の 6

階層化導入後の EONIA 試算値 (百万ユーロ)、19 年 9 月 18 日時点

	適用	残高	適用金利
	所要準備	133,215	0%
免除	所要準備の 6 倍	799,290	0%
非免除	超過準備	479,821	-0.50%
	預金ファシリティ	455,949	-0.50%
	準備残高合計	1,868,275	-
	EONIA 加重平均		-0.25%

(資料) ECB、Bloomberg から筆者試算

倍を超える残高の 3 層に分けて理解する必要がある (表)。まず、①は政策金利の 1 つである主要リファイナンスオペ (MRO) 金利が適用され、現在はゼロ% である。これは今まで通りだ。②はゼロ% とされ、これが免除層 (The exempt tier) と呼ばれる。そして③が非免除層 (The non-exempt tier) と呼ばれ、「ゼロ% か預金ファシリティ金利のどちらか低い方」が適用される。現在は▲0.50% の預金ファシリティ金利がチャージされることになる。基本的には「6 倍」という係数によって免除層 (②) や非免除層 (③) のサイズが決まり、銀行部門全体の負担も変わってくる。今回の SNB も同様だが、ECB は MRO 金利や預金ファシリティ金利といった伝統的な政策金利は元より、「6 倍」という係数 (The multiplier) や②にかかる金利も重要なツールとなる時代になったと言える。

こうした事情は日銀も同様である。現在の日銀当座預金は、①基礎残高、②マクロ加算残高、③政策金利残高に分けられ、③にマイナス金利がチャージされる格好となっている。②が大きくなれば③が減るので結果的に銀行部門へのダメージは軽減される。②の多寡を左右するのが「基準比率」である。日銀の国債購入が増えると③だけが一方的に増えてしまうので、基準比率を引き上げることで③の増分を②に付け替えてマイナス金利の影響を緩和することができる。事実、そのような調整が続けられており、マイナス金利の導入当初、ゼロ% であった基準比率は現在 37% まで引き上げられている。「量」を増やす国債購入と、「量」に罰金を科すマイナス金利政策を両立させる要諦がこの基準比率である。

少なくとも各国銀行部門にとってはマイナス金利適用残高を左右する係数 (SNB や ECB は所要準備への倍数、日銀は基準比率) が政策金利と並んで重要な数字になってきていることは間違い

ない。ECBもそうした中央銀行の1つとなったことでそのような目線はますます大事になるだろう。

～通貨安のための「尊い犠牲」なのか？～

こうした羊頭狗肉と揶揄されかねない現状に当局者も葛藤があるはずである。少なくとも「利下げを続けながら利下げの悪影響にも頭を使う」という状況を前にして「マイナス金利を継続しなければならぬ理由はどこにあるのか」は考えなければおかしい。その理由は様々あるとは思われるが、やはり世界経済が減速している最中に「通貨高圧力に直面するのは困る」という思いはあるだろう。政策効果を二の次にしてヘッドラインに反応しやすい為替市場の気質を考えると、マイナス金利という「看板」は簡単に下げるわけにはいかないという気持ちはあっても不思議ではない。

とりわけユーロ圏のように成長の小さくない部分を外需に依存する経済構造だと、銀行部門に多少の負荷をかけてもマイナス金利を深掘りするインセンティブがある。それはもはや金融政策ではなく通貨政策なのだが明示的にこれを謳わない限り、今後も政策金利を掘り下げていくことはできるだろう。ユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)の取引残高が漸減していることも長い目で見ればユーロ圏の市場機能を弱体化させるものと考えられるが、これも通貨安のための「尊い犠牲」といったところだろうか。片や、円安と輸出数量の安定的な関係がほぼ断ち切られている日本はユーロ圏ほど通貨安を追求するインセンティブは本質的に大きくない。だが、もはや円高の回避は社会正義と化している部分もあり、海外経済が悪化し、ただでさえ円が強含みやすい環境を踏まえれば、マイナス金利深掘りに対する抵抗感はますます薄らぎやすい状況にあるように思える。

問題はこうした日欧の状況が極まっていけば、トランプ米大統領がますますいきり立つことが目に見えているということかもしれない。9月11日、FRBが2度目の利下げに踏み切る直前のタイミングでトランプ大統領はツイッターに「FRBは政策金利をゼロ%、もしくはそれを下回る水準に引き下げる必要がある<略>他の国がすでにやっていることを認めようとしなないのは、ばか正直なジェイ・パウエルとFRBだけ」と投稿している。政策金利がマイナスになることへの関心を抱いているようだ。今後、羊頭狗肉化したマイナス金利政策の企図するものが通貨安くらいしかないという認識がーその真偽はさておきー金融市場でコンセンサス化してくるようだと、大統領からの語気はますます強まりかねないだろう。米国に限らず、欧州や日本の金融政策で追求できるものが効果の判然としないマイナス金利の深掘りくらいしかなくなっている状況が継続すると、為替市場を通じた各国間の摩擦が起きやすくなるという不安は抱かざるを得ない。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切れる日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合レビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会レビュー～APP再開は困難だが、露払いはしたいところ～)
2019年9月5日	プレジデントを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半年の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=70円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
2019年7月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月19日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月18日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月17日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月16日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月12日	株値を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株値ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
2019年6月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月14日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月13日	週末版(日銀金融政策決定会合レビュー～サプライズがあるとするならば・・・)
2019年6月12日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月11日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月10日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月7日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月5日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月4日	虚しい「フォワードルッキング」な政策運営
2019年6月3日	ECB政策理事会レビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年5月31日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月29日	週末版
2019年5月28日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月27日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月24日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月23日	週末版
2019年5月22日	プレジデントQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月20日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月17日	「1ドル=70円」の攻防再び
2019年5月15日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月14日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月13日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月10日	米中協議は実質決裂～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月9日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切った良いのか？～)
2019年5月7日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年4月26日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月24日	週末版
2019年4月23日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月22日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
2019年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月18日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月17日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月16日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月15日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月12日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月11日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月10日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～