

みずほマーケット・トピック(2019年12月23日)

スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～

12月19日、スウェーデン国立銀行(リクスバンク、中央銀行)は、政策金利であるレポレートに+25bpsを引き上げゼロ%とすることを決定し、2015年2月以来、約5年にわたって続いたマイナス金利政策を解除した。決して芳しくない経済・物価情勢の中、副作用を念頭にマイナス金利解除を決断したという意味は小さくない。こうした動きがマイナス金利のパイオニアである欧州においてどの程度広がってくるのか(あるいは広がってこないのか)は2020年の各国(特にECBや日銀の)金融政策を検討する上でも重要なテーマである。スウェーデンでは住宅価格の上昇やこれに応じた家計債務の増加が問題視されており、マイナス金利が永続的な措置だという受け止めが広がる前に一手を打ったという格好。決定後、スウェーデンクロナの上昇が続かなかったことはECBや日銀にとって相応の意味を持つ可能性。マイナス金利を続ける限り、①コスト移転を広く、薄く進めていくか、②銀行部門がコストを飲んで衰退していくかしかない。①も②も避けたい場合、今回のリクスバンクのように踏み込む必要がある。

～5年ぶりのマイナス金利解除～

12月19日、スウェーデン国立銀行(リクスバンク、中央銀行)は、政策金利であるレポレートに+25bpsを引き上げゼロ%とすることを決定し、2015年2月以来、約5年にわたって続いたマイナス金利政策を解除した。声明文では「レポ金利の見通しは不変であり、今後数年に亘ってゼロに据え置かれる」と述べられており、今回の利上げが累次にわたる利上げの始まりではないとの強調が見られているものの、決して芳しくない経済・物価情勢の中、副作用を念頭にマイナス金利解除を決断したという意味は小さくない。こうした動きがマイナス金利のパイオニアである欧州においてどの程度広がってくるのか(あるいは広がってこないのか)は2020年の各国(特にECBや日銀の)金融政策を検討する上でも重要なテーマと考えられる。もちろん、諸条件は大きく異なるので単純比較には慎重であるべきだが、同種の論調が欧州で出始めているのは確かである。例えばECBがこのような論調に乗ってくれば、外圧に弱い日銀の金融政策は多分に影響を受ける可能性がある。

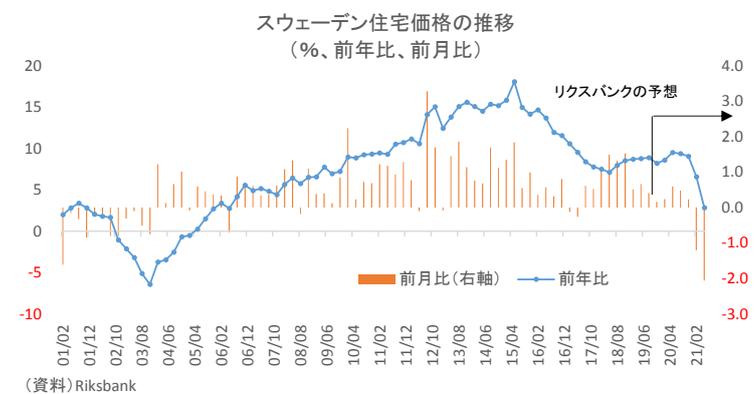
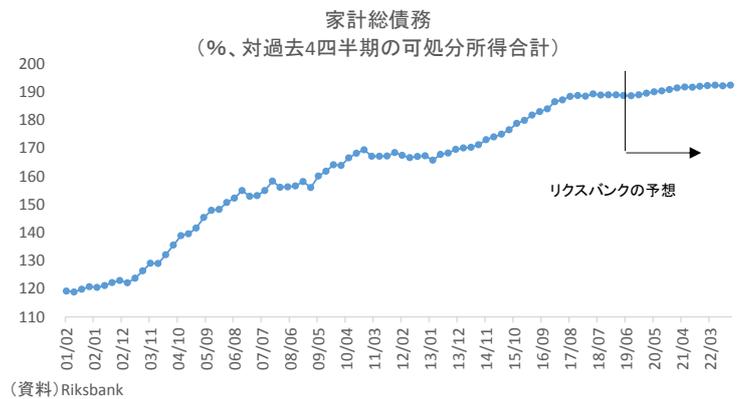
～ポイントは副作用対応であること～

今回の利上げに関して重要なことは景気過熱対応ではなく副作用対応としての側面を備えて要るということだ。明示的に副作用対応だと述べられているわけではないが、これに配慮した対応であることは確かである。リクスバンクのイングベス総裁は、マイナス金利政策が景気押し上げに効果を持ったことは認めつつ、「マイナス金利政策が極めて長期にわたり導入された場合、経済に何が起こるかはまったく別の問題」と述べている。マイナス金利を続けることによる「怖さ」を理由に今回動いたのである。欧州でも日本でも「マイナス金利政策は副作用の方が大きいのではないか」という論調が徐々に強まってはいるものの、実際にその解釈を前提として政策変更に至ったケースはなか

った。今回公表した金融政策レポートでは「(2019 年のように) 経済が強い状態から弱い状態に向かう中でレポ金利を超低水準から引き上げるということでインフレ目標が危機に晒されることはない。ゼロ金利と大量の国債購入は依然として緩和的な金融環境を創り出し、インフレ目標に近づけるのに寄与する。予測期間にわたって、実質ベースで見たレポ金利はマイナス圏が維持される」との記述があった。ここでポイントは「実質ベースで見たレポ金利の水準」ではなく「経済が強い状態から弱い状態に向かう中でレポ金利を超低水準から引き上げ」という事実をリクスバンクが認めていることだ。同時に発表されている経済・物価見通しによれば、スウェーデンの実質 GDP は 2019 年/2020 年で +1.1%/+1.2%、リクスバンクが政策を決定する上で注視している CPIF (住宅ローンの影響を除く消費者物価指数) は +1.7%/+1.7% と決して芳しい展開が予想されているわけではない。

そうした状況にもかかわらず利上げを決断した背景について同レポートでは「もし、マイナス名目金利が永続的な状態だと見なされた場合、経済主体の行動は変わり、悪影響が浮上してくるかもしれない」としている(上述のイングベス総裁の発言と同様である)。さらに、報告書では「金融政策の副作用 (Side-effects of monetary policy)」と題した BOX 欄を設け、「このままいけば個人預金にマイナスを課す流れになること(ドイツやデンマークでは始まっている)」と指摘している。リクスバンクは現在、スウェーデンの民間銀行が個人預金にマイナスを課していないのは「マイナス金利があくまで一時的 (temporary) なものだと受け止めてられているから」と分析し、「もし永続的 (permanent) とみなされたら、家計部門へのマイナス金利適用は排除できない」と懸念を示している。

そのほか「マイナス金利の必然として資産価格(とりわけ住宅価格)が騰勢を強めていること」そして「住宅価格上昇の結果として家計部門の債務が所得対比でも上昇傾向にあること」などが指摘されている。現状、リクスバンクが最も気にしている論点がこれである。資産価格への影響は「過剰なリスクテイク (excessive risk-taking)」と報告書で懸念されるものだが、資産価格の著しい騰勢が続いた場合、家計部門を含め複数の経済主体が持続不可能な軌道 (unsustainable manner) で債務を積み上げてしまう恐れがある。この点、スウェーデンの家計債務は可処分所得対比で見てもその比率が上昇傾向にあり、予測期間中も悪化傾向は続く見通しだ(右図・上)。かかる状況を踏まえれば、今後、住宅価格が下落に転じた場合、家計部門のバランスシート調整を通じて実体経済が長期停滞に追い込まれる懸念は決して小さなものではあるまい。そうなった場合、本格的に立ち上がるまでに相当な時間が必要になることは金融危機後の米国の例を思い返せばよく分かるだろう。なお、マイナス



住宅価格が下落に転じた場合、家計部門のバランスシート調整を通じて実体経済が長期停滞に追い込まれる懸念は決して小さなものではあるまい。そうなった場合、本格的に立ち上がるまでに相当な時間が必要になることは金融危機後の米国の例を思い返せばよく分かるだろう。なお、マイナス

金利解除を経て住宅価格のトレンドも変わることが想定されているようだが、そう上手く行くものだろうか・・・という疑問も抱かれる(前頁図・下)。

～相当な気遣いも見受けられた～

もともと、今回の声明文や報告書では今回の利上げが引き締めが始まりと受け止められないように相当な神経を遣っている様子も窺えた。今回はヤンソン副総裁とブレマン副総裁が利上げの先送りを主張しており、リクスバンク内でも難しい判断だったことが窺い知れる。例えば声明文の締めの一文である「当面、ゼロ金利で維持される(the repo rate is expected to remain at zero per cent in the coming years)」は引き締めバイアスを減じたい思いの表れだろう。金融政策レポートによればレポートは今後、2021 年末までゼロ%で横ばいとした後、2022 年末には+0.1%へ引き上げられる見通しが示されている。つまり、「今後 2 年は現状維持」が足許でのメインシナリオとなる。報告書の構成を見ても、「Repo rate raised to zero per cent」と題したパラグラフの後に「A repo rate of zero per cent provides continued support」と題したパラグラフを持ってきており、ゼロのレポ金利が継続的な支えになる緩和措置であることの強調に余念がない。

また、報告書では長期的に見ればレポ金利はゼロ%以上であることが合理的だと述べながらも、「しかし、スウェーデンの経済・物価情勢にまつわる不透明感に照らせば、次の利上げがいつだということを述べるのは難しい。予測期間にわたってレポ金利は変わらない見通しだ」と説明している。ちなみに、この説明の直後には「予測は不透明感が徐々に減退し、経済見通しが安定してくることを想定している」とある。不安定化してくれば直ぐにでもマイナス圏に戻ることを示唆しており、「経済が予想比下振れて動いた場合、利下げや他の手段を使って金融政策を拡張的なものに誘導する」と念押しされている。会見に使用されたスライド資料には「低金利と共にある世界では、レポ金利が定期的にマイナスになる必要があるかもしれない」とのフレーズもあった。利上げと利下げ、双方の正当性について両論併記に務めつつ、「いつでもマイナスに戻ることはあり得る」という下方向へのメッセージ性はやや強めであるように感じられた。

～通貨高を回避できた意味～

過去の本欄でも議論したように、マイナス金利政策が実体経済を押し上げる効果を持ったとして、その代表的なケースが通貨安とこれに付随する輸出増加であろう。裏を返せば、マイナス金利解除を決断する際、最大の障害となるのが通貨高と輸出減少になるはずである。そもそもスウェーデンやスイスなど非ユーロ圏の欧州諸国が極端な低金利政策を採用してきた背景には、欧州債務危機を受けた激しいユーロ安の煽りを受け自国通貨が騰勢を強めてしまうという実情があった。しかし、もはやユーロ圏は低調だが危機ではない。為替市場の不均衡をもたらすほどの内外格差がスウェーデンとユーロ圏の間にあるわけではない。リクスバンクには「今なら大して通貨高にはならない」との読みもあったのではないかと思われる。実際、今回の決定直後、スウェーデンクローナは一時的に対ユーロで上昇したものの、直ぐにその上げを消しておりほぼ横ばいで引けている。為替市場の反応は所与の条件次第であり、今回の体験がそのまま使えるわけではない。しかし、「マイナス金利を解除しても通貨高にならなかった」という事実は ECB や日銀にとって頼もしい話だろう。

～課税されたものはいつか転嫁される～

もつとも、通貨高になろうとなるまいとリクスバンクの今回の決断は重要な示唆を与えたように思う。どのようなお題目を並び建てようと、マイナス金利は金融部門への課税である。課税された分はラグを伴いながらいつかは提供するサービス価格に転嫁される。金融機関が営利企業である限り、そうならない理由はない。事実、マイナス金利の先進地域である欧州諸国では既に個人預金金利のマイナス化が始まっている。それに遅れる格好で日本でも手数料を通じて類似の動きが散発し始めている。声明文や報告書などを読む限り、今回のリクスバンクの決定にはそのような動きが広がる前に対処したかったという思いがありそうである。

まとめると、マイナス金利を続ける限り、①コスト移転を広く、薄く進めていくか、②銀行部門がコストを飲んで衰退していくかしかない。①も②も避けたい場合、今回のリクスバンクのように踏み込んで決断するしかない。どうしてもマイナス金利を継続しなければならない国があるとすれば、「マイナス金利と通貨安」、「通貨安と輸出増」という2つの事実之余程の因果関係が認められ、それが実体経済の生殺与奪を握るような経済構造を抱えるケースだろう。そうではない限り、マイナス金利を継続することの意味が問われる局面に入ってきているのは間違いない。何かにつけて通貨高にクレームを入れやすい南欧諸国の筆頭格であるイタリアにおいて、ビスコ伊中銀総裁が「マイナス金利はほとんど役に立たず、金融システムに有害な副作用を及ぼす恐れがある」とまで断じているのは、もはやマイナス金利はメリットよりもデメリットの方が大きいと体感し始めていることの証左であろう。

「マイナス金利を解除してしまうと緩和策がなくなるではないか」ではなく、「マイナス金利を解除すること自体が長い目で見れば緩和効果を高める」という発想、すなわち現行金利をリバーサルレートだと捉える論陣がマイナス金利発祥地域の欧州でどれほど支持を得るのかどうか。今回のリクスバンクの動きが、2020年の中央銀行の金融政策運営にどのような意味を持つてくるのかは非常に興味深い論点である。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の崩」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
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	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いほしたいところ～)
2019年9月5日	プレグジットを巡る論点整理～債券/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、捨てる日銀と捨てるECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期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=7.0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～趨勢的な純化は明らか～
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」
	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22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19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18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？