

見えてきた マイナス金利の影響と 今後の動向

ニッセイ基礎研究所 シニアエコノミスト 上野 剛志

2月16日から日銀が「マイナス金利政策」をスタートした。本稿では、金融市場や経済、各業界にどんな影響が表れているかを見ていく。



I. マイナス金利導入の背景と狙い 予想物価上昇率を引き上げ 消費・投資を促し経済を活性化!?

1月29日、日本銀行（以下、日銀）は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。従来からの大規模資産買入れに加えて、金融機関が保有する日銀当座預金の一部に▲0・1%のマイナス金利を適用するというものだ。

日銀は「国内経済は緩やかな回復を続けており、物価の基調は着実に高まっている」との見方を変えていないが、原油価格の一段の低下、年初以降の金融市場の混乱によって、企業や家計のマインドが悪化し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大したことを、今回の追加緩和（マイナス金利導入）の理由として挙げている。

金利の押下げによって 株式等に資金を振り向ける

日銀の狙いは、マイナス金利政

策によって（名目）金利を幅広く押し下げるとともに、人々の予想物価上昇率を引き上げ、実質金利（名目金利－予想物価上昇率）の押下げを通じて消費や投資を促進、すなわち経済を活性化することにある。

また、金利を押し下げることによって民間の運用資金が貸出や株式、外貨建て資産などにシフトし、景気を刺激するという「ポルトフォリオ・リバランス効果」も狙っている。さらに、通貨安誘導との批判を避けるために、対外的には完全否定しているが、日銀は円安進行による景気の下支え効果も暗に狙っていたと推測される。

黒田日銀総裁は、直前までマイナス金利導入に対して否定的な見解を表明していただけに、導入決定は市場で驚きをもって受け止められた。

II. マイナス金利が金融・経済に与える影響 為替や株への影響は顕在化せず 实体经济への影響も限定的か

それでは、マイナス金利政策によって何が起ったか、影響について見てみよう。

1. 金融市場への影響

まず、同政策決定後に顕著に起こったことは市場金利の低下だ。国債の利回りは決定を受けて幅広い年限で低下した。

具体的には代表的な指標である10年国債利回りを見てみると、決定前までは0・2%台で推移していたものが、1月29日の決定を受けて0・0%台へと大きく低下し、過去最低を更新。その後は一時方向感を失ったものの、2月16日にマイナス金利の適用が開始されたからは再び低下トレンドとなり、2月下旬以降はマイナス圏（▲0・05%前後）での推移が続いている。

マイナス金利とは、「お金の貸し手が借り手に金利を支払う」こ

とを意味し、常識的には有り得ない事態だ。しかし、銀行など日銀当座預金を保有する金融機関にしてみれば、余剰資金を日銀当座預金に積み上げ続けると日銀に0・1%の利子を払わなくてはならなくなるため、多少のマイナス金利でも国債を買う動機が生まれる。

また、最終的には大規模に国債を買って入れている日銀が、より高値で（大幅なマイナス金利で）国債を買ってくれるという安心感も利回りのマイナス化を正当化している。

なお、国債利回りと並んで市場金利の代表的な指標となるものに銀行間金利（Tibor）や無担保コール翌日物）があるが、こちらもマイナス金利政策決定を受けて顕著に低下しており、無担保コール翌日物については小幅なマイナス金利での取引が行われている。

リスク回避等の動きから 円高ドル安が進行

一方、同じ金融市場でも、為替市場においてはマイナス金利の効果は長続きしなかった。マイナス金利決定前に118円台で推移していたドル円レートは、決定を受けて一旦121円台後半まで円安が進んだが、そこで勢いは終わり、以降は一転円高方向へ。2月11日には一時110円台まで円高が進行し、その後も115円を回復していない。

マイナス金利政策自体は、日本の市場金利を押し下げることでの円の魅力を下げるため、明らかに円安材料なのだが、外部環境の悪化の影響があまりに大きく、円高方向に押し戻された。

具体的には、まず中国不安や原油価格下落に伴って世界の株価が下落し、リスク回避の円買いが活発化した。世界的株安のようなりスク回避局面において円は買われる。安全通貨だからというよりも、平時に積み上げられた円キャリー・トレード（低金利の円を売

って高金利通貨を買い、利ザヤを稼ぐ取引）がリスク回避のために解消されるのに伴って円が買い戻されることなどが原因である。

さらに、世界的な株安局面が長引いたことや原油安の悪影響などから米国経済の先行きへの不安が高まり、追加利上げ観測が後退。ドル売りが強まった。つまり、「リスク回避の円買い」と「米国の追加利上げ観測後退によるドル売り」が重なり、2月中旬にかけて急激な円高ドル安の進行が起きたわけだ。

また、マイナス金利政策自体にも問題がある。世界的に先例が少なく、日本としても初の試みであるだけに、その効果と副作用が読めず、市場で積極的に評価されづらかった。効果よりも副作用が大きくなれば、政策を続けられなくなるというリスクもある。

このように、マイナス金利政策決定後に円高が進んでしまったため、株価も大きく下落した。さらに、マイナス金利政策によって収益が圧迫されるとの見方から銀行の株価が大きく下落したことも、