

マイナス金利の震源地は欧洲である。2012年7月に民間銀行が欧洲中央銀行(ECB)に預ける際の預金利率が0%に下げる前と、自国民貨幣を恐れたデノマーク中央銀行が中銀預金利率をマイナス0.2%とマイナス圏に下げた。その後ECBも中銀預金利率をマイナスとした。15年にかけてECBによるユーロ圏国債の大額購入が予想され、その後実施されるに至り、スイスやスウェーデンの中銀預金利だけでなく、政策金利の誘導目標までもが



ポイント

- 金融緩和による実体経済刺激効果は弱い
- 「現金の金利はゼロ」の現実が政策を制約
- 経済が一層減速すれば金融政策は窮地に

植田 和男

東京大学教授

「昔前には実現不可能と考えられていたマイナス金利が、インターネット(銀行間市場)や国債市場の一部で発生している。背景の一つは、リーマン・ショックの後遺症に加えて、その前後から継続する若干正体不明の世界経済下押し圧力である。いわゆる世界経済長期停滞である。このも

とで、市場金利にも恒常的に下押し圧力がかかってきた。今一つは、ゼロ金利、量的緩和という極限までの手段を用いた主要中央銀行の金融緩和政策が、前述の下押し圧力

マイナス金利はインターネット市場だけでなく、短期から中期ゾーンの国債金利にまで広がっている。例えば、ドイツ国債金利は4月後半には9年物までがマイナスとなっ

て、日本でも一時は5年物国債金利までがマイナス圏に沈んだ。さらに欧洲では、公的機関債(社債の金利も)一部マイナスとなっている。

短期金利のマイナス化は、

金融政策の直接の結果だ。

一方、国債金利のマイナス化は、

①国債買い入れ目標を達成するためマイナス金利(一額面以上の価格)でも国債を買

い入れる中央銀行のオペレーション(市場操作)②担保需要のためマイナス金利でも国債を保有しようとする一部金

融機関の存在③経済に対する悲観的な見方から将来金利が一段とマイナスになるという予想に基づく投資家による債券購入——などの結果だ。これがポートフォリオリバランス効果を通じて、国債以外の債券のマイナライゼーションや世界中の債券類似商品の金利低下の圧力を発生させた。

マイナス金利 出現の意味① 市場、長期停滞見越す

金融緩和効果を懐疑

資産価格急落のリスクも

そ、マイナス金利や異例の低

金利が続いているのである。

それではマイナス金利は救世主となりえるのか。ECBによるユーロ圏国債買入の実施されてより強い効果を発揮しているようにならね。しかし、マイナス金利を政策的にさらに大幅に進めるにこゝに大きな無理やそれに伴う負の影響があると考えられる。

一つは、現金の金利はゼロ

ということである。投資家は

他の金融商品の金利が大き

く多く選好し、マイナス金利

の進行にブレーキをかける。

ただし、現金の保有コストは

無視できない。現金や債券

には決済の利便性や担保とし

ての利用価値がある。ある程

度の債券・預金利のマイナ

ス化は実現できても、その程

度には限界があるだろう。

現金の金利をマイナスにす

る(例えば現金にICチップ

を埋め込み、毎年適当な率で

額面が低下していくようにす

ること)は技術的には可能だ。

だが、これは価値が安定して

いる貨幣という仕組みを基礎

づいてきたがついては、金融

危機の後遺症、世界的な人口

増加率の低下、技術進歩の低

迷、新興国というフロンティアの頭打ちなどが挙げられる

が、それが決定的かについて

の結論は得られない。

強い経済下押し圧力に加え

て、政策金利が主要国では軒並みゼロ近辺であり、それ以

て大幅に下がらないことが

金融政策には制約となつてき

た。ただし、現高面の異質性

は、金融緩和が資産価格に対

しては想定を上回るほどの効

果を發揮しているにもかかわ

らず、その先の実体経済効果

が弱いことだ。この点の

議論は別の機会に譲りたい。

いずれにせよ、実行されて

いる金融緩和の効果に対する

市場の懐疑心が強いからこ

とは、金融緩和が資産価格に対

しては想定を上回るほどの効

果を発揮しているにもかかわ

らず、その先の実体経済効果

が弱いことだ。この点の

議論は別の機会に譲りたい。

いずれにせよ、実行されて

いる金融緩和の効果に対する

市場の懐疑心が強いからこ

