経済教室

マイナス金利 出現の意味㊦

「通貨安競争」の行き着く先

経済にゆがみリスク

日銀の導入判断 慎重に

ポイント

- 直近の欧州金利の上昇は限定的なものに
- 年金の動揺や現金化の拒否など負の影響
- マイナス金利で経済活性化は期待できず

加藤 出 東短リサーチ社長 チーフエコノミスト

デンマーク、ポルトガル、スペインでは住宅ローンの一部がマイナス金利になっている。お金を借りた人が銀行から利息をもらえるという異常な世界である。一方、企業や機関投資家の大口預金に銀行がマイナス金利を課すことは欧州では今や珍しくない。個人の小口預金にすらマイナス金利が適用される国もある。

国内外の金融市場関係者からは「日銀もマイナス金利政策を始めると思うか」という質問を最近よく受ける。だが、マイナス金利政策は様々な問題を発生させている。導入には冷静な議論が必要である。

1970年代のスイスで、為替レートの高騰を避けるため、非居住者の預金にマイナス金利を適用する政策が一時実施された。また、金融当局が意図したわけではないが、結果的に市場での取引がマイナス金利になったことも過去にはたびたびあった。しかし、欧州で昨年来話題になっている状況は、①中央銀行が競い合うように意図的にマイナス金利政策を実施している②それが広く一般の国民の生活にも波及してきた――という点で様相が全く異なる。

金融危機、ユーロ危機を経て、多くの先進国の中央銀行の政策金利はゼロ%近辺へと低下した。欧州中央銀行（ECB）は昨年6月から、民間金融機関が同行に預ける超過準備預金にマイナス金利を課すようになった。

欧州の大手短資会社に、銀行間の期間1日のユーロ資金取引（オーバーナイト取引）の状況について尋ねた。ECBに銀行が超過準備を預けると0・2%の利息が課せられるが、それよりも高い金利で資金を借りる金融機関があれば、市場で取引は成立する。

信用力が高い大手行は、マイナス0・18～マイナス0・1%程度で資金を市場から借りている。南欧の中堅銀行は、マイナス0・1～マイナス0・05%程度だ。ただし、取引量は減っている。5月15日までの5営業日の市場全体の1日の取引金額をみると、平均で昨年は284億㌦だったが、今年は154億㌦にとどまる。

ECBはこの1月、国債を大規模に購入する量的緩和策の導入を決定した。これにより、中長期の国債の利回りが急低下した。資金を国債で運用しなければならない投資家や、担保として国債を保有しなければならない銀行は、異常と感じつつもマイナスの利回りの国債を買い進めた。米通信社ブルームバーグによると、4月17日時点でユーロ圏の全国債の31%がマイナスの利回りになった。ドイツでは4月下旬に一時、9年物国債までマイナス金利になった。

ECBの政策の目的は、ユーロ圏の経済回復とインフレ率引き上げにある。だが、最大の狙いがユーロ安誘導にあることは衆目の一致するところだろう。金利をマイナスにして通貨の魅力を低下させ為替レートを下落させれば、輸出を支援できる。そうなると、ユーロ圏の周囲の小国はさらに大胆なマイナス金利政策で通貨の魅力を低下させる必要が生じる。その結果、デンマーク、スイス、スウェーデンでは2年国債の利回りがドイツを下回った（図参照）。

昨年秋、ニューヨークの金融市場で「ユーログラット（欧州の余剰）」という言葉が話題になった。ユーロ圏は今や中国を抜いて世界最大の経常黒字圏だ。豊富な運用資金がマイナス金利政策で行き場を失い、米国に押し寄せ、米国債の利回りを押し下げているという見方だ。今年に入りその傾向はより顕著となった。

とはいえ、4月下旬までの欧州の国債の利回り低下はあまりに一本調子でかつ急激すぎた。5月に入ってからドイツで10年国債などに大きな反動が生じ、それが米国や日本にも波及した。しかし、ECBの政策転換がみえてこない限り、欧州の金利上昇は限定的なものにとどまりそうだ。

マイナス金利は様々な問題を各国で引き起こしている。

銀行が超過準備のコストをすべて顧客に転嫁することは現実には難しいため、結果的に銀行の利ザヤは圧縮されている。金融機関の収益が悪化すると、中小企業に融資するリスクがとりづらくなり、金融緩和と逆の効果が出る恐れがある。ドイツ連邦金融監督庁総裁は5月13日、「低金利は保険会社や銀行にとって大きな懸念となる」と警告した。

ポルトガルでは、230万件ある住宅ローンの9割以上が欧州銀行間取引金利（EURIBOR）の3カ月物または6カ月物に連動する。それらの金利がマイナスになっているため、銀行は利息をローンの借り手に支払うべきかどうかが問題になった。銀行の預金のすべてがマイナス金利になっているわけではないので、逆ザヤになってしまう。

スイスの中央銀行（SNB）は4月に公的年金の口座にもマイナス金利を課すと発表した。このままではスイスの年金制度は10年以内に崩壊するだろうといわれ始めている。

運用難の資金が不動産ブームを過熱させていることは、SNB幹部も心配している。

また、スイスでは最近、1000㌘札の流通高が前年比で急増している。昨年12月はプラス1・3%だったが、この3月はプラス7・5%だ。一方、小額紙幣はそれほど伸びていない。紙幣はゼロ金利の資産なので、預金を高額紙幣に替えれば、マイナス金利を回避できる（ただし、現金移送や金庫管理のコストは生じる）。

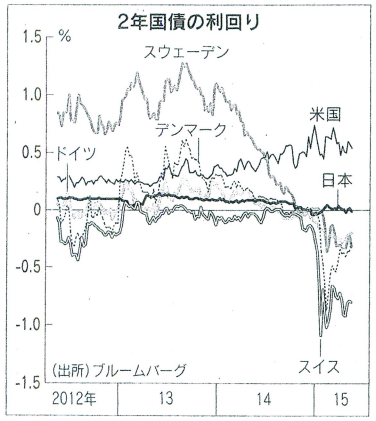
スイスのラジオ局SRFによると、ある年金ファンドが、現金を引き出したいと銀行に通知したところ、拒絶されたという。マネーロンダリング（資金洗浄）規制をしゃくし定規に適用すれば、銀行は巨額の現金引き出しを拒むことができる。しかし、この場合は趣旨が違う。「現金引き出しは法で認められた権利だ」と年金協会が銀行を批判する事態になっている。

米シティグループのチーフエコノミスト、ウィレム・ブイター氏（元イングランド銀行金融政策委員）は、マイナス金利政策を有効にする対策として、①紙幣を廃止する②ドイツ経済学者のシルビオ・ゲゼルが提案したように、紙幣に印紙を貼らせて課税する（事実上のマイナス金利）③準備預金と紙幣の交換比率を変える――などが考えられると主張している。同氏の主張の背景には、マイナス金利政策を徹底すれば「今のうちにお金を使おう」と思う人が増えて経済が活性化するはずだ、という考えがあるようだ。

だが、それは成功するだろうか。スイスのように年金制度の将来に不安を感じ始めたら、消費に慎重になるだろう。また、マイナス金利により自分の所得はトータルで減少すると予想する人が増えれば、代替効果よりも負の所得効果が上回り消費は抑制される。

日銀は現在、マネタリーベース（資金供給量）目標を掲げながら量的・質的緩和策を実施している。もし日銀がマイナス金利を採用すると、金融機関は日銀から借りた資金を大規模に返済するため、目標達成は困難になる。金融政策の枠組みを変えないと、マイナス金利は導入できない。

ECBは量的緩和策とマイナス金利政策を同時に実施しているが、まだ2カ月であり、両立できるか不透明である。

その一方で、リスクシナリオとして、米連邦準備理事会（FRB）が政策金利引き上げを開始しても経済が失速してゼロ金利に早々に戻ったら、FRBも含めて世界中で「通貨安競争」が激化する。その際、中央銀行間のマイナス金利競争が過熱する恐れがある点には注意が必要だろう。

かとう・いずる 65年生まれ。横浜国大経卒。13年から現職