



マイナス金利の行方

上席研究員 古金 義洋

○世界的投資不足による景気停滞と原油価格急落が金利低下の原因

お金を預ければ普通、利子を得られ、お金を借りれば利子を払わなければならない。ところがお金を預けると利子がとられ、借りれば利子をもらえるという、異常な事態が世界中で起きている。

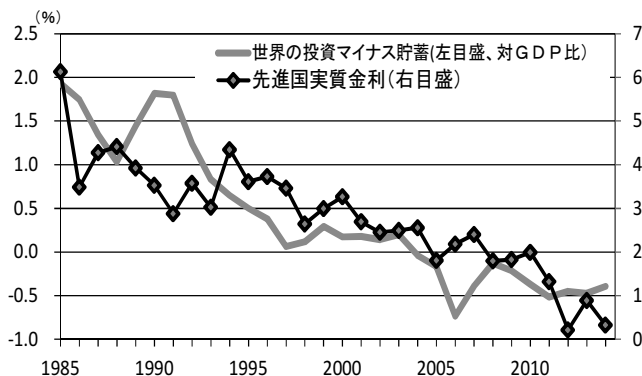
ECB（欧州中央銀行）が昨年6月に政策金利をマイナスとしたのに続き、今年に入りスイス中銀が1月に、スウェーデン中央銀行が2月にマイナス金利政策を導入した。ECBのマイナス金利政策で、ドイツやフランスの短中期国債利回りはマイナスが常態化し、日本でも昨年末から年初にかけて4年もの以下の国債利回りが一時マイナスとなった。

こうした異常な事態の背景には、世界的な貯蓄過剰・投資不足で自然利子率（貯蓄・投資バランスを均衡させる実質金利水準）が低下傾向を辿るなか（図1参照）、原油価格下落により一時的に期待インフレ率が大きく低下したことがある。

世界経済は構造的に停滞しているのではないかとの見方が強まっている。企業の投資活動が高まらなければ景気は良くならないが、先進国では高齢化による成長鈍化懸念で企業が設備増強を控えるようになり、さらにリーマン危機後は資金不足に陥るのをおそれて、世界の企業は設備投資に慎重になった。

リーマンショック後の世界景気を支えていたのが、新興国におけるインフラ投資とシェールブームを背景とするエネルギー関連投資の盛り上がりだったが、米金利上昇懸念により先進国から新興国に流れていた資金が細り、

（図1）世界の貯蓄投資バランスと金利



（注）先進国実質金利は10年国債利回りマイナスコア消費者物価前年比で、1985～91年は米国、1992年以降は日米独の加重平均値（出所）IMF統計、各国消費者物価統計により作成

新興国のインフラ投資ブームは一服している。さらに、ここへきての原油価格急落で世界のエネルギー関連投資も大幅減少が見込まれる。

家計の貯蓄が企業の投資に流れることで、通常、経済はうまく循環する。このため貯蓄と投資は一致するはずだが、最近では、世界的に投資が不足し、貯蓄が過剰になっている。過剰な貯蓄を減らし、不足している投資が増えるためには、金利は低くならざるを得ない。

異常事態を生んだもう1つの要因は、一時的とも言えるが、原油安で世界的にインフレ率が低下したことがある。原油価格下落に沿って年初にかけて、市場の期待インフレ率は低下した（図2参照）。

世界的な貯蓄過剰・投資不足で本来あるべき実質金利水準が低下しているにもかかわらず、物価が下落する場合、金利（名目金利）が横ばいであれば実際の実質金利（＝名目金



利マイナス期待インフレ率)は、上昇するおそれがある。実際、年初にかけて日米欧各国の実質金利は幾分上向きに推移した(図3参照)。実質金利上昇が経済に悪影響を与えないよう、名目金利を一段と引き下げる必要があった。

実際、中国やトルコなど新興国ではインフレ率の低下に見合った利下げが実施されている。すでに金利がゼロの日米欧など先進国では利下げができないとみられていたが、日本型のデフレに陥るのではないかとの懸念が台頭したユーロ圏で、ECBは民間銀行から預かる準備預金の金利(預金ファシリティ金利とも呼ばれる)を昨年6月にマイナス0.1%、同9月にはマイナス0.2%まで引き下げた。

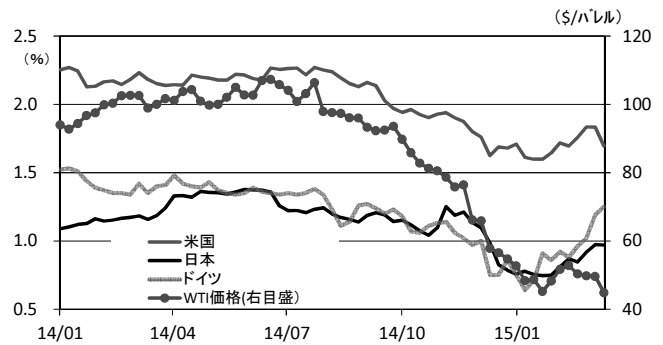
さらに、ECBは日米にならって今年1月に民間銀行から国債を大量に購入する量的金融緩和の実施を決めた。スイス中銀やスウェーデン中央銀行は、ECBの金融緩和によって自国通貨に対する値上がり圧力が高まるのを抑えようとして、相次いでマイナス金利政策に踏み切った。

○マイナス金利を導入したECBの狙いは？

こうなると困るのがユーロ圏の民間銀行だ。ECBが民間銀行の保有する国債を買えば、その代金は準備預金になるが、ECBはその準備預金金利をマイナスにしたため、そのままでは民間銀行は損失を被ることになる。ならば民間銀行は余ったお金を企業向け貸出などに回すはずで、これがユーロ圏の景気を刺激するはず(いわゆるポートフォリオ・リバランス効果)というのがECBの狙いだ(図4参照)。

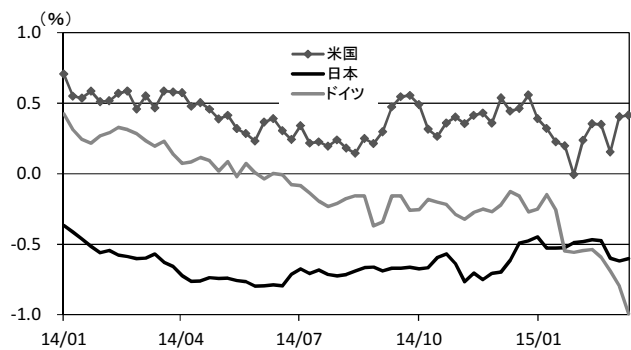
ただ、実際は企業に設備投資などのための資金需要がなければ民間銀行も貸出を増やせない。資金はやはり国債などに向かわざるを

(図2) 日米独の期待インフレ率と原油価格



(注) 期待インフレ率は10年国債利回りから物価連動債利回りを差し引いたもの

(図3) 日米独の実質金利(10年もの物価連動債利回り)



(図4) 量的金融緩和による民間銀行と中央銀行の資産・負債の変化

〈民間銀行〉

資産	負債
貸出 100	預金 210
国債 100→90	
準備預金 10→20	

〈中央銀行〉

資産	負債
国債 50→60	中央銀行券 40
	準備預金 10→20

(注) 中央銀行が民間銀行から国債を10単位買い入れた場合
(注) 数値はすべて仮定のもの



えない。また、民間銀行にとって国債はECBからお金を借りる場合や、民間銀行同士が取引する際の担保にもなるため、ECBに買い上げられても、一定の量を手元に置いておく必要がある。

民間銀行にとって国債は流動性が高く、短期国債であれば価格変動も少ない。準備預金≒短期国債であるため、マイナスの準備預金金利にサヤ寄せする形で短中期国債の利回りもマイナスになっている（図5参照）。

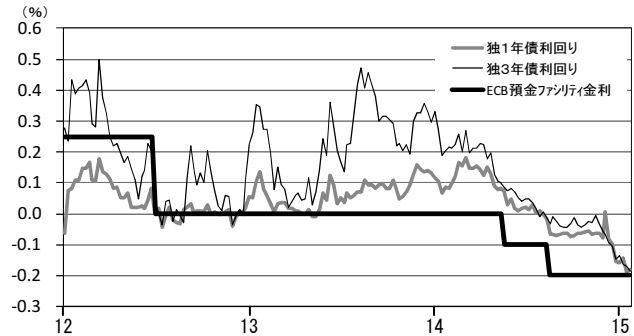
○マイナス金利は副作用も多い

日本では年末にかけて1～2年もの、国債がマイナス0.02%程度まで低下したが、この低下は原油安による期待インフレ率の低下のほか、日銀が追加金融緩和策の一環として銀行の超過準備への付利を撤廃するのではないかとの観測が強まったためだ。

現在、日本の国債利回りはユーロ圏と違い、マイナスが常態化しているわけではないが、日銀の政策次第でマイナス金利定着もありえないことではない。日銀では、2012年11月に石田審議委員が「超過準備への付利の廃止により国債利回りを一段と引き下げることができれば、退避通貨としての円の魅力を減ずることになり、為替相場にも働きかける」として、付利金利をゼロとする議案を提出したが、否決された。

付利金利をゼロにすると、①銀行間市場が縮小してしまい民間銀行が必要な時に市場から資金を調達できなくなるおそれがある、②民間銀行の収益が減少し、そのコストを貸出金利に上乗せして、金融がむしろ引き締まるおそれがある、③日銀の国債を買い上げようとしても銀行が応じなくなる、などの問題が指摘されたためだ。

（図5）ECB預金ファシリティ金利と独国債利回り



しかし、今後の景気・物価動向次第では、追加緩和策の一環として準備預金金利の引き下げやマイナス化が再び議論に上る可能性がある。そうなればユーロ圏と同様に、国債利回りなどのマイナス化が常態化することもある。

もちろん、マイナス金利が常態化しても、それで景気が上向くわけではなく、むしろ副作用が多いだろう。たとえ銀行預金金利がマイナスになっても家計が貯蓄を減らす（消費を増やす）わけではない。銀行預金を引き出し、現金保有を増やすだけだろうから、銀行の貸出余力はなくなり、銀行を経由した資金の流れが滞る。また、国債の金利がマイナスだと、政府は真剣に赤字削減に取り組まなくなる。