

海外レポート第 10 号 マイナス金利～ヨーロッパの先行事例

住宅金融支援機構 調査部海外調査担当部長（兼任） 経営企画部国際対応担当部長
小林正宏



1988 年東京大学法学部卒業、住宅金融公庫入庫。海外経済協力基金(OECF)マニラ事務所駐在員、国際協力銀行(JBIC)副参事役、ファニーメイ特別研修派遣、住宅金融支援機構調査部主席研究員等を経て、2014 年 4 月より現職¹。著書に『通貨の品格 円高・円安を超えて』(中央公論新社、2012 年)、『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』(中央公論新社、2010 年、共著)、『不動産マーケットの明日を読む』(日経 BP 社、2015 年、共著)等がある。

要旨

1. 日本銀行は 2016 年 1 月 28、29 日の政策委員会・金融政策決定会合において、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。
2. これを受けて、日本の金利は低下し、2 月 9 日には長期金利（10 年国債の流通利回り）が史上初めてマイナスとなった。
3. 一方、ヨーロッパでは、スウェーデンが 2009 年にマイナス金利を導入し、ECB（欧州中央銀行）も 2014 年 6 月に導入するなど、いくつかの先行事例が散見される。
4. 本稿では、主にヨーロッパのマイナス金利の影響を分析し、日本への示唆について考察する。

¹ 2011 年 4 月より中央大学経済研究所客員研究員。2014 年 4 月より早稲田大学大学院ファイナンス研究科非常勤講師。2012 年 2 月より、アジア太平洋住宅金融連合（APUHF）Advisory Board Member。2012 年度日本不動産学会賞（論説賞）受賞。

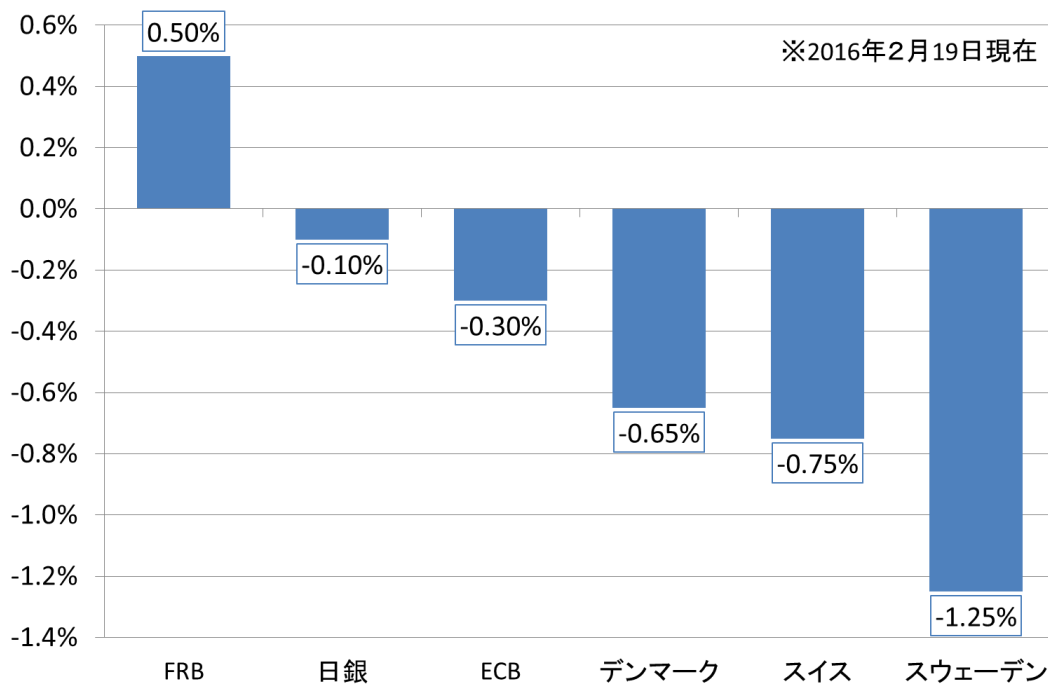
マイナス金利～ヨーロッパの先行事例

1. はじめに

日本銀行は2016年1月28、29日の政策委員会・金融政策決定会合において、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

具体的には、日銀当座預金の一部への付利を▲0.1%とするマイナス金利を2016年2月16日から適用することとしたが、同様の措置はヨーロッパではいくつか散見される。一方、アメリカは2015年12月に付利水準を0.25%から0.50%に引上げており²、アメリカと日欧の金融政策の方向性の違いが際立ってきていた【図表1】。

図表1 日米欧主要国の中央銀行の付利水準³



(資料) 各国中央銀行ホームページより

² アメリカでは、2015年12月16日の連邦公開市場委員会（Federal Open Market Committee : FOMC）の声明により、政策金利であるFF（Federal Fund）金利の誘導目標水準を、従来の0～0.25%から0.25～0.50%に引き上げた。これに伴い、超過準備への付利水準（Rate on Excess Reserves : IOER rate）も0.25%から0.50%に引上げ、FF金利の誘導目標の上限値を形成することとしている。なお、法定準備への付利水準（Rate on Required Reserves : IORR rate）も同じ0.50%となっている。

³ 複数の預金ファシリティがある場合、最も低い金利が適用となるものの水準を掲載。

2016年は年初から、原油安、中国不安、北朝鮮や中東情勢等の地政学リスクの高まり等の海外要因により日本の株式市場が大きく下落していたが、日銀がマイナス金利導入を発表した1月29日以降も、市場の混乱は收拾せず、むしろ外国為替市場では円高が進行し、2月12日には日経平均株価が1万5千円の大台を終値で割って引けた。

本稿では、マイナス金利を導入した先行事例としてヨーロッパの情勢について概観し、日本への示唆について考察する。

2. 非ユーロ圏

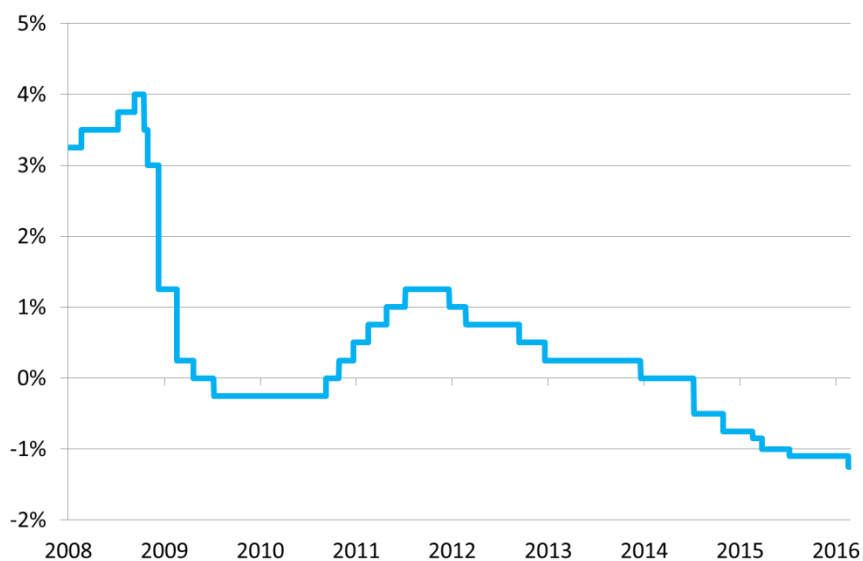
ヨーロッパでは、ドイツ、フランスなど19ヶ国が共通通貨ユーロを導入しており、ユーロ圏の金融政策はフランクフルトに本部がある欧州中央銀行（European Central Bank：ECB）に一元化されている。一方、ヨーロッパでも、北欧の一部やスイス、イギリスなど、ユーロ圏に加盟していない国では、独自の通貨と中央銀行が存在する。

ECBも2014年6月にマイナス金利を導入したが、時系列的には非ユーロ圏のスウェーデン、デンマークがマイナス金利の導入に先行したので、その順に見ていくこととする。

（1）スウェーデン

世界で最初にマイナス金利を導入したのは、スウェーデンの中央銀行である Sveriges Riksbank である。同行は、1668年に設立された世界最古の中央銀行⁴であり、マイナス金利の導入も2009年と最も早かった【図表2】。

【図表2】 スウェーデンの預金金利



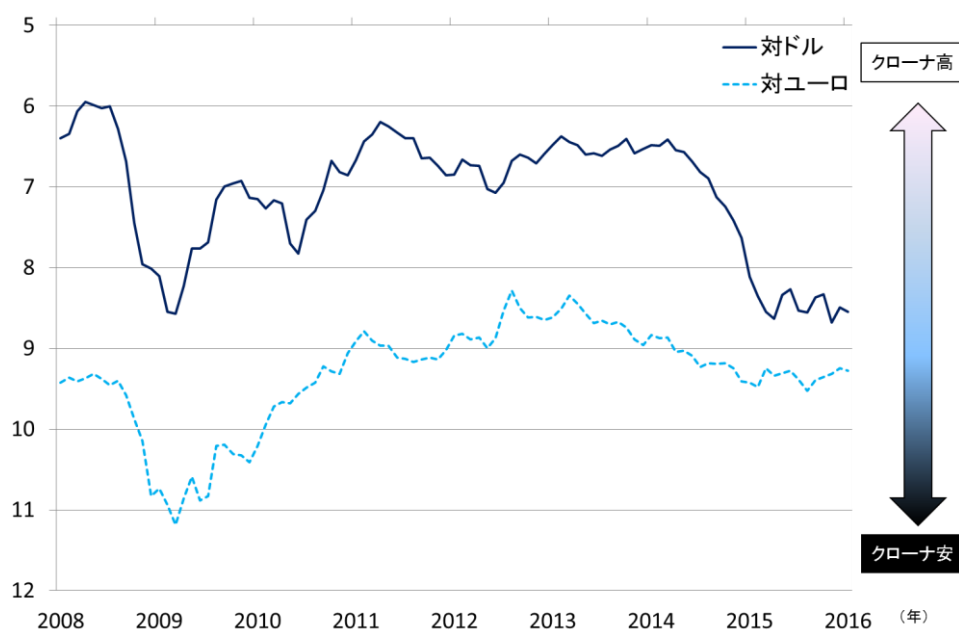
(資料) Sveriges Riksbank より

⁴ イングランド銀行は1694年、日本銀行は1882年、FRBは1913年などとなっている。

2016年2月24日時点の預金金利も▲1.25%と、最も低い水準となっている。

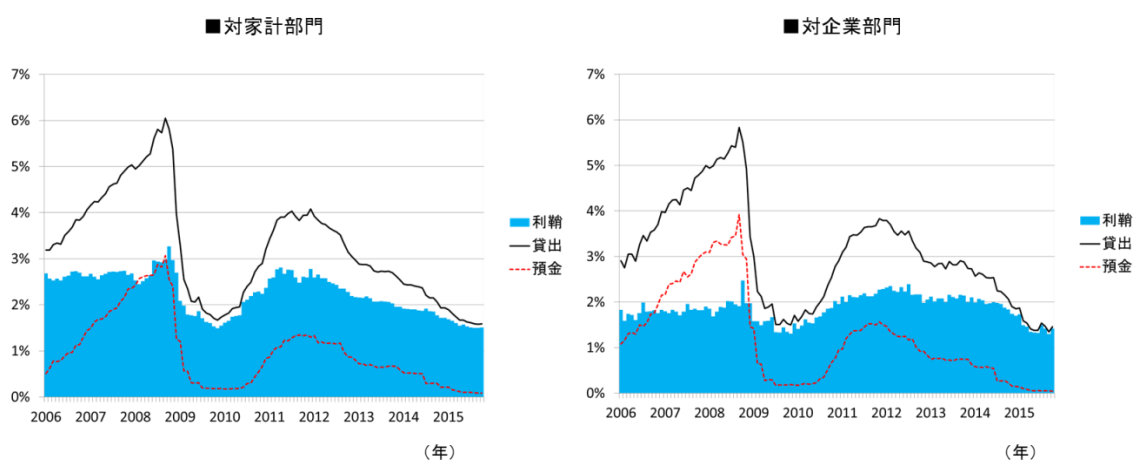
スウェーデンクローナとドルの為替相場は、2014年に預金金利がマイナスになる頃から急激にクローナ安方向に振れた。両中央銀行のバランスシートの規模の比率と、スウェーデン中央銀行の預金金利で為替レートを回帰分析すると、両変数とも為替に対して有意であることが観測される。一方、対ユーロでの為替相場については、ECBも2014年6月にマイナス金利を導入したこともあり、明瞭な相関は観測されない【図表3】。

図表3 スウェーデンクローナの為替相場



(資料) FRB より

図表4 スウェーデンの民間銀行の金利



(資料) Sveriges Riksbank より

スウェーデンの中央銀行に対する預金利率はマイナスだが、民間預金の預金金利はマイナスになっていない。貸出金利もプラス圏で推移している。ただし、家計向け、企業向けともに、貸出金利が低下する中、預金金利がプラスのままのため、利鞘が徐々に圧縮されてきている【図表4】。

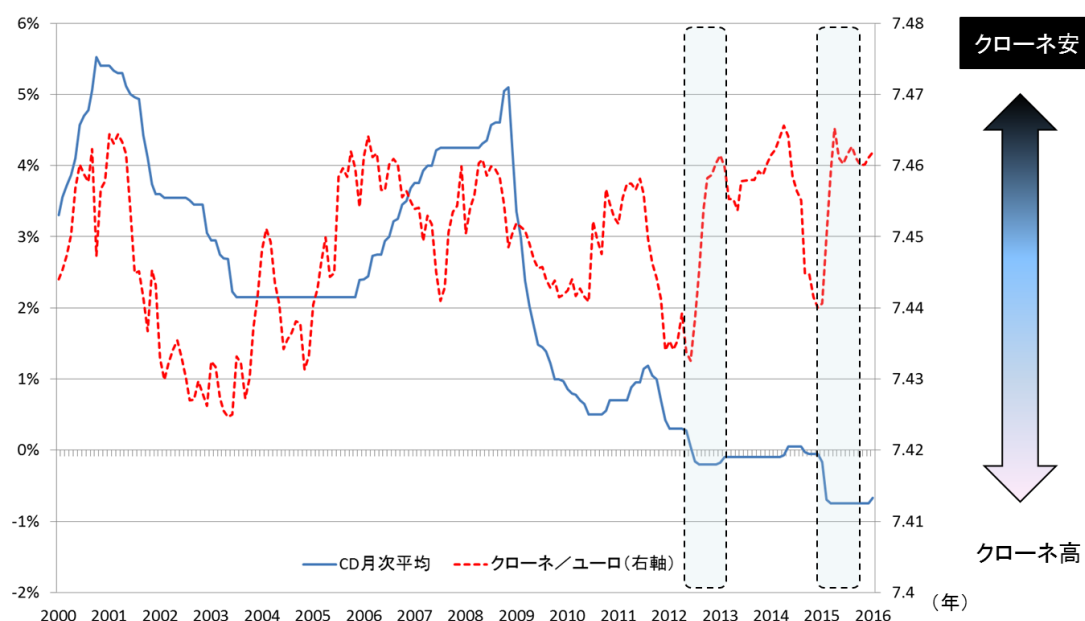
(2) デンマーク

デンマークの中央銀行である **Denmarks Nationalbank** の金融政策においては、デンマーククローネの対ユーロ相場のペッグが政策目標の一つとなっている。具体的には、7.46038を中心として、 $\pm 2.25\%$ (7.62824 ~7.29252) のレンジにクローネの対ユーロレートを誘導するペッグを行っている。

このため、2012年6月に ECB が利下げした際、デンマークも利下げを実施し、連動する形で預金金利の一部である CD (Certificates of Deposit) 金利がマイナスとなった。2009年にスウェーデンがマイナス金利を導入した際には、マイナス金利が適用とならない口座への振替が認められていたが、デンマークではマイナス金利が適用とならない口座 (Current Account) の限度額に銀行別に上限値を設け、実際に CD のマイナス金利が適用となる金融機関が出現することとなった。

マイナス金利導入によりクローネは対ユーロで切り下がっているが、ペッグのバンドの中心値に近い範囲での動きであり、変動の幅は極めて限定的である【図表5】。なお、Denmarks Nationalbank が管理する外貨準備の残高は、2012年当時は大きな変動はなかったものの、2014年後半に大きく跳ね上がった。

図表5 デンマークの中銀預金金利とクローネの対ユーロ相場

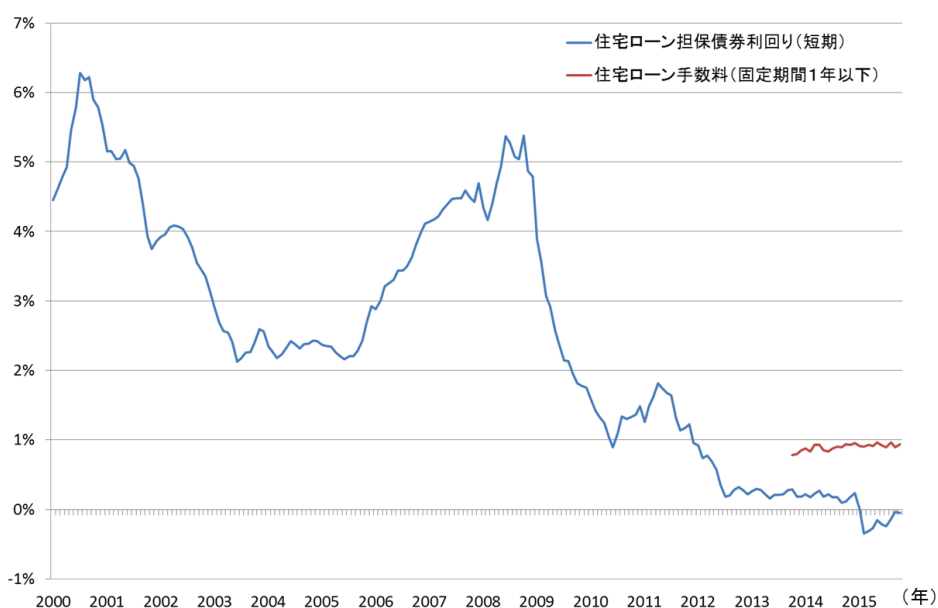


(資料) Denmarks Nationalbank より

デンマークにおけるマイナス金利の影響として、2015年に入り、「住宅ローン金利がマイナス」というニュースが流れるようになった⁵。

デンマークの住宅ローンの大半はモーゲージバンクが提供している。モーゲージバンクには、均衡原則が適用され、調達コストと貸出金利は連動する仕組みとなっている。住宅ローンを担保としたカバードボンド⁶の利回りは短期ゾーンでマイナスとなっており、短期の住宅ローン金利も低下しているが、手数料（Administration Fee）を加えると平均ではなおプラス圏にある【図表6】。住宅ローン金利そのものがマイナスとなっているのは限定的な事例の模様である。

図表6 デンマークの住宅ローン担保債券利回りと手数料



(資料) Denmark's Nationalbank、Realkreditrådet より

(3) スイス

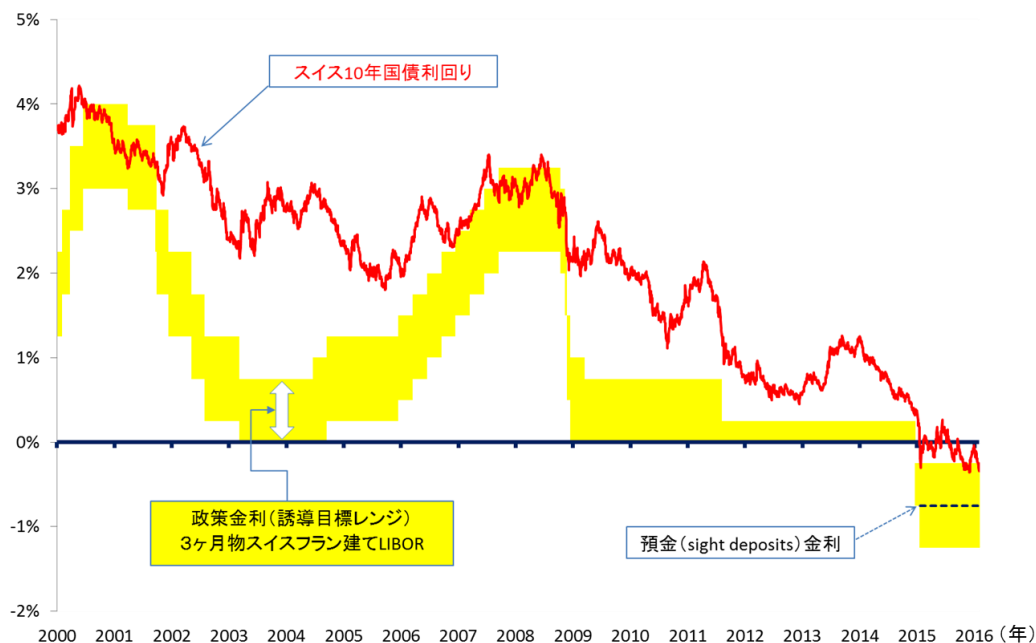
「失われた20年」の間に「超低金利」は日本の代名詞になった感もあったが、現在、世界で最も長期金利の利率が低いのは日本ではなく、スイスである。

スイスでは2014年12月に政策金利がマイナスに引き下げられ、2015年1月22日から中央銀行であるSwiss National Bankの預金金利にも閾値を超える部分について▲0.75%のマイナス金利が適用されることとなった。10年国債の利回りも2015年1月にマイナス圏に突入し、2016年2月24日時点では▲0.42%となっている【図表7】。

⁵ Richard Milne “Denmark highlights naked truth about negative lending” April 8, 2015, Financial Times など

⁶ Covered Bond。住宅ローンや地方公共団体向け貸付等、特定の資産を担保に、金融機関が発行する債券。デンマークでは、1797年から発行されている。

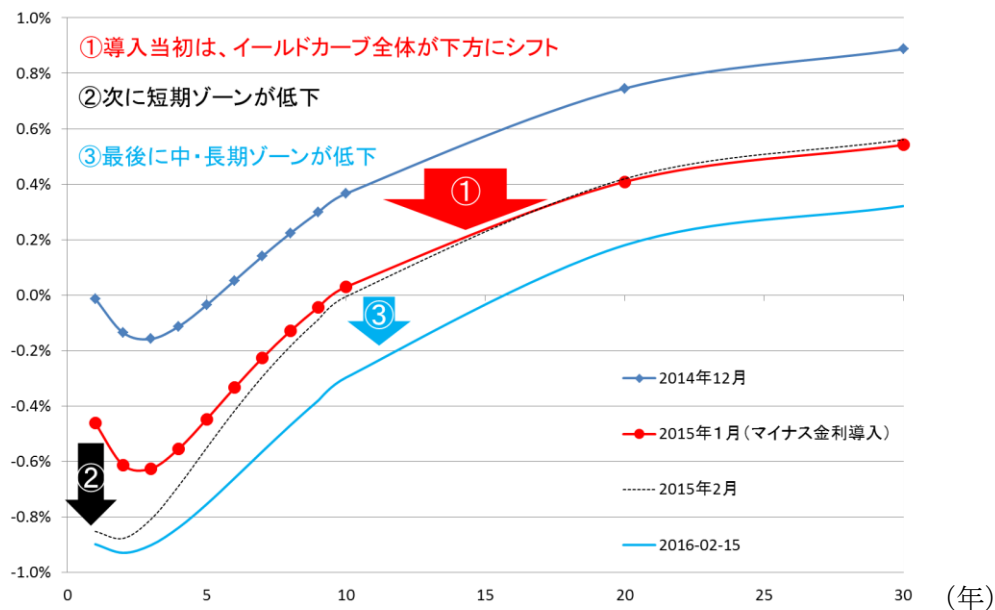
図表7 スイスの金利動向



(資料) Swiss National Bank より

スイスにおけるマイナス金利のイールドカーブへの影響は、①最初に全体水準を押し下げ、②次に短期ゾーンが中銀預金を下回る水準にまで低下し、③最後に中・長期ゾーンも更に押し下げられる、という流れで推移していった【図表8】。

図表8 スイスのイールドカーブの変化



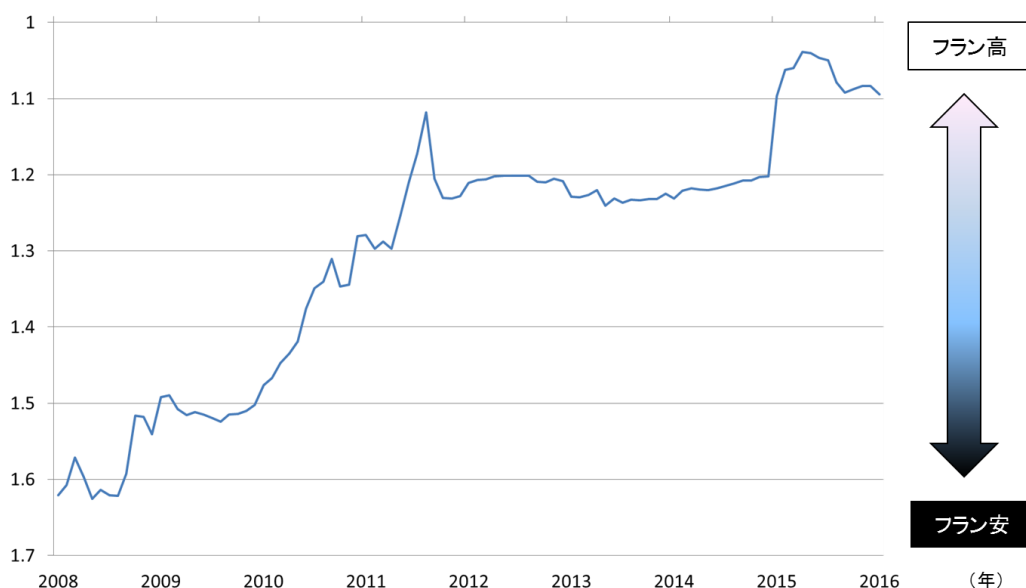
(資料) Swiss National Bank より

スイスの事例で、スウェーデンやデンマークと大きく異なるのは為替市場の動向である。スイスが一覧払い預金金利（sight deposits）にマイナス金利を導入した 2015 年 1 月、スイスフランは対ユーロで急騰した。これには、マイナス金利以外の要素が影響している。

スイスは 2011 年 9 月にスイスフランを対ユーロで 1.20 を防衛線とする無制限の為替介入を導入し、長らく、1.20 近傍で推移していた。しかし、2015 年 1 月に「持続不可能」としてこの上限を撤廃し、スイスフランが急騰した。タイミング的にマイナス金利の導入と為替介入断念が重なったため、一見するとマイナス金利の導入がフラン高を誘発したようにも見えるが、マイナス金利よりも為替介入断念のアナウンスメント効果が大きかったと解釈するのが自然であろう【図表 9】。

なお、スイスではフラン高による輸入デフレ圧力が強く、2015 年以降、他のヨーロッパ諸国よりもデフレ基調が強まっている（後述）。

図表 9 スイスフランの対ユーロ相場



(資料) FRB より

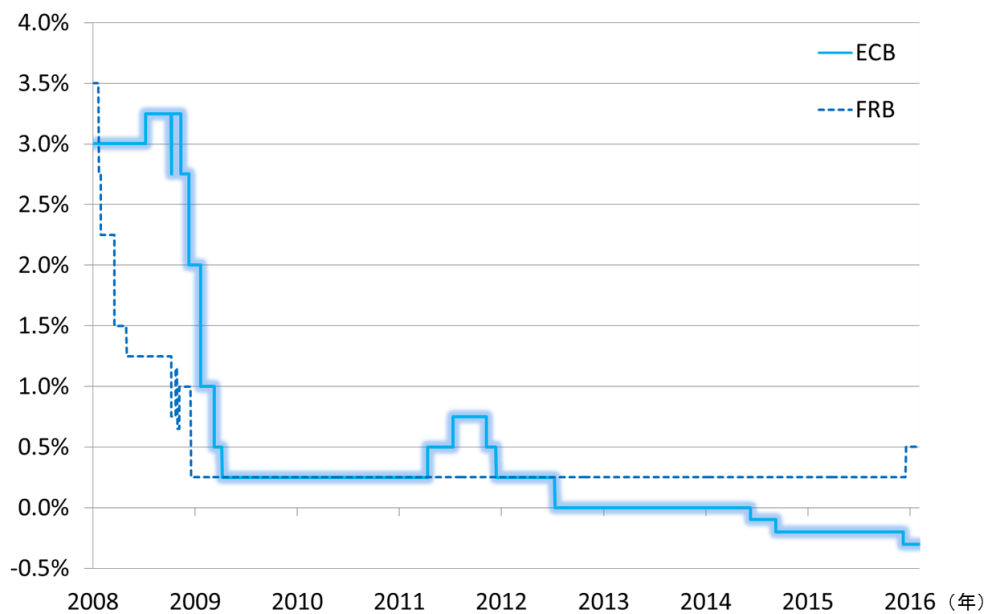
3. ユーロ圏

ECB は 2014 年 6 月 11 日に預金金利を▲0.1%とし、同年 9 月 10 日に▲0.2%、2015 年 12 月 9 日に▲0.3%へと引き下げた。一方、FRB は、長らく FF 金利の誘導目標水準の上限値と同じ 0.25%とした後、2015 年 12 月 17 日から 0.50%へと引上げた【図表 10】。

また、FRB は 2014 年 10 月に量的緩和を終了し、その後は満期で償還される国債や MBS (Mortgage Backed Securities : 住宅ローン担保証券) を再投資して、約 4.5 兆ドルのバランスシートの規模を維持しているが、ECB は毎月 600 億ユーロのユーロ圏国債・カバード

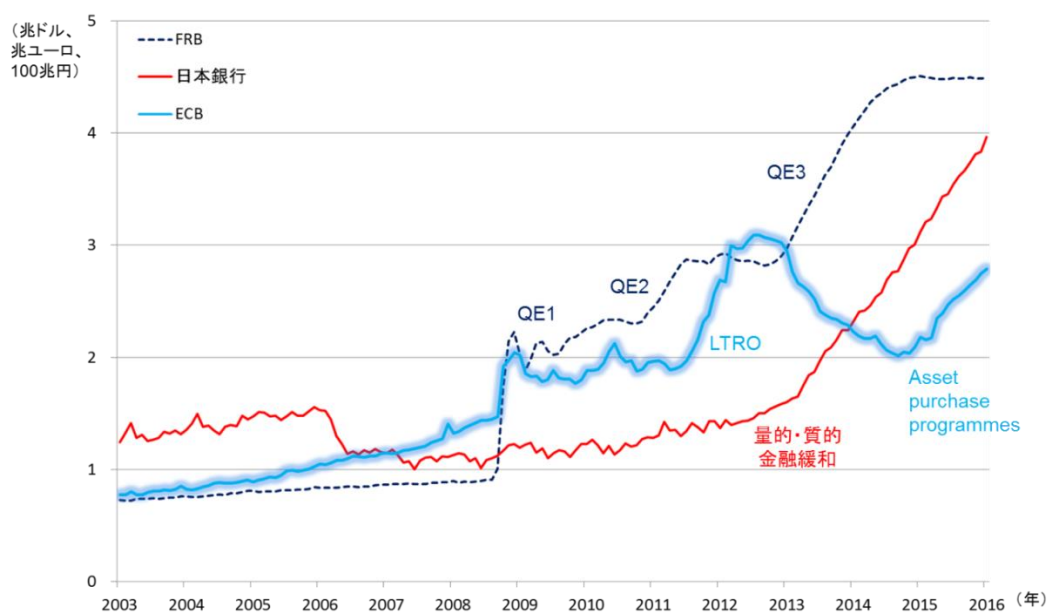
債券等を購入する量的緩和⁷を実施中で、アメリカとユーロ圏では金融政策の方向が質と量の両面で正反対となっている【図表 11】。

図表 10 ECB と FRB の預金金利



(資料) ECB、FRB より

図表 11 ECB と FRB、日本銀行の総資産

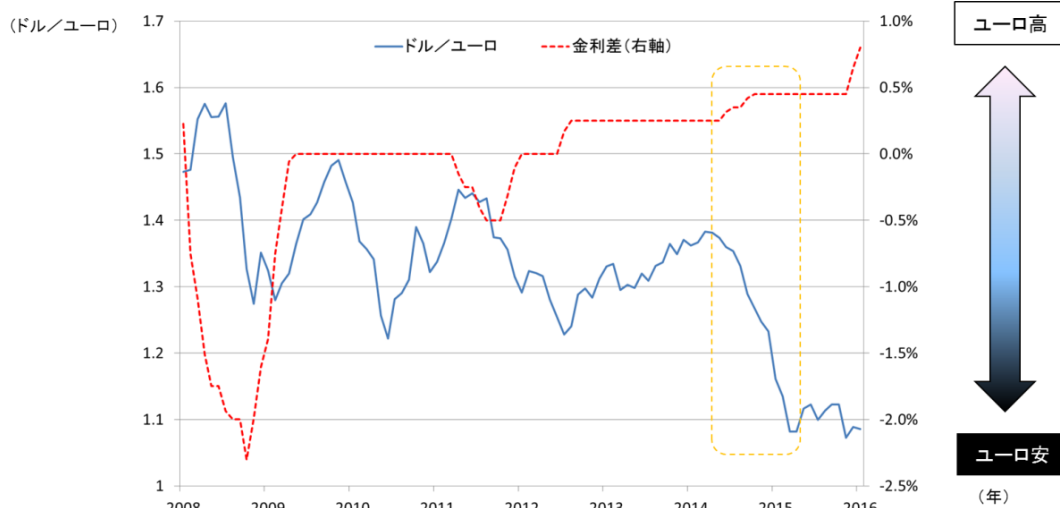


(資料) ECB、FRB、日本銀行より

⁷ ECB は Expanded asset purchase programme と称している。

ドル／ユーロ相場については、ギリシャ問題をはじめとする欧州特有のイベントにより左右される局面もあり一貫した相関はなかったが、ECBがマイナス金利を導入した2014年以降は、金利差により為替が動いているようにも見える【図表12】。

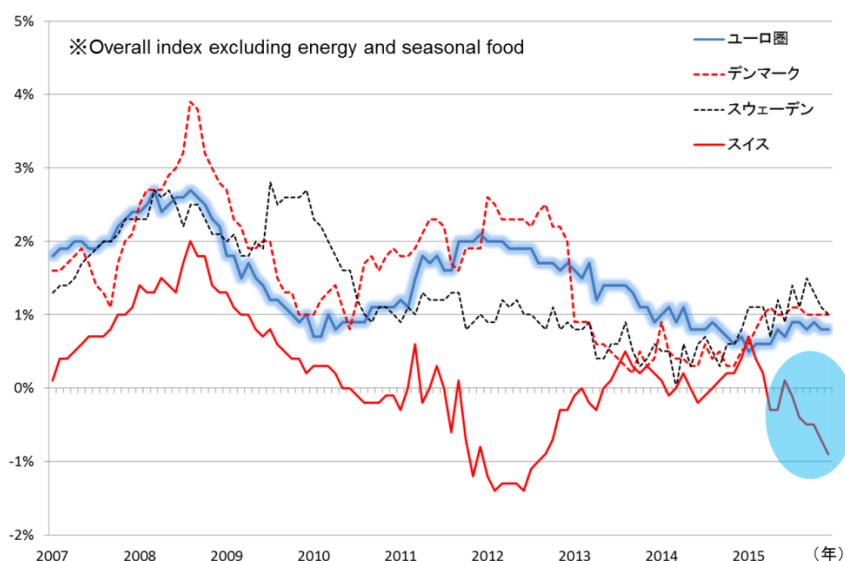
図表12 ドル／ユーロ相場とFRBとECBの預金金利差



(資料) ECB、FRB より

物価への影響については、欧州統計局 (Eurostat) の HCPI (Harmonised Indices of Consumer Prices) のエネルギーと季節性食品を除いた指数の前年比を見ると、マイナス金利の導入による顕著な影響は見られず、スイスではむしろデフレ基調が強まっている。

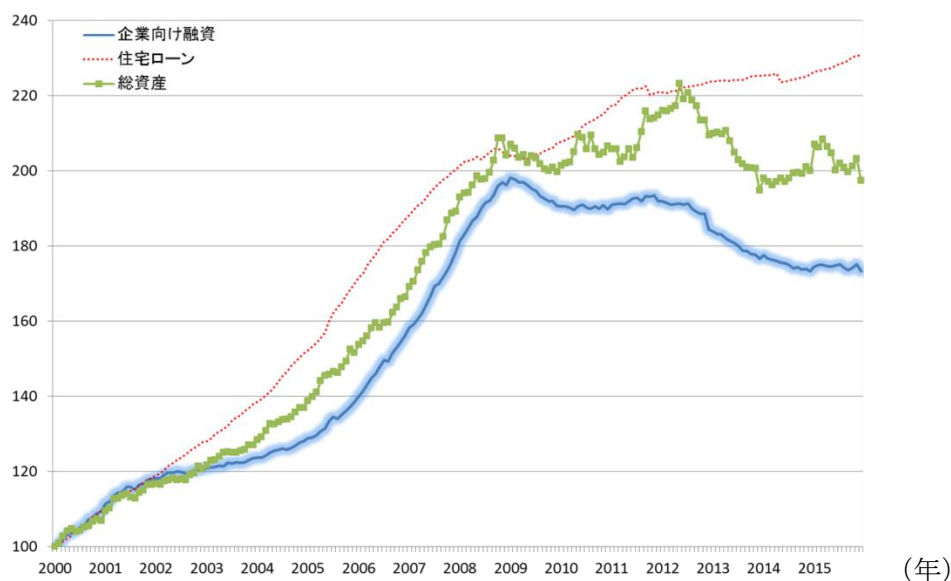
図表13 ヨーロッパの消費者物価指数対前年比



(資料) Eurostat より

また、マイナス金利導入により、中央銀行に預金として預ける代わりに貸出を促進するというポートフォリオ・リバランス効果を期待する向きもあるが、ユーロ圏の銀行貸出を見ると、マイナス金利導入後も、企業向けの貸出は回復していない。住宅ローンの残高は伸びているが、トレンド的な部分と政策効果を峻別するのは難しい【図表 14】。

図表 14 ユーロ圏の銀行貸出等（2000年1月=100とする指数）



(資料) ECB より

4. ヨーロッパの先行事例のまとめ

以上見てきたように、ヨーロッパでマイナス金利を導入した先行事例においては、以下のことが見て取れる。

- ①金利については、イールドカーブ全体に対し低下圧力がある。
- ②貸出については、住宅ローンは多少増えているが、企業向け貸出は増えていない。
- ③物価に対しては、ほとんど効果がない。
- ④為替に対しては、通貨安に誘導する効果がある。
- ⑤金融機関への影響については、利鞘圧縮のマイナスの効果がある一方、マイナス金利の適用範囲を限定することで、経営への影響を一定に緩和している場合もある。

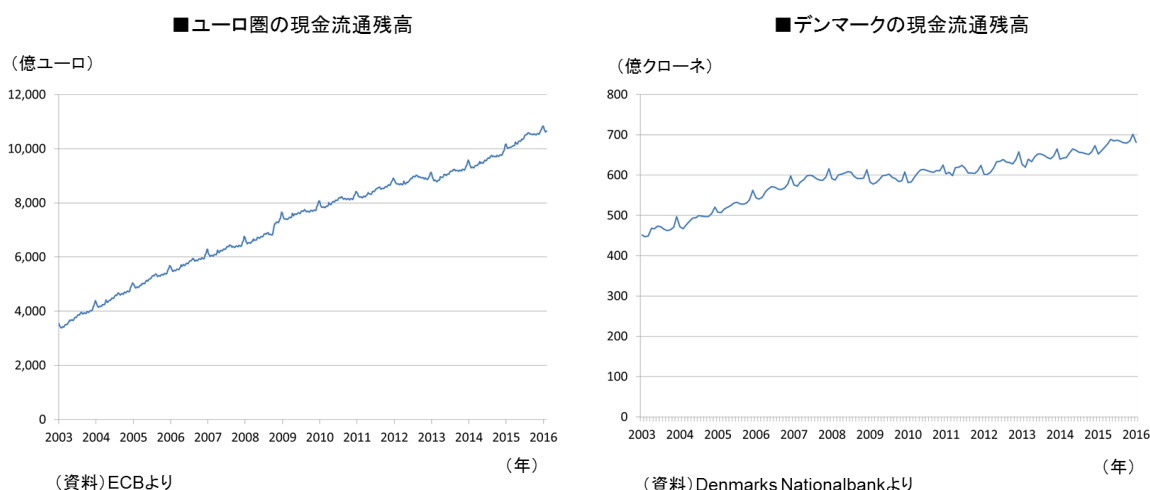
このうち、④の為替については、スイスが逆行しているが、為替介入断念の影響という特殊要因がある。また、為替については、デンマークのようにユーロへのペッグを政策目標としている国は除き、基本的には物価の安定という国内目的の副次的効果として、①の金利低下の反射で為替が動いているものであり、マイナス金利導入が為替切下げ競争という近隣窮乏化政策ではない、という点は各国とも了解している。

マイナス金利導入により名目金利が下がり、実質金利も下がることで需要を喚起してインフレ率を引き上げるといふ①から②や③への波及については、現時点ではヨーロッパでは実証されていない。

また、⑤の金融機関への影響については、スウェーデンで2009年にマイナス金利が導入された当初は、マイナス金利が適用されない口座への振替が認められていた。ユーロ圏でもマイナス金利が適用される対象となる預金から必要準備相当額は控除されている。スイスやデンマークでは一定の金額を控除する方式を採用している。ただし、ECBの場合は、超過準備に対してマイナス金利が適用されていることから（これはFRBが超過準備と必要準備に同じ0.5%の金利を適用しているのとは異なる）、金融機関の経営に対しては一定に負の影響も出ていると見る向きもある。

なお、マイナス金利の政策効果を阻害する要因として、金融機関が現金保有を増やせば中央銀行預金へのマイナス金利を回避できる点が指摘されるが、ユーロ圏とデンマークでは現金流通残高に顕著な変化は観察されていない【図表15】。

図表15 ユーロ圏とデンマークの通貨流通残高



5. 日本銀行の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」

日本銀行は、2016年1月28、29日の政策委員会・金融政策決定会合において、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定し、今後は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていくこととする、としている。

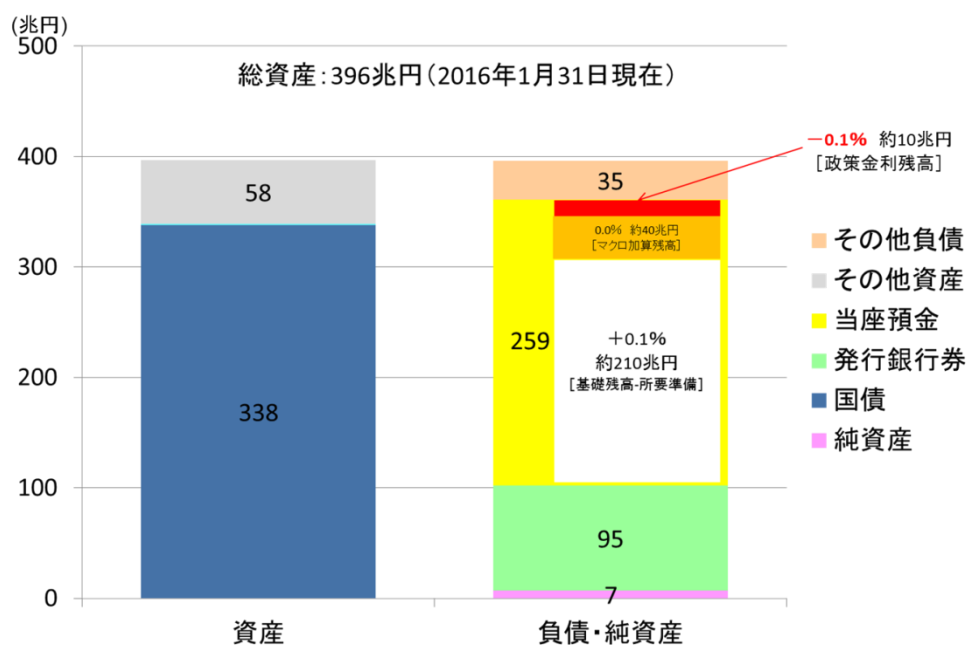
マイナス金利の導入については、金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用し、具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する、としている。

この3段階の階層構造のうち、当初最も大きいのは従来どおりプラス0.1%の金利が適用

される基礎残高（所要準備を除く）の約 210 兆円で、ゼロ金利が適用される残高（マクロ加算残高）は、当初は約 40 兆円（所要準備額 9 兆円＋貸出支援基金および被災地支援オペ 30 兆円）で、マイナス金利の適用対象は当初は 10 兆円程度となる（2016 年 1 月末時点のバランスシートを前提とした場合）、と説明されていた⁸【図表 16】。

この階層構造は、「マイナス金利が金融機関収益への過度の圧迫により金融仲介機能がかえって低下するようなことがないよう」、欧州の事例を参考にしたとされ、また、従来の量的緩和との整合性については、「欧州中央銀行ではマイナス金利と長期国債の買入れを両立している」としている⁹。

図表 16 日本銀行のバランスシートのイメージ¹⁰



(資料) 日本銀行より

実際にマイナス金利が適用となる 2016 年 2 月 16 日に日本銀行が発表した「業態別の日銀当座預金残高 (1 月)」では、プラス金利の適用対象は約 206 兆円、ゼロ金利は約 24 兆円、マイナス金利は約 23 兆円と、マイナス金利の適用対象が若干多くなっていた。また、業態別に見ると、「その他の準備預金制度適用先¹¹」が半分を占める結果となり、プラス、ゼロ、マイナスの残高の構成比から、最も影響を受けることとなる【図表 17】。

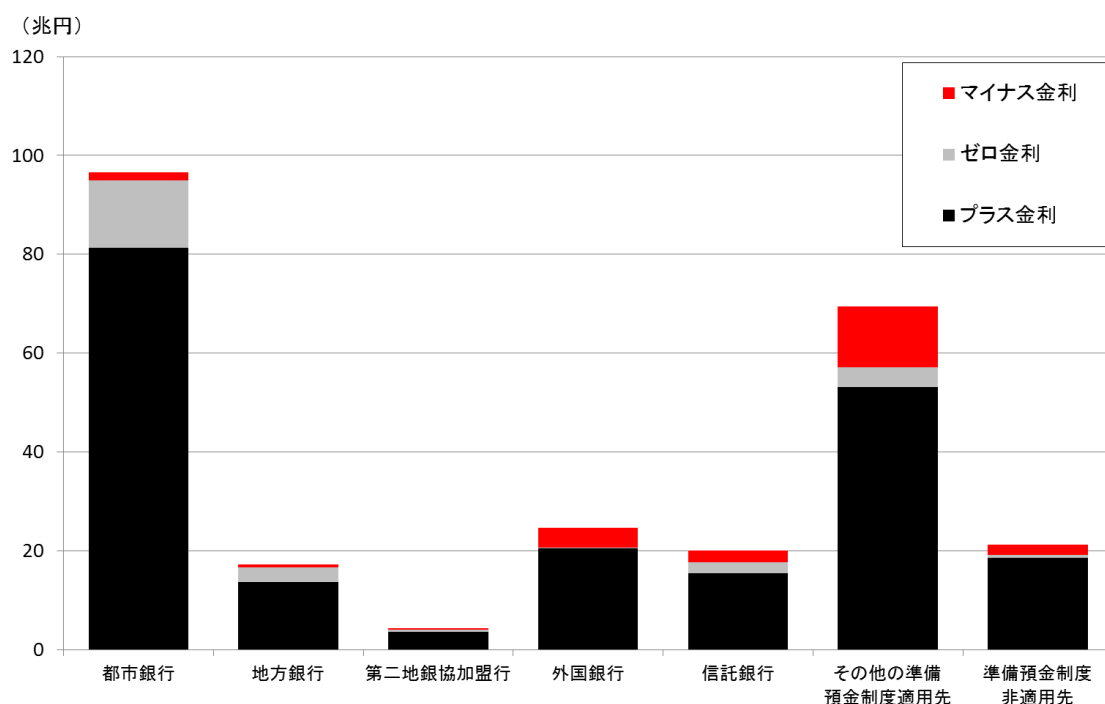
⁸ http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160129b.pdf

⁹ 脚注 8 に同じ。

¹⁰ 日本銀行「営業毎旬報告 (2 月 20 日現在)」によれば、2016 年 2 月 20 日現在の日本銀行の総資産は約 401 兆円と、400 兆円の大台を超えている。

¹¹ ゆうちょ銀行や大手信用金庫が含まれるとされる。

図表 17 付利の対象となる当座預金残高(当月 16 日～翌月 15 日の平均残高、適用金利別)



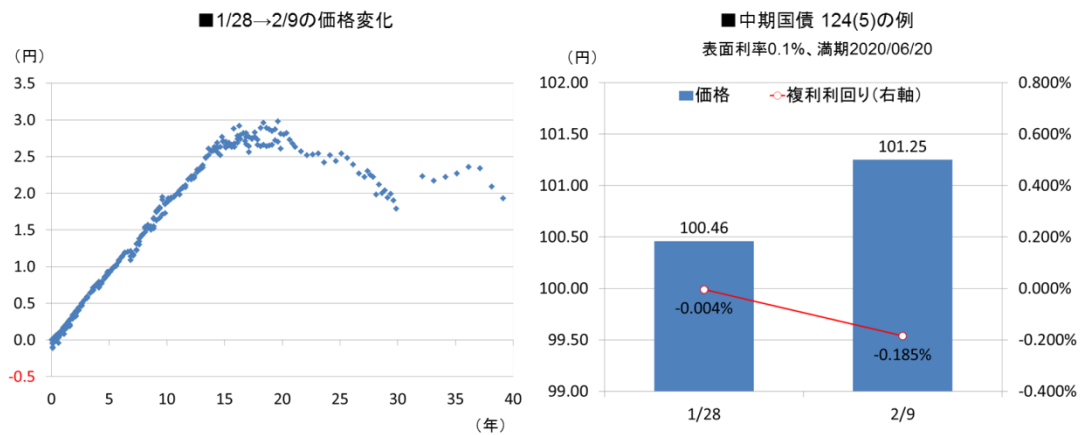
(資料) 日本銀行より

なお、マイナス金利について、利回りがマイナスの国債を民間金融機関が満期まで保有すれば損失を被るのに何故買うのか、という質問をよく耳にする。安全資産だからという説明を時に聞くが、そのような説明はプラス圏での低利の説明には正しいかもしれないが、マイナス金利の説明にはならないように思われる。ユーロ圏ではまだ起こっていないが、現金で保有すればゼロにはなってもマイナスにはならないことを説明し切れないからである。

この点について、日本銀行は、「マイナス金利分だけ買入れ価格が上昇（金利が低下）することで釣り合うので、買入れは可能と考えられる」と明言している。ストレートに言えば、今マイナス金利であっても、日銀が金融緩和を推進して更に金利が低下すれば、高値で売却できると考える投資家が存在するから、マイナス金利が成立するとも言える。

例えば、中期国債 124 回債（5 年債）は、表面利率 0.1% で、1 月 28 日の平均価格は 100.46 円だった。これを満期（2020 年 6 月 20 日）まで保有すれば、利回りは -0.004% とマイナスとなり、100.46 円で購入した投資家は損を被る。しかし、2 月 9 日には、価格は 101.25 円に上昇（利回りは -0.185% に低下）しており、1 月 28 日に券面 100 億円相当を 100.46 億円で購入した投資家が 2 月 9 日に売却すれば 101.25 億円が入り、差し引き 7,900 万円の利益となる【図表 18】。

図表 18 マイナス金利発表後の国債価格の変化



(資料) 日本証券業協会より

このような価格変動は利回りがプラスでもマイナスでも存在する。今は、日銀が量的緩和を推進しているので、民間銀行としては「出口」があることから安心して国債に投資できる。将来、日銀が量的緩和をやめて国債の買い入れをしなくなれば利回りは上昇し、価格は下落するかもしれない。それはマイナス金利を導入してもしなくても、起こりうることである。勿論、満期保有を前提に購入する投資家にとってはキャリーの収益を圧迫するので財務的にマイナスの影響が出るところもあるだろうが、価格変動のリスクについては、当面は日本銀行がその多くを引き受けることになる。

量的緩和の問題点として、中央銀行の出口戦略の難しさが指摘されてきた。出口戦略については、FRBが既に着手しており、量的緩和により膨らんだバランスシートを抱えた状態で政策金利を引き上げるために、準備金への付利水準を引き上げた点は既に述べた¹²。FRBは2016年2月3日時点で4兆4,835億ドルのバランスシートの規模となっているが、保有する米国債2兆4,613億ドルからは3.26%、MBS1兆7,442億ドルからは3.49%の利息収入があり、準備金2兆7,744億ドルの付利水準を0.25%から0.50%に引き上げても、財務に致命的な影響はない（勿論、付利水準を引き上げる分だけ純収益は減少する）。他の費目を無視すれば、付利水準は5.08%までFRBは逆ざやに陥ることなく、金利を引き上げることができる。

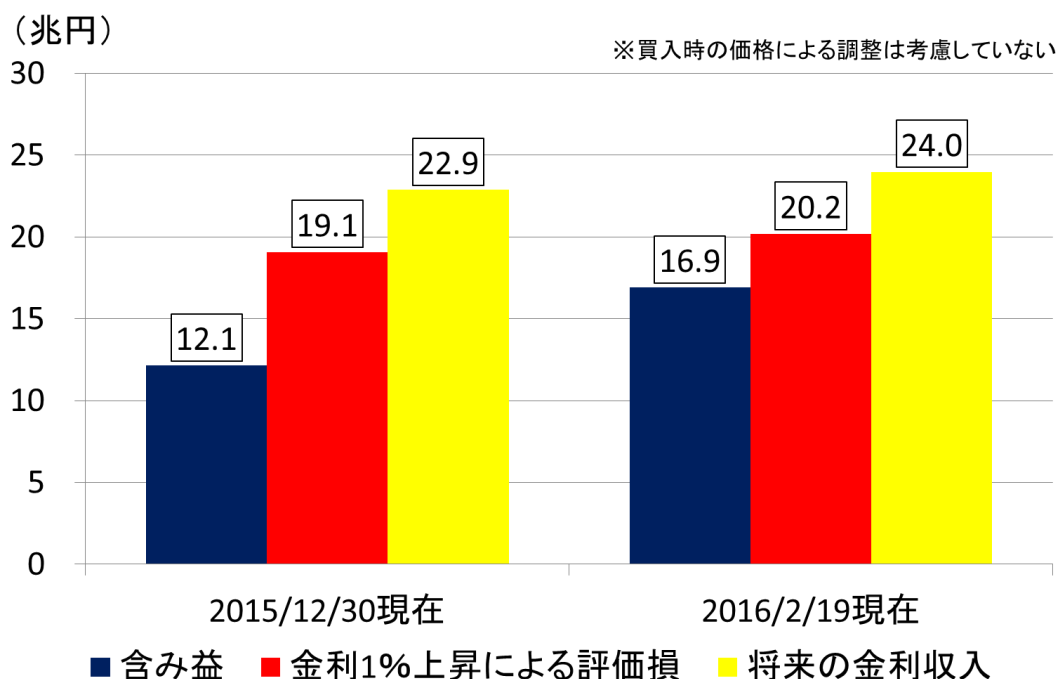
日銀が保有する固定利付き国債について1%パラレルシフトした場合の影響を分析すると、2015年末時点で約19.1兆円となっていた。ただし、日銀は保有する国債について、時価評価する必要はなく、保有する約270兆円の国債から、満期保有すれば22.9兆円の利息収入が入り、また、当時の時点で時価評価すれば12.1兆円の含み益があった【図表19】。これらの数字は、2016年2月19日時点では、図表19のとおり変動しているが、マイナス

¹² 正確には、リバースレポでフロアを形成し、準備金への付利水準との間でコリドーを形成するアプローチ。

金利の導入でイールドカーブが全体に下方に推移したため、保有する国債の増加と比較して、含み益が突出して（+4.8兆円：他は+1.1兆円）増加している。

ただし、保有する国債の利回りの絶対水準がアメリカよりもかなり低いため、バランスシートの規模を維持したまま付利水準を引き上げられる余地は限られている。とは言え、出口戦略の難しさは、量的緩和そのものに起因するものであり、マイナス金利導入は直接的には関係ない。

図表 19 日銀が保有する国債の価値（固定利付き長期国債のみ）



（資料）日本銀行、日本証券業協会より筆者試算

なお、FRBは保有する有価証券からの金利収入等により、2015年は1,002億ドルの純利益を計上、うち977億ドルを国庫納付する予定である。更に、2015年12月4日に成立したFixing America's Surface Transportation Actに基づき193億ドルを追加で納付することになり、2015年の国庫納付額はFRB史上初めて1千億ドルの大台を超える見通しであるが。FRBは資本の部のうち、剰余金については100億ドルを上限とする改正が行われ、12月28日に193億ドルを国庫納付した。このため、資本の部は2016年始には400億ドルを割り込み、総資産4兆4866億ドルに対する比率は0.88%と1%を割り込んだ。既に出口戦略に着手したFRBが自己資本を減資した一方、日本銀行は、2015年11月13日、『「量的・質的金融緩和」の実施に伴って生じ得る本行の収益の振幅を平準化し、財務の健全性を確保する観点から』引当金制度に関し、財務大臣に検討を要請している。大胆な金融緩和を推進しつつも、出口戦略については慎重に検証を進めているということであろう。

6. 市場の反応と海外要因の逆風

ヨーロッパの先行事例からは、マイナス金利は為替に最も影響があることが観察された。本来であれば、日銀のマイナス金利導入により、円安・ドル高方向に為替が動いてよさそうなものであるが、1月下旬から本稿執筆時点（2月中旬）までの為替動向はこれに反し、急激な円高・ドル安が進行、株式市場にも大きな影響を及ぼした。足下の日本の株価は、ほぼ円ドルレートに沿う形で動いてきた。円高の進行に伴い、日経平均株価は2月12日に1万5千円の大台を割って引け、その後も一進一退が続いている。【図表 20】。

図表 20 円ドル相場と日経平均株価の推移



(資料) FRB、日本経済新聞社より

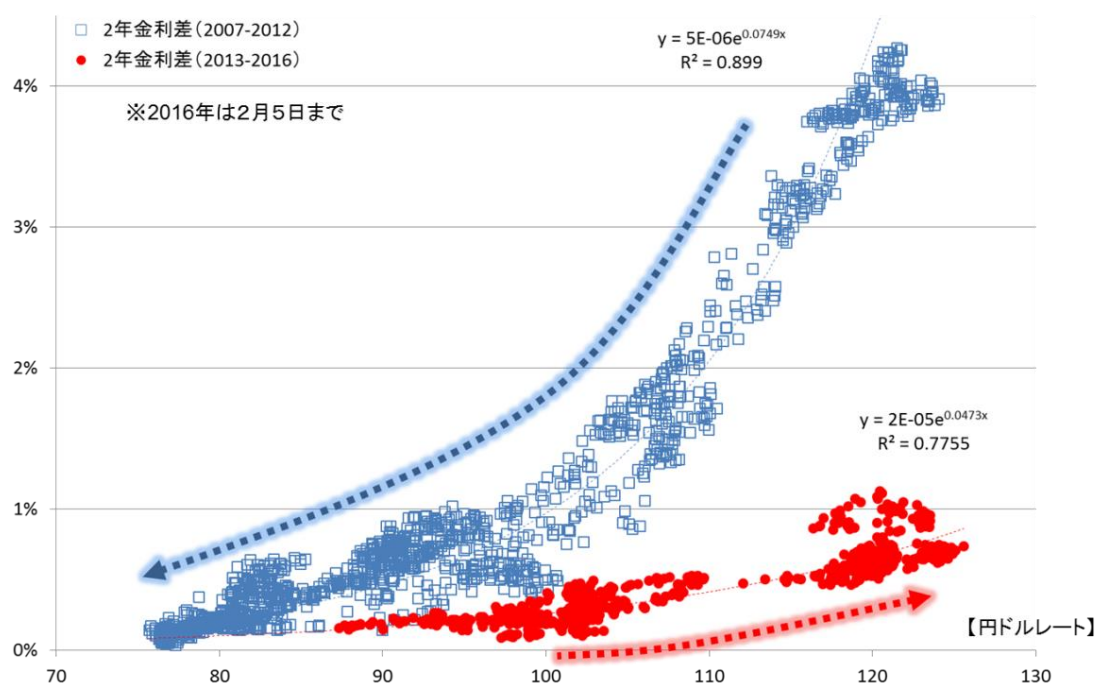
為替と株価については、円高になると輸出企業の業績悪化懸念が広がり株安になる、というのが通説となっている。一方で、東京証券取引所での売買高の約7割は海外投資家が占める状況で、2015年は海外投資家がリーマン・ショックの2008年以来の売り越しに転じた。海外投資家は日本株を購入する際に為替ヘッジ（円売り）を行い、日本株を売る際はその巻き戻しで円買いが発生するため、株価の下落局面では円高が加速するとの指摘もあり、株安と円高の因果関係については微妙なところがある。

また、円ドルの為替レートは、日米の2年物の金利差と相関が高いことが市場関係者の

間ではよく知られている【図表 21】。円高の局面と円安の局面では、金利感応度が異なった動きとなっているが、足下ではアメリカの利上げ観測の後退から、日銀のマイナス金利導入にもかかわらず、アメリカ側の要因で円高が進行している。ここでも、FRB の利上げを見越してドル買い・円売りのポジションを増やした投資家が、利上げ観測の後退でポジションを解消する動きが円高を後押ししている可能性がある。

いずれにしても、スイスは例外として、ヨーロッパの幾つかの圏域のようにマイナス金利が通貨安につながっていないのは、アメリカをはじめとする海外要因の影響が濃い可能性があり、通貨への影響について、以下、もう少し詳しく見てみる。

図表 21 日米 2 年金利差と円ドル相場



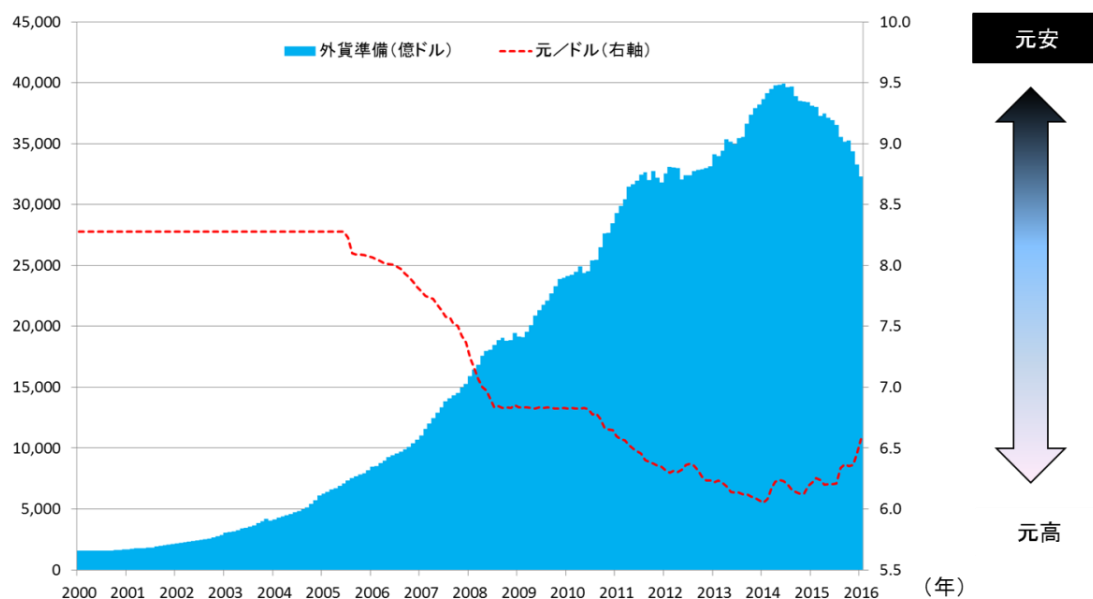
(資料) FRB、財務省より

(1) 中国経済の失速懸念

中国の国家統計局が 2016 年 1 月 19 日に発表した 2015 年の実質 GDP 成長率は 6.9%で、25 年ぶりの低い伸び率となった。また、実額では 67 兆 6708 億元で、FRB の統計による 2015 年の為替レート 19.26705 円/元を適用すると約 1,304 兆円となり、2015 年の日本の名目 GDP 約 499 兆円（一次速報）の約 2.6 倍となっている。中国の GDP はアメリカの約 60%に達しており、その動向の世界経済に与える影響も一層増している。原油価格の下落の要因として、中東情勢もさることながら、中国をはじめとする新興国の経済成長の減速が実需を低迷させていることも大きい。更に、日本の輸出先の最大の相手でもあるので、中国経済の減速の影響は日本には強い逆風となる。

中国経済の失速を象徴する一つの統計が外貨準備高である。中国の外貨準備は2014年6月に3兆9,932億ドルのピークに達した後、減少に転じ、2016年1月には3兆2,309億ドルまで減少している。中国経済の減速を背景に、中国からの資本流出が続き、為替を安定化させるために元買いドル売り介入を行っているためという観測もある。実際、外貨準備が減少に転じたタイミングは、人民元が対ドルで下落し始めた時期と符号する【図表22】。

図表22 中国の外貨準備高と人民元／ドル相場の推移

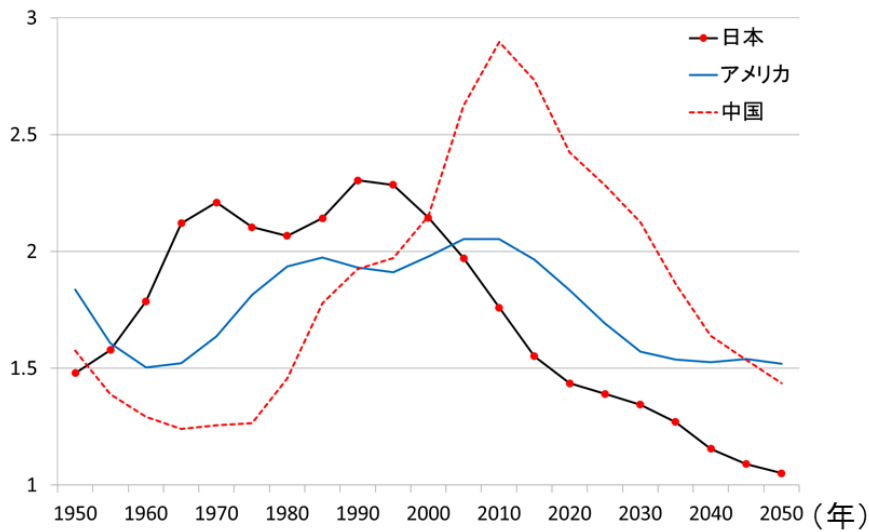


(資料) FRB、中国 State Administration of Foreign Exchange より

中国の逆従属年齢人口指数（15～64歳の生産年齢人口をそれ以外の人口で除した指数）はまもなくピークアウトし、一人っ子政策の負の影響が出始める【図表23】。一方で、中国に特徴的なのは男女比率の不均衡で、一人っ子政策の時代に相対的に男子が多く生まれたため、今後は適齢期の男性の過剰が顕著となってくることから、一人っ子政策を見直しても、急激にはその効果は発現しないと見られている。

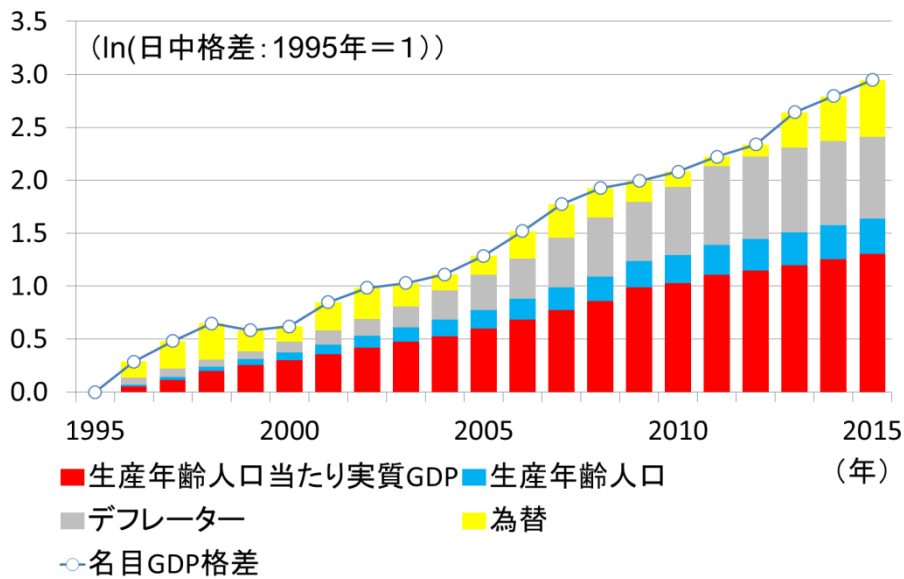
ただ、この20年ほど、日本の名目GDPは500兆円前後で横ばいだが、中国は円換算すると69兆円から1,304兆円へと19倍近く増加している。日中の格差を要因分解すると、生産年齢人口当たり実質GDPの伸びに大きな格差があり、デフレーターも基調的に大きく異なり、足下では円安元高が格差を拡大している構図となっているが、生産年齢人口には大差がなく、アメリカとは違い、生産性の向上でキャッチアップしている構造となっている【図表24】。人口要因は今後中国にとってマイナスに寄与する一方、「中進国の罠」に陥ることなく、全要素生産性（TFP）が向上していけば、中国の経済成長は持続可能となる可能性もあり、中国の構造改革の進展が注視される。

図表 23 日米中の逆従属年齢人口指数



(資料) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision, DVD Edition. より

図表 24 日中の GDP 格差の要因分解 (Log 表示)



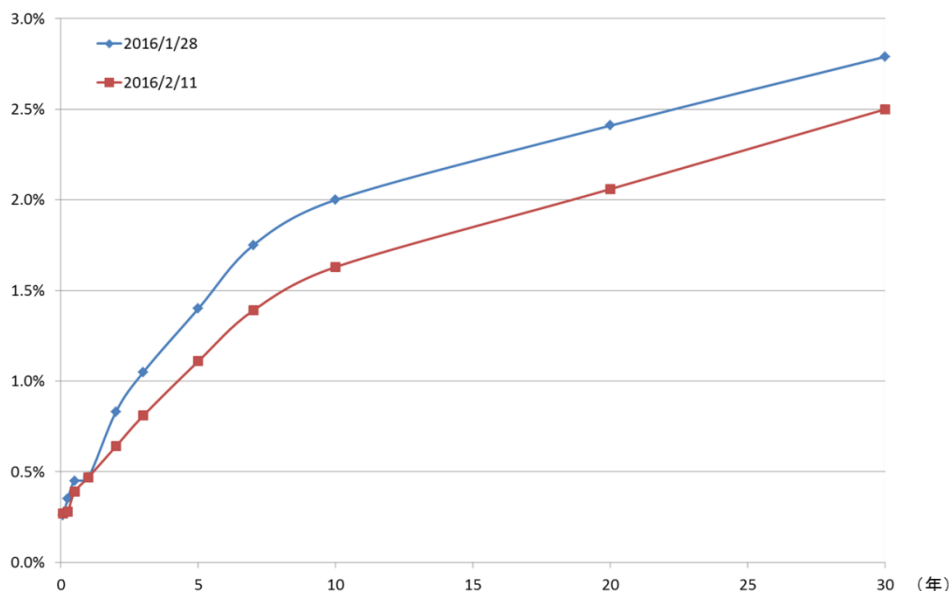
(資料) IMF、FRB、米商務省、内閣府「四半期別 GDP 速報」、国連より

(2) アメリカの利上げ観測の後退

日銀のマイナス金利導入後、アメリカでもイールドカーブが下方にシフトしており、日米金利差はさほど拡大しておらず、円安を抑制している。2月11日の10年物米国債の利

回りは 1.63%で、日銀がマイナス金利導入を発表した前日の 1 月 28 日の 2.00%から 37bp 低下している【図表 25】。

図表 25 米国債のイールドカーブの変化



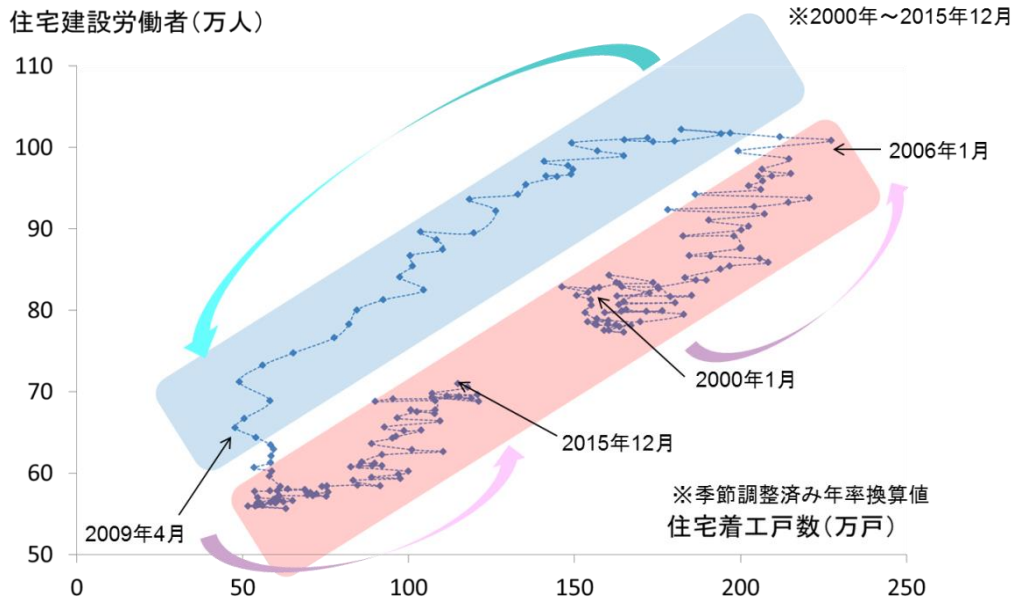
(資料) 米財務省より

アメリカの金利低下は景気回復の足取りが重く、3月の利上げ観測が後退しつつあるというアメリカ独自の要因による部分もある。2月10日のイエレンFRB議長の議会証言でその方向性が再確認され、円高が加速した。

FRBは「二重の責務 (Dual Mandate)」、すなわち物価の安定と雇用の極大化が政策目標として連邦準備法に明記されている。物価については、FRBが目標とする個人消費支出デフレーター (PCE) の前年比で 2%には届いていないが、労働市場の緩み (Slack) が解消してきており、雇用の拡大が賃上げにつながり、やがて物価にも波及すると判断し、現時点で利上げに踏み切らなければ将来急激な引き締めが必要となりかえって市場が混乱する、という判断から 2015 年 12 月の利上げに踏み切った。

アメリカの実体経済については、2015 年第 4 四半期の実質 GDP の伸びが季節調整済み年率換算値で 0.7%と鈍化し、1月の非農業部門雇用者数が前月比で 15.1 万人の増加にとどまるなど、弱い指標も散見されるようになってきた。住宅着工についても、1月は季節調整済み年率換算値で 109.9 万戸 (一次速報) と、若干陰りが見えてきた。失業率は 4.9%と、5%を割り込む水準にまで低下してきたが、雇用は景気の遅行指標であり【図表 26】、鉱工業生産指数や設備稼働率といった景気動向に一致・先行する系列にも陰りが見える中、やがて雇用の拡大にも波及するおそれがないとは言えない。

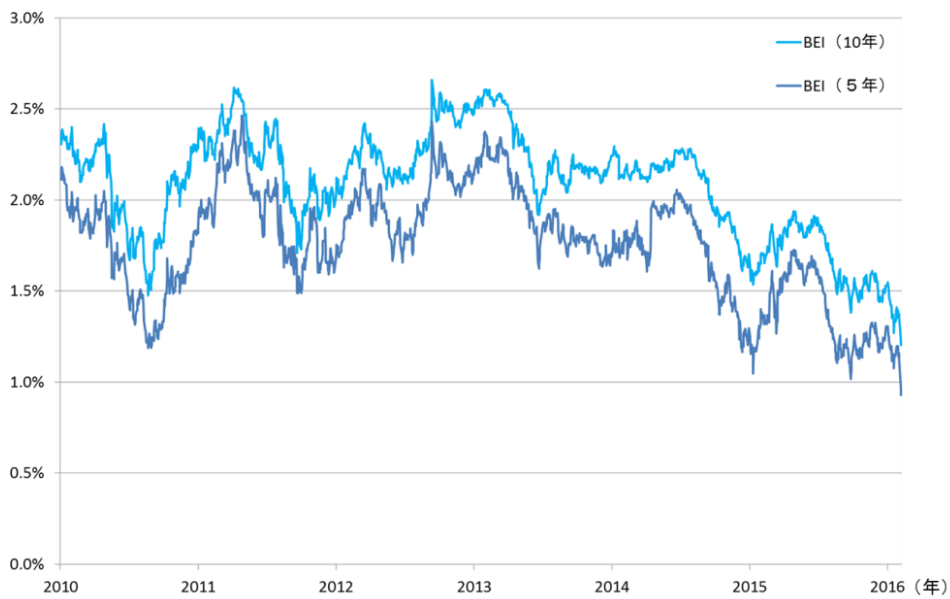
図表 26 アメリカの住宅着工と住宅建設労働者数



(資料) 米労働省、米商務省より

アメリカの物価連動国債から推計される期待インフレ率（ブレイクイーブンインフレ率：BEI）は低下基調にあり、5年物で推計すると、足下は1%を割ってきており、物価について弱気の見通しが強まっていることが示唆される【図表 27】。

図表 27 アメリカの期待インフレ率

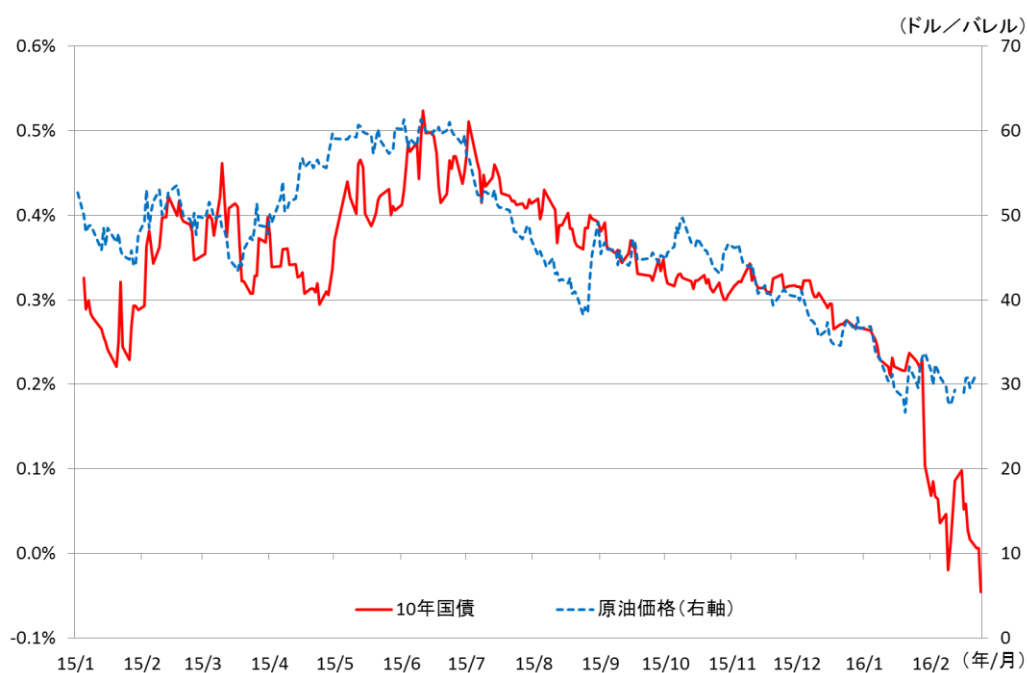


(資料) FRB より

(3) 原油価格の下落

日本の長期金利(10年国債流通利回り)と原油価格はほぼパラレルに動いてきたが、2016年1月29日の日銀の「マイナス金利」導入により、日本の長期金利は大きく下方に乖離した【図表28】。

図表28 原油価格¹³と日本の長期金利



(資料) 財務省、U.S. Energy Information Administration より

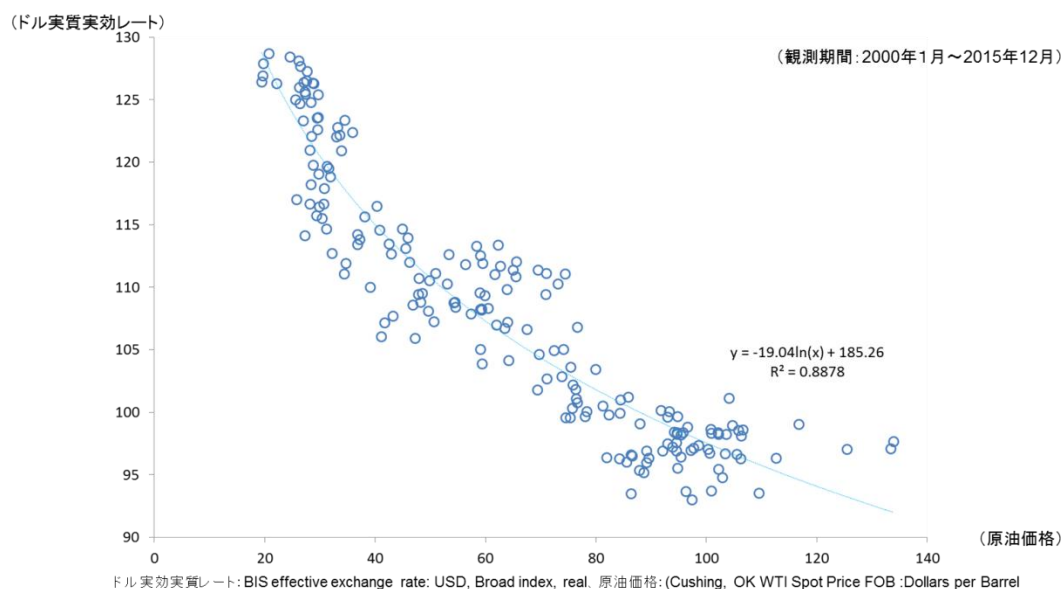
原油価格が急落した2014年後半以降、アメリカの原油在庫は積み上がっており、アメリカ国内だけを見ても、原油の需給関係は逼迫しておらず、価格の反転上昇を抑圧する要因となっている可能性もある。勿論、原油価格の下落にはイランの核合意を受けての輸出解禁に加え、サウジアラビアとイランの宗教対立を巡りOPEC内で減産が合意できないことによる需給関係の悪化という、地政学的情勢による部分も大きいですが、これにアメリカのシェール革命による原油生産能力向上、中国等新興国経済の減速による需要減少と、原油価格の下落を説明する要因には事欠かない。

原油価格の下落は中東産油国の財政を悪化させ、それらの国(あるいはソブリン・ウェルス・ファンド)が保有する米国債を売却すれば、米ドルの価値が下落(=対円では円高)に作用する。また、原油に投資したヘッジファンドが資金繰り悪化のために保有する有価証券を売却すれば、それも同じように作用すると見られている。

¹³ Cushing, OK WTI Spot Price FOB (Dollars per Barrel)

もとより、原油価格の下落はドルの実効実質為替レートを押し上げる【図表 29】。ドルの実効実質為替レートの上昇はアメリカの輸出にはマイナスに作用する。今年は大統領選挙の年でもあり、ドルの増価を喜ばない産業界からの圧力も強まるだろう。

図表 29 原油価格とドルの実効実質為替レート



(資料) U.S. Energy Information Administration、BIS より

原油価格の下落は物価には直接的にデフレ圧力を強め、日本銀行もマイナス金利導入に際し、注視すべき海外情勢の一つとして原油価格の下落を挙げている。更に、原油価格の下落は米ドルの増価を招き、アメリカで追加利上げに対する批判を招き易くなることから、利上げ観測の後退を招き、円高を誘発し、輸入デフレの圧力も強めることになる。このような海外要因は日本銀行の金融政策で回避できる性質のものではなく、マイナス金利導入の効果を判断するには、そのようなノイズも考慮する必要がある。

7. むすびに代えて

日本銀行が導入を決定した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」については、直前の国会での答弁で「マイナス金利の導入については具体的に考えていない」と黒田総裁が答弁していたことから、サプライズとして受け止められる一方で、当日の東京証券取引所では株価が乱高下するなど、市場の評価は揺れ動いた。それは、政策委員会・金融政策決定会合において4人の審議委員が反対し、5対4の薄氷の決定となったことにも端的に表れている。

本稿では、先行事例としてのヨーロッパの状況を見てきたが、為替に対しては有意な影

響を与える一方、銀行の貸出行動や物価には必ずしも実証的な成果は出ていないことが見て取れる。それを参考にしつつも、為替は財務省の所管であり、また、為替誘導はしないことが国際公約になっている中、日本銀行としてはマイナス金利の効果について率直に言えないという苦しい立場にあることが、市場とのコミュニケーションを難しくしている。

また、本来であれば円安に振れてもよいはずの為替が円高に振れたことで、マイナス金利政策の効果そのものに対して疑念が広がった可能性もある。しかし、それは同時期に発生した海外の要因による部分もあり、マイナス金利が効果がないと判断するのは時期尚早かもしれない。

いずれにしろ、ヨーロッパでは、マイナス金利の導入により金融市場が崩壊したという事実はない。日本銀行も、金融機関の経営を過度に圧迫することがないように制度設計を熟慮するとしている。システム対応など、実務的な課題も指摘されているが、2月16日から適用が開始されたマイナス金利が日本の金融市場においてどのような波及経路を辿るのか、注視していきたい。

※本稿において意見に係る部分は執筆者個人の見解であり、住宅金融支援機構の見解ではありません。

<参考文献>

- 小林正宏・中林伸一『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』（中央公論新社、2010年）
- 小林正宏『通貨の品格 円高・円安を超えて』（中央公論新社、2012年）
- 小林正宏「海外レポート第9号」¹⁴ギリシャ危機～ELAとTARGET2からの視点
- 小林正宏「海外レポート第8号」2015年6月のFOMC声明と市場への影響
- 小林正宏「海外レポート第5号」FRBのQE3テーパリング等について

¹⁴ 海外レポートは下記 URL からダウンロード可能。
<http://www.jhf.go.jp/about/research/researcher-kobayashi.html>