

日銀のマイナス金利政策とヨーロッパ諸国の先行事例

篠田 優

はじめに

日本銀行の黒田東彦総裁は2016年1月29日、この日まで行われていた金融政策決定会合後の会見で、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」(Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate:新QQE)の導入を発表した。2013年4月の総裁就任以来、一貫して行ってきた(また拡大措置も行ってきた)量的・質的金融緩和政策(QQEまたは“異次元緩和”)にマイナス金利の仕組みもくわえ、3つの次元による緩和政策のもとで、最終目標である2%の安定的な物価上昇の達成を目指すというものである¹⁾。

現時点(2016年2月)で、マイナス金利を金融政策手段のひとつとして導入している中央銀行はヨーロッパを中心に複数ある(図表1)。具体的には、ヨーロッパ中央銀行(Europe Central Bank:ECB)、スイス国立銀行(Swiss National Bank:SNB)、デンマーク国立銀行(Denmark National Bank:DNB)、スウェーデン国立銀行(Sveriges Riksbank:SRB)などである。これらの中央銀行の先行事例は、今回マイナス金利を導入した日本銀行や日本の金融市場、そして実体経済の今後を検討するうえで参考になる部分が多いだろう。もちろん、中央銀行ごとに主要な政策目標や金融調節手段、そして金融調節の仕組みがことなるため、マイナスとした金利の種類や、想定されている実態経済への波及経路には違いはある。とは言え、マイナス金利政策が導入されてから一定の時間が経ち導入後のデータ蓄積も進みつつある現在、これらを分析し新QQEと比較していくことは、金融調節の仕組みの違いを超えて参考となると考えられ、今後に向けた重要な示唆を導き出せる可能性が高い。

そこで本稿では、まず日本銀行が新QQEを導入するに至った背景や具体的な仕組みについて概観し、その後、すでに導入している国や地域の状況と比較してみたい。とくに、日本銀行が重視しているインフレ率(前年同月比)、為替レート、銀行貸出の増減、イールドカーブ推移については、可能な限り対象各国の統計データを集めて検討を行いたい。

図表1 各国のマイナス金利政策概要

国名	導入発表日	対象	目的
スウェーデン	(2009年7月), 2015年2月12日	レポ金利 -0.5%	為替・物価安定
デンマーク	2012年7月4日, 2014年9月4日	中銀発行CD金利 -0.65%	為替安定
ECB	2014年6月5日	超過準備 -0.3%	物価安定
スイス	2014年12月18日	中銀要求払預金金利 -0.75%	為替安定
日本	2016年1月29日	政策金利残高 -0.1%	物価安定

(出所:各国中央銀行)

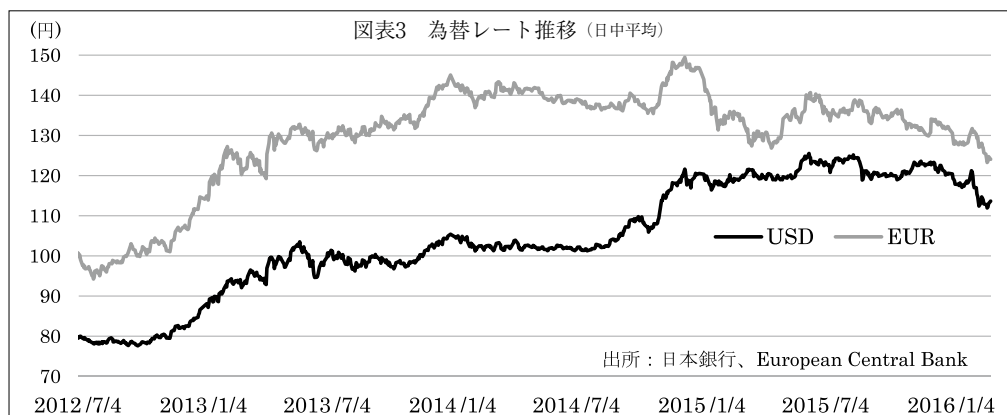
1) ただし、物価安定目標の達成時期については、後ずれする可能性も示唆している。

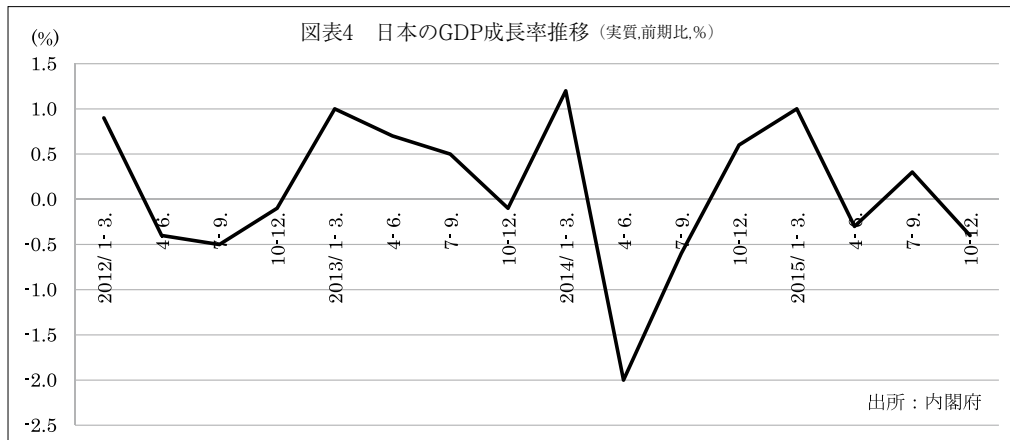
1. 日本銀行は現在のマクロ経済をどうみているか

新QQE導入が決定された2月末、日本の金融市場は混乱していた。とくに株式市場の混乱は著しいものであったが、この混乱は日本に限ったものではなく、多くの国で株価が大幅に値下がりしていた。またその他の金融市場でもボラティリティーが高まっていた。

混乱の引き金のひとつとなったのが、アメリカ連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board：FRB）による利上げであった。2015年12月16日、FRBは政策金利のFederal Funds Rate（FFレート）を0.25%引き上げ0.5%とすると発表した。これは、2008年から続いた実質ゼロ金利政策を解除したことを意味するもので、リーマン・ショック後の各国中央銀行が追い込まれたマネーの量をコントロールする“非伝統的金融政策”からアメリカが脱却し、金利をコントロールするという伝統的な金融政策への回帰に向けて舵を切りはじめたということであった。したがって、本質的にはポジティブな利上げであったはずであった。

しかし、この時期は中国をはじめとする新興国経済の減速リスクが強く懸念されていた時期でもあったことから、国際金融市場も不安定化していた。そこにアメリカの利上げが重なりマネーフローにさらなる変化が生まれたことで国際金融市場の動揺はいっそう深刻なものとなった。この結果、日経平均株価はアメリカの利上げ前後から乱高下し、2016年に入ってから戦後初の年初来6日連続の下落を記録するなど大きく値を下げた（図表2）。





さらに、円ドル金利差の拡大により、本来は減価するはずの円ドルレートが、“質への逃避”もあり急速に円高に振れた（図表3）。円高は、輸出企業の収益や輸出の伸びに悪影響をおよぼすこともあり輸出関連企業株がとくに大きく売られ、このことは大型輸出関連株を多く指数に組み込んでいる日経平均株価の下落要因ともなった。

そのような環境下で行われた2016年1月28、29日の日本銀行金融政策決定会合では、景気回復やインフレ目標率の達成に遅れが生じる可能性について意識せざるを得なかったであろう。事実、この時期に発表されたGDP成長率は、すでに不透明な今後を予見させるものとなっていた（図表4）。このようなこともあり、同決定会合では、既存のQQEに“マイナス金利”の仕組みもくわえた新QQEの導入が決定されることとなった。

ちなみに、黒田総裁は就任以降多くのタイミングで「金融政策の遂行において戦力を逐次投入することはない」といった旨の発言を繰り返しており、マイナス金利導入を発表した後も「（新QQEの導入は）戦力の逐次投入ではない」と述べている。しかし、新QQEの導入は銀行の日銀当座預金保有意欲を低下させ市中に資金を流しこむと同時に、株価上昇と円安を通じて景気を下支えするための新戦力投入であったことは明らかであり、そのような意味では戦力の投入であったことは周知の事実である。

ところでこの時、各政策委員は、国内外の状況をどのように認識していたのだろうか。このことは、新QQEの導入背景だけでなく黒田日銀誕生以降の金融政策の進捗認識を把握するうえで重要なことである。この点について、以下から日本銀行（2016a）よりみていく。

1-1. 国際資本市場についての認識²⁾

日本銀行（2016a）では、国際資本市場の状況について以下のような認識を示している。

2) 本節以降において枠で囲った部分は、日本銀行（2016a）を筆者がまとめたものである。すなわち、ここで紹介する各分析は日本銀行による分析を紹介したものであり、筆者による分析ではない。

- ・原油価格の下落，中国など新興国の先行き懸念から金融市場が不安定となり，人々のデフレマインドの転換が遅延し，物価の基調にリスクが及ぶ可能性がある。
- ・上記リスクが企業や家計のコンフィデンスに及ぼす影響には注意を払う。これによってデフレマインドが払拭されないようになると，企業の賃上げが広がりやを欠き，物価上昇ペースが下振れるリスクには重大な関心を払う。
- ・金融市場の動揺が（筆者注：日本の）実体経済やインフレ予想に影響を与えて，2%の物価目標の達成を後ずれさせる可能性がある。現実には，それを示唆する指標もある。
- ・原油は，OPECとロシアの協議が成立し，何らかの生産調整が出てくる可能性がある。

ここでは，国際資本市場におけるリスクの高まりが日本経済や金融市場に波及した場合，日銀の最大目標である2%の物価安定目標達成に暗雲が広がる可能性に懸念を示している。さらに，原油価格下落が物価上昇を下押し懸念についても言及している。

1-2. 国内経済情勢についての認識

それでは，厳しい国際資本市場のもとで国内経済はどのような状況であったのか。それについて日本銀行（2016a）では以下のように指摘している。

- ・景気は前向きな循環メカニズムのもと，緩やかな回復を続けている。
- ・新興国経済の減速の影響がみられるものの緩やかな回復を続けている。経済成長率は，15，16年度ともに潜在成長率を上回る成長を続け，17年度は消費税引き上げの影響から潜在成長率を幾分下回るプラス成長を想定している。
- ・新車投入効果の一巡や新型スマホ販売の下振れから，4-6月期は生産増加ペースが落ちる。

ここでは，国内は景気回復が続いており，2015年と2016年は潜在成長率を上回る成長となるが，ただ2017年4月に予定されている消費増税が同年度の成長率を押し下げる可能性がある，との懸念を示している。また，景気刺激策の一環として過去に行われていた「エコカー減税」などの終了もあり，これまで駆け込み的に伸びていた自動車販売が今後は伸びなくなることや，新型スマートフォンの登場で一時的に活気付いた小型家電市場でもひと段落が予想されることから，一時的に景気回復に遅れが生じる可能性を指摘している。

なお，国内経済について，黒田総裁は2016年2月3日に開催された「きさらぎ会」における講演で，次のように述べた³⁾。

- ・国内経済部門：「収益は，実体経済の改善に加え，原油安や為替円安も手伝って明確な改善を続けており，過去最高の水準となっている」
- ・家計労働部門：「労働需給の引き締めが続いています。（筆者中略）失業率も低下しており，求人と求職のミスマッチによる失業だけが残るといって「完全雇用」の状態にあると言ってよい」

ただし，日銀が最も重視する物価については，以下のように悲観的な指摘をしている。

3) 黒田東彦（2016）1頁。

1-3. 物価について

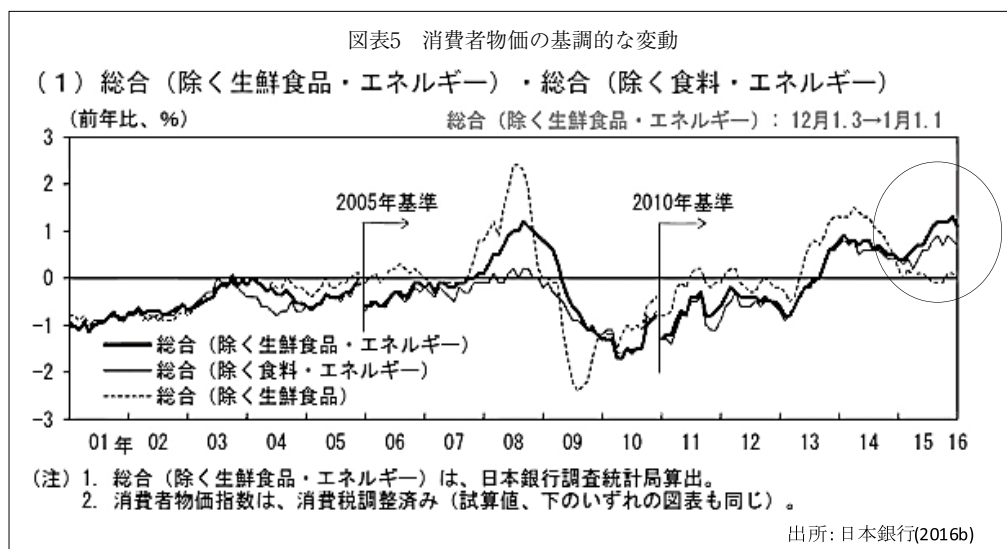
日本銀行（2016a）では、国内の物価について以下のような認識を示している。

- ・物価の基調は、これまでのところ着実に高まっている。
- ・現在の低インフレは、デフレ的な企業の価格設定行動を反映したものではない。
- ・需給ギャップ・予想物価上昇率は物価の押し上げに作用しており、先行きの物価上昇は高まっていくが、2%達成は原油価格等の下落から17年度以降（前半ごろ）にずれ込む。
- ・先行きの値上げ計画は少なく、（筆者注：2016年）4～6月は消費者物価前年比が下振れる。

ここでは、物価上昇率の伸び悩みに言及されている。しかも、2016年の第2四半期にいたっては物価上昇率の下振れを想定している。のちに具体的に示すが、日本銀行は物価上昇率の改善について、QQE導入直前の-0.5%から2014年4月に+1.5%に改善したとしていた⁴⁾（図表5）。そして2016年1月にも1.3%のインフレ率が維持できたことも発表していた⁵⁾。しかし、2016年以降については再び下方圧力が高まっていることを示唆するようになっている。日本銀行の最大目的が物価の安定であることから考えると問題がある。

これについて、黒田総裁は、先述のしらさぎ会講演において「ただし、この夏（筆者注：2015年夏）以降の原油価格の大幅下落などが生じた結果、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は次第に低下し、このところ0%程度で推移している」と述べており、物価の伸び悩みは原油価格下落による影響が大きく影響していることを強調している。

ここで、あらためて2016年2月時点における黒田総裁の物価に関する考え方を確認してみたい。以下は、前出のしらさぎ会講演における黒田総裁の発言をまとめたものである⁶⁾。



4) 後の2016年1月に1.1%へと下方修正された。

5) ただし、2016年1月は1.1%へと、1.5%から下方修正した。

6) 黒田東彦（2016）24頁。

- ・その時々物価情勢を評価するには、一時的に大きく変動する要因の影響を取り除いて物価の基調的な動きを的確に見極めていく必要がある。
- ・原油価格の変動が大きい状況下ではエネルギーを除いた消費者物価を見ることも必要。
- ・物価の基調は着実に改善してきている。
 - 生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価の前年比は（筆者中略）、直近では+1.3%。
 - 需給ギャップと中長期的な予想物価上昇率が、いずれも改善してきている。
- ・中長期的な予想物価上昇率は（筆者中略）原油価格下落の影響などもあって、このところ弱含んでいる点は、やや気掛かり。
- ・CPI上昇率は、総合指数でみると再び下落傾向である。

1-4. 日本銀行の理論的支柱（= リフレ理論）と黒田発言の矛盾

日本銀行（2016a）で述べられている内容およびきさらぎ会における黒田発言については、強く疑問を持たざるを得ない部分がある。というのも、確かに同時期、国内外の株式市場では大幅な下落が生じ、原油価格も長期にわたり低迷していた。しかし、このようなことが物価安定目標達成の足枷になるという理屈は、黒田総裁が総裁就任以降抱ってきた理論とは矛盾するのではないだろうか。

周知のとおり、QQEは、いわゆる“リフレ理論”に支えられた金融緩和策である。黒田日銀とリフレ理論のもとでは、大規模な長期資産買入れにより名目長期金利を引き下げ、またこれを日本銀行の物価安定目標達成に向けた強力なコミットメントもので行うことによって予想インフレ率が高まり、結果として実質長期金利（= 名目長期金利 - 予想インフレ率）が低下すると想定する。そして、実質長期金利が低下することは物価を押し上げることにつながり、くわえて民間の資金需要も喚起する。このような状況が継続することで雇用情勢の改善や賃金上昇も生じるためデフレ脱却（= 2%の物価安定目標達成）が実現する、と想定する。したがって、原油価格の下落や消費税の引き上げの影響などは、リフレ理論では考慮されない“ノイズ”であるはずである。であれば、ノイズの影響により目標の達成が危ぶまれるという旨の発言は、説得力に欠ける。

さらに言えば、最近では黒田総裁自身も、円安の進展や資金調達コストの低下で積み上がった企業収益をベースアップ（企業の賃上げ）につなげるよう促す発言をするようになってきている。しかし、ベースアップについては、例えば伊豆（2016）でも以下のように指摘されているように、日銀総裁や総理大臣が依頼するものではなく企業が自発的に行うはずなのではないだろうか⁷⁾。

「2%での物価の安定には所得の増加や企業収益の改善が必要であるとの指摘は常識的なものであるが、しかし異次元緩和は、そうした常識を否定することに意味があったはずである。…（筆者中略）…異次元緩和の理論に従えば、デフレやインフレは貨幣的な現象であり、中央銀行の責任であるから、2%の約束によって予想インフレ率が上昇し、そうすればいわば自動的に企業や家計の行動が変化するはずである。」

7) 伊豆（2016）18頁。

伊豆の指摘は的を射たものである。とすれば、やはりベースアップに言及することも理論と矛盾している。そして、より重要なことは、一連の発言は実体経済で生じている現象をもとに発せられた発言であるはずであり、とすると現実として金融市場や実体経済はリフレ理論の想定と整合的に推移して来なかったということである。

このような矛盾は、図らずも2013年以降の日本銀行金融政策が誤りであったことを認めることにもなる。そして、この矛盾を抱えたまま追加的に打ち出したのが“マイナス金利の導入”であり、具体的には新QQEなのである。

2. 「量的・質的金融緩和」の導入

マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策（新QQE）は、当然ながら、QQEの延長線上にある。そこで、2013年4月のQQE導入から新QQE導入に至る経緯について確認する。

2-1. 「量的・質的金融緩和」（QQE 1）⁸⁾

QQE 1が導入されたのは、2013年4月4日である。この日、日本銀行総裁に就任した黒田東彦氏は、就任発表後初めて行われた金融政策決定会合でQQE 1の導入を発表した。

QQE 1の概要としては、前年比2%の物価上昇という「物価安定の目標」を再確認し、これを2年程度の期間を念頭にできるだけ早期に達成するため、「マネタリー・ベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う」⁹⁾ というものであった。QQE 1のポイントとなるのは以下の4点であった¹⁰⁾。

- ① マネタリーベース・コントロールの採用
 - ➡ マネタリー・ベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う¹¹⁾。
- ② 長期国債買入れの拡大と年限長期化
 - ➡ イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する。
- ③ ETF、J-REITの買入れの拡大
 - ➡ ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ④ 「量的・質的金融緩和」の継続
 - ➡ 「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。

8) QQEは改定と微修正が1度ずつある。本章では、必要に応じて時期区分によりQQE 1、2、2'と表記する。

9) 日本銀行（2013a）1頁。

10) 日本銀行（2013a）より引用・編集。

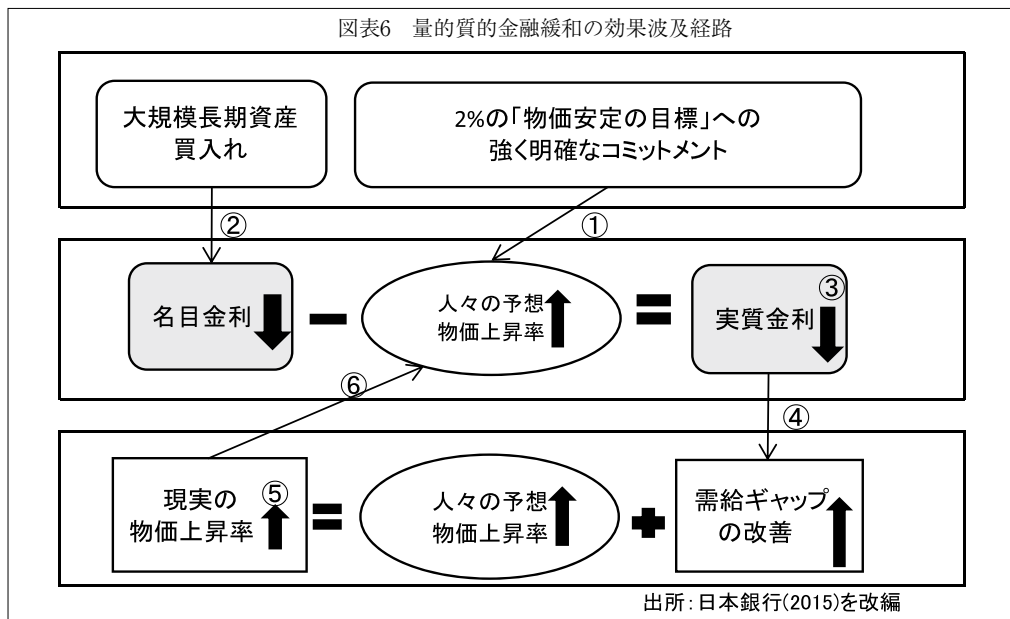
11) この政策を2年間続けると、マネタリー・ベースは開始時の138兆円の約2倍となる。

ここで注目したいのが④である。すなわち、QQE 1は2%の物価安定目標が達成され、かつこの水準が安定的に持続するようになるまで継続すると明確にした。このように目標達成（結果）に強くコミットすることで市場心理に影響を与え、期待インフレ率を高めようとしている。そして、先述のように①から③の量と質の緩和で名目長期金利を下げることも並行して行い、そのように実質長期金利を引き下げることによって消費や需要を喚起して物価安定目標の達成を図ろうという政策であった（図表6）。

QQE 1の波及経路としては、黒田総裁の説明¹²⁾によれば以下のとおりである。

- ①長期国債やETF、J-REITの買入れにより「イールドカーブ全体の金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果」が資金調達コストの低下を通じて、企業などの資金需要を喚起する。
- ②日本銀行が長期国債を大量に買入れる結果として、これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしていったりする、「ポートフォリオ・リバランス効果」が生じる。
- ③「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束し、これを裏打ちする大規模な資産買入れを継続することで「市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果」が生じる。予想物価上昇率が上昇すれば、現実の物価に影響するだけでなく、実質金利の低下を通じて民間需要を刺激することも期待できる。

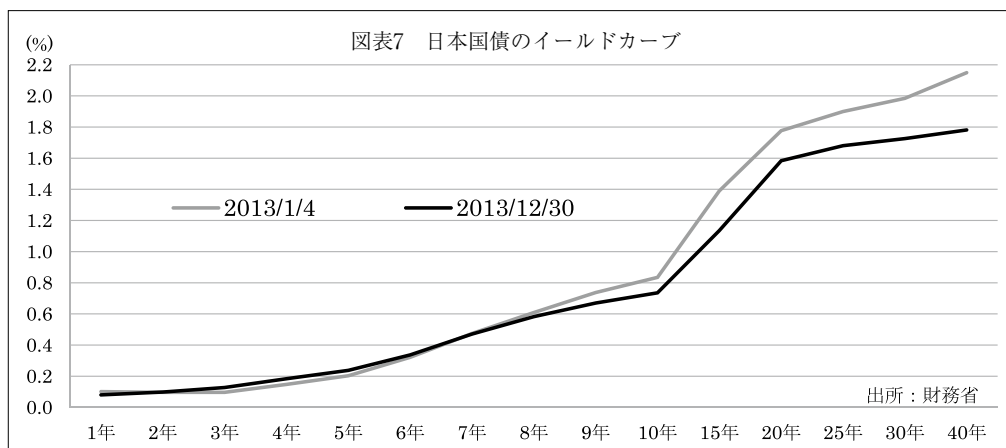
なお、周知のとおりQQE 1は、2013年1月22日に発表された政府と日本銀行による共同声明¹³⁾に掲げられた政府の重要テーマとしても位置付けられ、いわゆるアベノミクスの3本の矢における1本目として重要視された¹⁴⁾ことは周知のとおりである。



12) 黒田 (2013) 3頁。

13) 内閣府・財務省・日本銀行 (2013) を参照。

14) 詳しくは築田 (2013) を参考。



日本銀行は、QQE 1 の導入と同時に各種政策手段を実行した。これもあり、QQE 1 導入直後から金融市場は大きく動いた。すなわち、“黒田バズーカ”と呼ばれることとなった大規模長期資産買入れの結果、イールドカーブは長期ゾーンにおいて確かに低下し（図表7）、市場金利も（下げ幅は狭かったものの）低下した。また、予想物価上昇率を測る指標であるブレイク・イーブン・インフレ率が2012年末の約0.7%から2013年5月には約2%に上昇したことから¹⁵⁾、実質金利も低下していたと考えられる。さらに、大規模緩和の背景で進んだ円安は¹⁶⁾、輸出企業を中心に企業利益の増大に貢献し、これが同時期の賃金上昇率の高まりや失業率低下に反映されたと考えられる。そして、最も重要な物価上昇率についても、2013年央にはプラス圏となった。

ただし、QQE 1 には問題や疑問も強く提起されていた。すなわち、日本銀行ではQQE 1 のもととなる量的緩和を2001年3月から2006年3月まで実施していた。ところが、このときの量的緩和政策が成果をほとんど挙げられなかったことは、今では広く認知された事実である。したがって、マネーを日銀当座預金口座に大量に供給すれば、信用乗数倍だけ貸出を通じて实体经济に流出し、それがインフレ率の上昇と景気の回復につながる、という理論はすでに破綻していたはずなのである。しかし、QQE 1 もまた、供給するマネーの量と買入する資産の質は違えども、理論的にはすでに失敗した量的緩和政策と同様のものではあったため、効果については懐疑的な見方をされるケースも多かった。

さらに、先述のように円安と株高が实体经济を一定程度刺激したものの、一方で企業の設備投資や個人消費に向けた銀行貸出は想定していたほど増加しなかった。そのため、QQE 1 は一時的な資産インフレの膨張を招いているだけであって意図した効果は現実とならず、逆に副作用の方が深刻なものとして表出してくるのでは、との批判も多かった。

15) 財務省（2016）

16) 実際には、第2次安倍政権の誕生が予見され、大規模な金融緩和と財政出動が宣言されていた頃から、円安・株高傾向は始まっていた。

なお、QQE 1 導入後の2014年2月、以前から行われていた「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、規模の2倍増と期間の1年延長が発表された。また、被災地金融支援の仕組みの延長も発表された。これらは、2014年4月に予定されている消費増税への事前的支援措置として導入されたほか、新興・資源国経済の減速や、ヨーロッパで深刻化する債務問題などへの懸念も反映されたものであったと考えられる。

2-2. 「量的・質的金融緩和」の拡大（QQE 2）

2014年10月31日、日本銀行は「量的・質的金融緩和の拡大」を決定した（QQE 2）。この背景には、2014年4月から消費税が引き上げられたことにより需要面で弱めの動きが観測されること、そして原油価格の下落が物価を下押ししていること、これらによりデフレマインドの転換が遅延することを防ぎ期待形成のモメンタムを維持することが重要であること、などが指摘された¹⁷⁾。QQE 2は、具体的には以下のとおりである¹⁸⁾。

① マネタリー・ベース増加額の拡大

➡ マネタリー・ベースが、年間約80兆円（約10～20兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

② 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化

➡ 長期国債について、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を7年～10年程度に延長する。

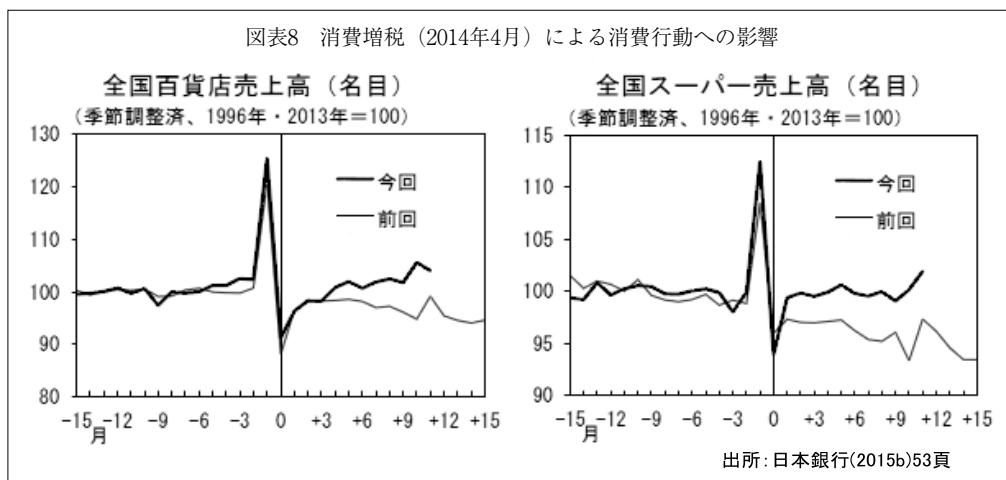
➡ ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える。

QQE 2では、マネタリー・ベース増加額の目標を年80兆円に増額し、また長期国債保有残高を80兆円に増額し、そして買入れ長期国債の残存期間を7～10年に延長するとした。さらにETFとJ-REITの保有額を3兆円に3倍増し、新たにJPX日経400連動ETFも購入対象とした。そして、やはり、QQE 2についての公式発表資料である日本銀行（2014a）においても、日銀による結果へのコミットに関する文言が明記された。

拡大にあたり、黒田総裁は記者会見のなかで、再び物価上昇率について言及した。すなわち、例えばアメリカなどは予想物価上昇率がすでに2%程度にアンカーされているが、日本の場合、長らく続いたデフレによりデフレマインドが残存していることから、実際の物価上昇率をみて予想物価上昇率が形成されていく、したがって消費増税や原油価格の下落等によりQQE 1のもとで進んできたデフレマインドの転換が逆戻りする可能性があるため、これへの予防的措置としてQQE 2を行うのである、ということであった。

17) 日本銀行（2014b）より。

18) 日本銀行（2014a）より引用・編集。



ここで、消費増税の影響について簡単にデータで確認してみる（図表8）。消費税が引き上げられたのは、2014年4月からであった。とはいえ、増税は以前からアナウンスされていたこともあり、増税前には駆込み的な消費がみられた。その反動で、増税後には消費が落ち込むことは想定されていたが、2014年4月は金融が緩和された状態にあったため消費はそれほど落ち込まないか、または早期に回復するのではないか、と考えられていた。ところが消費低迷は長期化した。消費の低迷は、物価安定目標の達成にネガティブな要因となる。黒田総裁が記者会見の中で「critical moment」という言葉を用いて説明したのはこのことであり、QQE 2の導入はこのリスクの顕在化を予防することにあつた。

なお、QQE 1導入後の2015年2月、再び「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、規模の大幅増と期間の1年延長、そして制度利用制限の緩和が発表された。これらは、2014年4月に実施した消費増税の影響を緩和するための措置として導入されたほか、前年と同様に新興・資源国経済の減速や、欧州債務問題などへの懸念も反映されたものであつた。

2-3. 「量的・質的金融緩和政策を補完するための措置」導入（QQE 2）

2015年12月21日、日本銀行は「量的・質的金融緩和政策を補完するための措置」（QQE 2）の導入を発表した。これにおいて日本銀行は、企業へのサポートとQQE 2の円滑な遂行のための措置を発表した。QQE 2は、具体的には以下のとおりである¹⁹⁾。

1. 設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート

①新たなETF買入れ枠の設定

➡ETFの買入れについて、現在の年間約3兆円の買入れに加え、新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買入れる。

19) 日本銀行（2015c）より引用・編集。

➡新たな枠によるETF買入は、日本銀行が買入れた銀行保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点から、2016年4月より開始する。

②成長基盤強化支援資金供給の拡充

➡成長基盤強化支援資金供給における適格投融资として、現在の18項目に、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加するとともに、本項目の投融资について、手続きを簡素化する。

③貸出支援基金等の延長

➡「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、受付期間を1年間延長する。

2. 「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置

①日本銀行適格担保の拡充

➡「量的・質的金融緩和」のもとでの長期国債買入に伴って金融機関が保有する適格担保が減少していることを踏まえ、外貨建て証書貸付債権を適格担保とするほか、金融機関の住宅ローン債権を信託等の手法を用いて一括して担保として受け入れることを可能とする制度を導入する。

②長期国債買入の平均残存期間の長期化

➡長期国債のグロスベースでの買入額が増大することが見込まれることから、買入を柔軟かつ円滑に実施するため、平均残存期間を現在の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化する。また、国債の市場流動性を確保する観点から、国債補完供給（SLF）の連続利用日数に関する要件を緩和する。いずれも2016年1月から実施する。

③J-REITの買入限度額の引き上げ

➡現在、J-REITについては、銘柄別の買入限度額を当該銘柄の発行済投資口の総数の「5%以内」としているが、市場における発行残高との対比でみた日本銀行の保有残高が増加していることから、これを「10%以内」に引き上げる。

QQE 2'では、企業部門へのサポートとして、政府や日本銀行の方針に沿った経営を進めている企業へのサポートの仕組みと、現在は中止している金融機関から取得した株式の売却再開の期間延長、また当時4件あった貸出支援基金等の受付延長を決めた。そしてより重要なことは、QQEを推し進めるための措置としてオペにおける適格担保の幅を広げること、QQE 2'のもとで買い入れる長期国債の平残期間を延長すること、国債補完供給制度の下で品借りした銘柄の利用条件を延長すること、J-REITの買入限度額の比率を拡大することも実施された。これらの措置を導入した背景には、当日の決定会合議事録からは、国債、J-REITといった買入可能資産の枯渇についての懸念が出たことが明らかとなっている。日本銀行は否定しているが、いわゆるQQEの限界が認識されつつあったということであろう。

さらに懸念事項としては、先述のとおりQQE 2'の発表2日前にアメリカでFFレートが

引き上げられたことで日本でも金融市場が大きく混乱していたこと、日本銀行にもこれへの対応が求められる可能性が出てきていたこと、などもあった。ところが、QQE 2'の発表は金融市場の不安を払拭するに至らず、株価はあっさり下落し円高もさらに進むこととなった。この時点までには、黒田総裁および日本銀行は、既存のQQEの枠組み金融市場の不安定化と物価安定目標を達成することが困難であることが認識されていた可能性は高い。こうして、翌月の2016年1月のマイナス金利政策導入へと、日本銀行は“追いやられた”のである。

3. 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」(新QEE)の導入

2016年1月29日、日本銀行の黒田総裁は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策(新QEE)」導入を発表した。導入背景はすでに述べたが、ここでは同政策の概要について確認し、また同政策導入にあたって各政策委員から挙げた意見等について検討していきたい。

3-1. 新QEEの概要

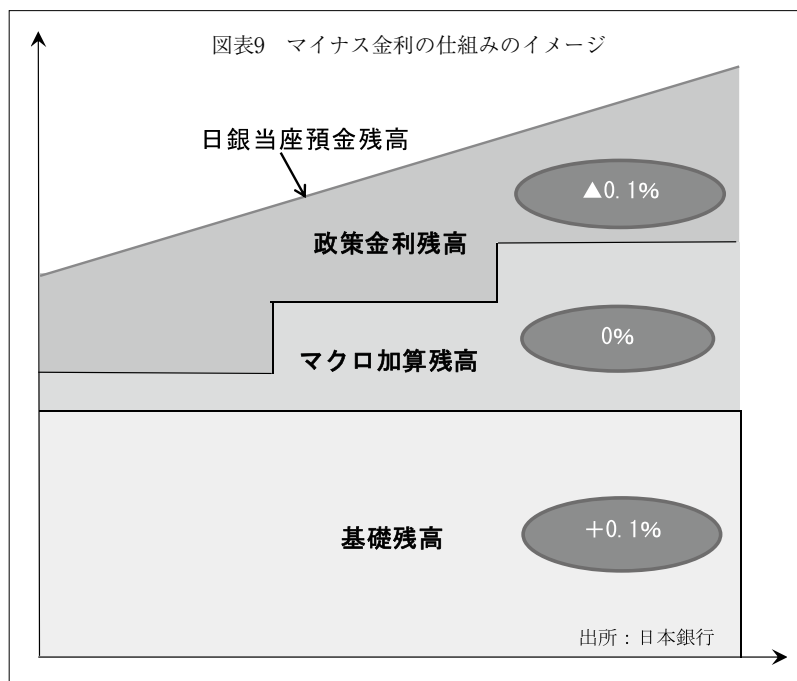
2016年1月28、29日の金融政策決定会合後、日本銀行は“「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入”と題した資料を公表した。これによると、日本銀行は2%の物価安定目標を達成するための手段として同政策を導入し(適用は2016年2月16日)、これまでの「量」と「質」にくわえ「マイナス金利」という金利面での緩和手段を導入することで3次元の金融緩和を行うという。そして、マイナス金利導入によりイールドカーブの起点を引き下げ、また大規模な長期国債買入れも継続して行うことにより金利全般を押し下げ、最終目標である2%の物価安定目標を達成するというのである。

新QEE導入に至る経緯としては、以下の点を挙げている²⁰⁾。

- ・金融市場の不安定な動きにより、企業のコンフィデンス改善や、個人のデフレマインド転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大しており、その顕在化を未然に防ぐことが重要。
- ・2%の「物価安定目標」に向けたモメンタムを維持するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和(以後、新QEE)」を導入することが望ましい。
- ・金融政策の信認を保つためにも、追加的措置を講じて補強するとともに、将来の緩和手段の選択の幅を広げることが適切。
- ・欧州諸国の経験から、効果や実務的な問題に適切に対処する知識が集約されている。

なお、先に述べるならば、日本銀行(2016c)では「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入するにあたり日銀当座預金に-0.1%の金利を適用するとしているが、同時に、今後必要な場合にはさらに金利を引き下げる用意があるとしている。この点は、これまでも目標達成に明確なコミットを繰り返してきたことと同様の意図をもって述べたものであろう。

20) 日本銀行(2016a)



それでは、以下から新QQEの仕組み、とくにマイナス金利の仕組みについて日本銀行(2016d)より具体的にみていく。マイナス金利が適用されるのは、市中銀行が日本銀行に保有する日本銀行当座預金にたいしてである。ただし日本銀行当座預金残高全てにマイナス金利を適用するのではなく、全体を基礎残高、マクロ加算残高、政策金利残高、という3段階の階層構造に分割し(図表9)、各階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利が適用となる。日本銀行の説明によれば、同政策はヨーロッパ(スイスなど)で採用されている階層構造方式としている。

具体的には以下のとおりである。

<マイナス金利の区分(3段階の階層構造)>

①基礎残高(+0.1%)

「量的・質的金融緩和」のもとで各金融機関が積み上げた既往の残高については、従来の扱いを維持。

②マクロ加算残高(0%)

所要準備額+貸出支援基金+被災地金融機関支援オペに相当する残高はゼロ金利となる。ただし、マクロ加算残高は日銀が一定の計算で適宜加算する。

③政策金利残高(-0.1%を適用)

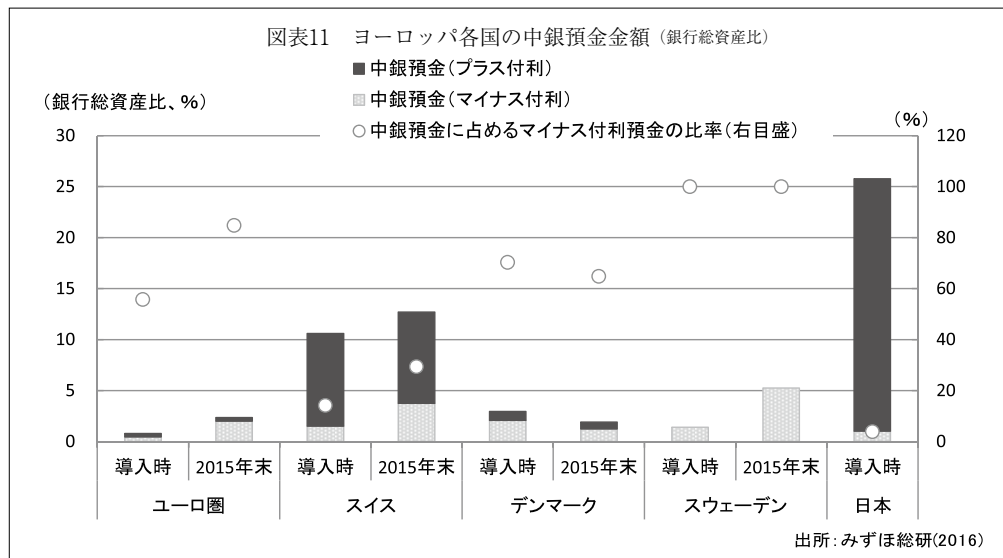
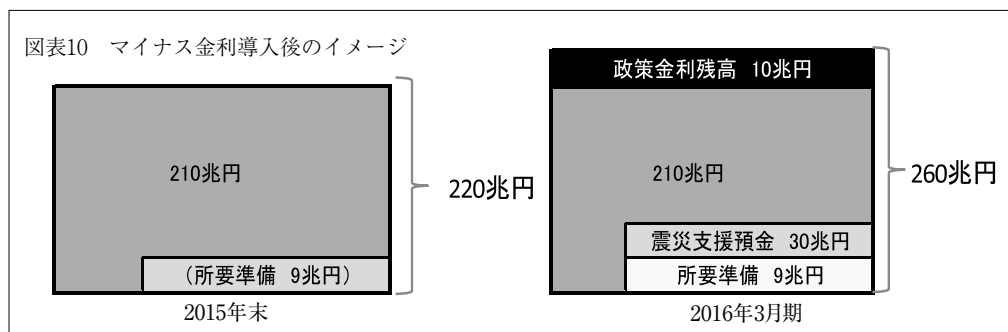
各金融機関の当座預金残高のうち、①と②を上回る部分に、-0.1%のマイナス金利を適用する。

この仕組みでは、今後日本銀行当座預金を積み上げた場合、それは政策金利残高としてマイナス金利が適用される。そのため、銀行は貸し出しなどを通じて資金を市中に貸し出すと考えられる。一方で、貸し出さないまでも(マイナス金利適用を避け)現金保有額を大き

く増加させることも考える。その場合は、「金融機関の現金保有によってマイナス金利の効果が減殺されることを防止する観点から、金融機関の現金保有額が基準期間から大きく増加した場合には、その増加額をマクロ加算残高から、それを上回る場合には基礎残高から控除する」²¹⁾としている。

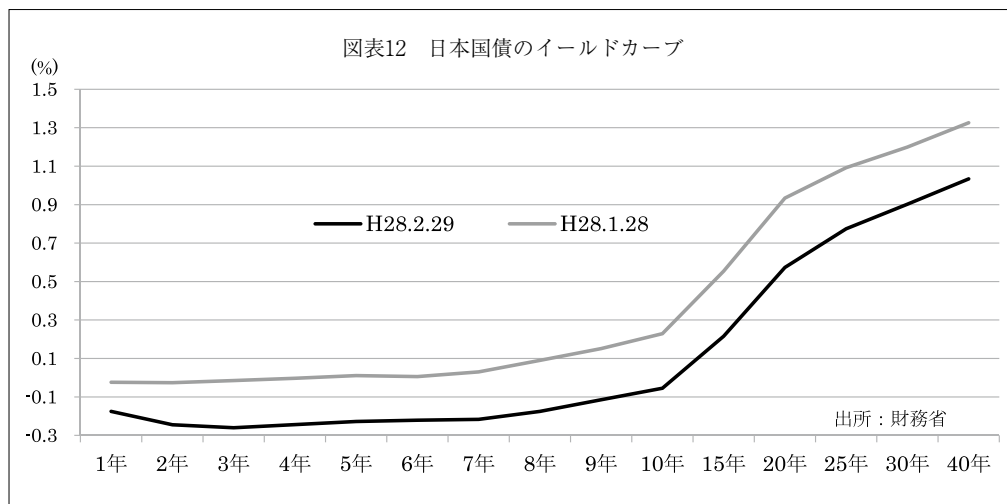
ところで、新QQE導入に際し日本銀行はQ&Aを公表している。そこではマイナス金利を導入しても大規模な長期国債買入れは継続すること、マイナス金利導入が金融機関収益を悪化させる可能性があること（ただし3層構造がそれを緩和すること）、マイナス金利が適用される政策金利残高は当初10兆円程度であること、などがコメントされている（図表10）。

当然だが、日本銀行に当座預金を開設しているのは銀行であることから、マイナス金利の適用が始まった後の銀行収益は懸念材料である。これについて、みずほ総合研究所（2016）によれば、10兆円というマイナス金利適用額は銀行総資産比の1%程度であり、ヨーロッパですでにマイナス金利を導入している国では1.2%～5.2%となることと比較すれば低いことが示されている（図表11）。ただし、導入後に銀行がどのように行動するかは不明である。



21) 日本銀行（2016d）別紙より。

なお、現時点では新QQEが導入されて間もないこともあり、物価安定にどのような効果があったのか、また銀行は貸出額を増加させたのか、為替や株価は（中長期的に）どのように動いたのか、などといったことについて検討が可能とは言えない。ただし、日本銀行が意図していたように新QQE導入後はイールドカーブも低下し（図表12）、住宅ローンなどの市場金利も低下している。このことが、物価安定目標の達成につながるかどうかは今後に明らかになるだろう。



3-2. 金融政策決定会合における新QQE導入への批判的意見

新QQEの導入は、金融政策決定会合の場で提案され、それを受けて議論された結果賛成多数で決定された。このとき、新QQEの導入や設計にあたっては、同会合ではどのような議論があったのだろうか。この点について日本銀行（2016a）より、とくに同政策導入に否定的な意見を中心に確認していくと、代表的なものは以下である。

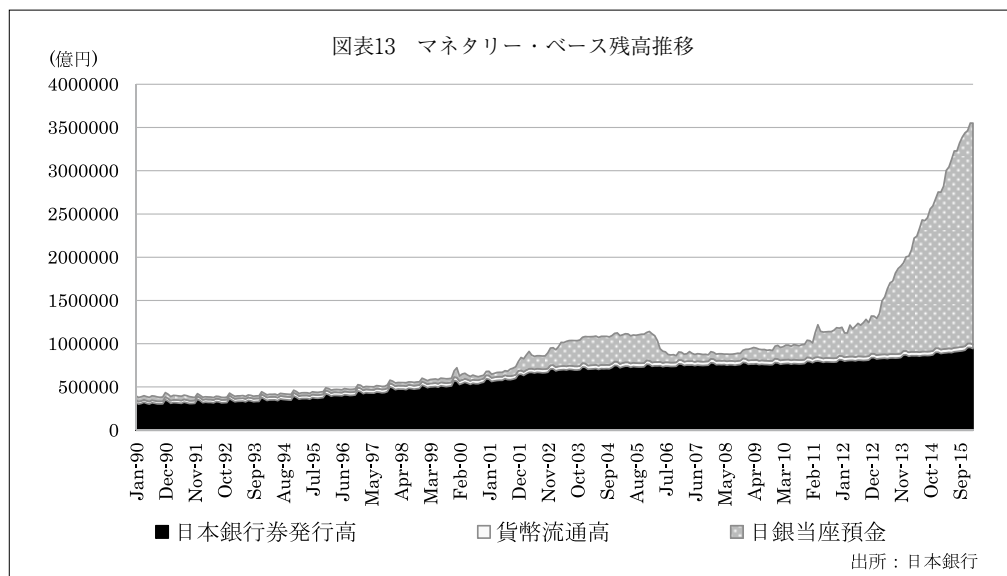
- ・マイナス金利導入が市場にかえって政策の限界を印象付けてしまうことを懸念する。
- ・補完措置導入直後のマイナス金利導入は、資産買い入れの限界と受け止められるほか、複雑な仕組みにはリスクがあり緩和効果を減衰させるおそれがある。
- ・大量国債買い入れによるポートフォリオ・リバランスは、国債と当座預金の交換にとどまる可能性が大きい。「国債の」イールドカーブをさらに引き下げても、民間の調達金利の低下余地は限られ、設備投資の増加も期待しがたい。
- ・マイナス金利導入は、金融機関の国債売却意欲を低下させ、国債買い入れ策の安定性を損ねる、金融機関の収益性をさらに悪化させ金融システムの潜在的な不安定性を高める等の問題があるため、現時点では温存すべき。
- ・マイナス金利はテーパリングと合わせて実行する政策で、マネタリー・ベース増加目標維持とマイナス金利導入は理論的に整合性に欠ける。また、副作用も大きく効果と副作用のバランスを欠く。
- ・今後一段のマイナス金利催促相場に陥る恐れがあり、金融機関や預金者の混乱と不安を高める。

・他国中銀とのマイナス金利競争に陥ることを懸念する。また、中長期国債利回りのマイナス化で日銀のみが最終的な買い手となり、市場から財政ファイナンスとみられるおそれがある。

同政策は、最終的には採決の結果5対4の賛成多数で可決されたが、賛成は黒田総裁・岩田規久男副総裁・中曽宏副総裁・原田泰委員・布野幸利委員の5名、反対は白井さゆり委員・石田浩二委員・木内登英委員・佐藤健裕委員の4名であった。反対した4名すべてが白川方明前日銀総裁に任命された委員であったことはすでに知られていることである。

これらの批判的意見は結果として否決されたのであるが、それぞれ興味深いものである。このうち、いくつかはQQEが限界を迎えていると市場に認識される可能性を指摘している。たしかに、2013年4月の黒田日銀誕生以降は長期国債を中心とする長期資産を大量に買入れてきたこともあり、マネタリー・ベースは著しく拡大した(図表13)。そして結果にもコミットしてきた。しかし物価安定目標は未達の状況であり、今後の達成時期についても懐疑的な見方が広まりつつある。そのようななかでマイナス金利を導入することは、“量的緩和”にはデフレ脱却に向けた効果がなかったことを印象付けてしまう可能性がある。これは、リフレ理論を支柱に金融政策を行ってきた日本銀行(少なくとも黒田総裁、岩田副総裁、原田委員などリフレ理論の代表的な提唱者)としてはどうしても避けたいことであろう。

また、同様に日本銀行のバランスシートは大きく膨らんだ(図表14)。そして日銀の国債保有額が340兆円、そのうち長期国債保有額が2016年2月20日時点で300兆円程度となっている。財務省によれば2016年2月末の国債発行残高が約900兆円²²⁾であったことを考えると(図表15)、国債発行残高の約37%を、うち長期国債発行残高の日本銀行が保有してい



22) 財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/gbb/2712.html>

ることになる。ここでは、日本銀行のバランスシートの健全性に関する問題にくわえ、日本銀行による財政ファイナンスの可能性という問題もある。

図表14 日本銀行のバランスシート（2016年2月10日時点）

単位：1000円

資産		負債および純資金	
金地金	441,253,409	発行銀行券	94,270,302,357
現金	191,732,465	当座預金	251,963,645,883
国債	340,063,530,385	その他預金	5,929,322,166
（うち長期国債）	(294,906,320,992)	政府預金	38,120,492,210
（うち国庫短期証券）	(45,157,209,392)	雑勘定	833,217,916
コマーシャル・ペーパー等	2,368,669,536	引当金勘定	4,227,931,345
社債	3,216,468,123	資本金	100,000
信託財産株式	1,349,037,354	準備金	3,138,544,407
信託財産指数連動型上場投資信託	7,239,126,431		
信託財産不動産投資信託	284,169,337		
貸付金	36,180,646,000		
外国為替	6,501,596,853		
代理店勘定	18,572,770		
雑勘定	628,753,621		
合計	398,483,556,287	合計	398,483,556,287

出所：日本銀行

図表15 国債および借入金現在高（2016年2月末時点）

単位：億円

区分		金額	
内国債		9,022,005	
内国債	普通国債	7,994,861	
	（うち復興債）	-79,308	
		長期国債（10年以上）	5,645,107
		中期国債（2年から5年）	1,978,956
		短期国債（1年以下）	370,799
	財政投融资特別会計国債		951,188
		長期国債（10年以上）	649,300
		中期国債（2年から5年）	301,888
	交付国債		1,043
	出資・抛出国債		29,141
株式会社日本政策投資銀行危機対応業務国債		13,247	
原子力損害賠償・廃炉等支援機構国債		32,525	
借入金		550,513	
	長期（1年超）	152,209	
	短期（1年以下）	398,304	
政府短期証券		873,386	
合計		10,445,904	

出所：財務省

さらに、たとえバランスシートと財政ファイナンスの問題をクリアできたとしても、現在のペースで日本銀行が国債買入れを行うことが物理的に可能なのかという問題もある。というのも、2016年2月時点の国債発行残高から日銀保有分を引くと、残された国債は560兆円となる。これに約40兆円程度の新規発行分がくわわるとしても、新QQEのもとでは年間80兆円相当額の長期国債買入れが継続されることから年間で差し引き40兆円程度の国債が市場から日銀に移動する。また日本銀行は年限を指定しなければ2016年には120兆円の国債購入を予定している²³⁾ことを考えると、年間約40兆円から80兆円が市場から減ってい

23) https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/rel151218c.pdf

く可能性がある。そう考えると、現在の大規模長期資産買入れスキームが今後も継続すると仮定した場合、7年から14年程度で国債が市場から枯渇する。すなわち大量長期資産購入という量的緩和策が限界を迎える事態が発生する。これは、日本銀行にとっては大きな問題となる。ただし、実際に量的緩和の効果が特に日本では観察されなかったことから、量的緩和の継続性が損なわれたとしても現実的には問題は大きくないだろう。

金融政策決定会合での議論の中で、このような事態に陥ることがないように買入資産枠や買入可能資産の拡大を避け、かわりにマイナス金利を導入して資産買入枠を温存しておいたのだと市場が認識したら、それは政策の限界と印象付けることにもなる。そうなると市場の動揺は避けられず、一段の混乱が生じる可能性もある。金融政策決定会合ではこのような点が議論されたと推測される。

また、批判的意見としては金融機関収益の低下についても言及がなされている。たしかにマイナス金利が導入されれば当座預金残高に0.1%のマイナス金利が適用されるが、先にみたようにこれによる影響は大きくはない可能性もある。問題なのは、市場金利が下がることで利鞘が圧迫され、金融機関の収益低下から経営健全性に問題が生じ、最悪の場合はシステムリスクが再燃しかねないことであろう。

また、金融政策決定会合で議論されたのかは不明であるが、マイナス金利導入により運用難に陥った金融機関が、実体経済において健全な借手に旺盛な資金需要がないことから、リスクの高い顧客への貸出を進める可能性も注意しなければならないだろう。アメリカでサブプライム・ローンが貸し出された背景には、企業の銀行離れを背景に、本来は融資を受けられないようなリスクの高い顧客にまで貸出が行われていったことがあった²⁴⁾。つまりリスクが高いのだからデフォルト率が高くなるのは当然と言えるが、当時のアメリカは住宅バブルが発生していたため、金融機関はデフォルトした場合には担保資産としての住宅を接収して売却すれば元本は回収できた。この仕組みが良いとは言わないが、資産バブルがあったからこそサブプライム・ローンであったとも言える。

翻ってデフレが続いている日本の場合、もし金融機関が貸出先に困って信用力の低い顧客への貸出を増加させた場合にはより多くの貸出が焦げ付き、また担保資産の接収で元本回収をすることもままならない可能性が高い。そのように考えれば、繰り返しになるが金融政策決定会合で上記のことが話し合われたかどうかは不明であるが、金融機関の運用難という状況はそれだけでリスクを喚起しかねないことであり、それゆえ貸出増加を意図するのであれば健全な貸出先が増加するような経済政策を行うのが正しいと考えられよう。ただし、これを行うのは日本銀行ではなく政府ということになるだろう。

以上、マイナス金利導入に際して出た批判的意見について述べ、検討も行った。そのよう

24) 築田 (2011) の第1, 2章を参考にされたい。

ななかでもマイナス金利の仕組みを含む新QQEは導入された。その効果や弊害については今後明らかになると思われるが、すでに導入した国においてはどのような状況となっているのだろうか。これについて、次章よりくわしくみていきたい。

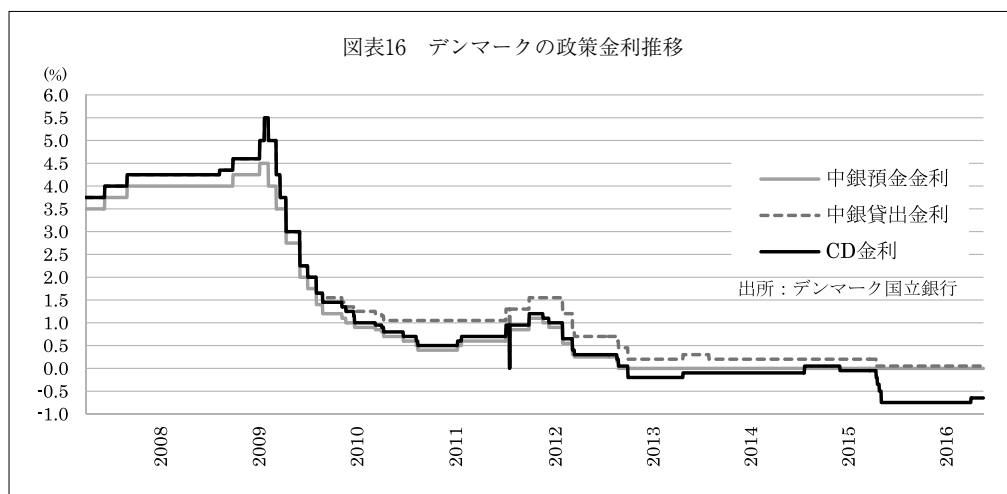
4. マイナス金利を導入しているヨーロッパ諸国・地域の事例

マイナス金利を導入している国は、先に述べた通りヨーロッパには複数存在する。また、当然ながらマイナス金利の仕組みは中央銀行によってさまざまである。そこで、以下では日本に先行してマイナス金利政策を導入したデンマーク、スウェーデン、スイス、ユーロ圏の例をみていく。

4-1. デンマーク

デンマークでは、2012年7月からマイナス金利政策を導入している。デンマークの中央銀行であるデンマーク国立銀行（Denmark National Bank：DNB）は、2012年7月5日に政策金利をマイナスとしたが、これにより政策金利をマイナスとした初めての国となった²⁵⁾。

デンマークの金融政策を端的に述べるならば、金融施策における主要な目標は、物価の安定（Stable Price）、安全決済（Safe Payments）、安定した金融システム（Stable zFinancial System）とされている²⁶⁾。そして、DNBの政策金利は中銀行預金金利（Certificates of Deposit Rate）で、そのほか中銀当座預金金利（Current Account Rate）、中銀貸出金利（Lending Rate）、割引金利（Discount Rate）と重要視されている金利がある²⁷⁾。



25) 2009年にスウェーデンが政策金利ではない預金ファシリティ金利をマイナスとした例があるが、政策金利をマイナスとしたのは主要国ではデンマークが最初である。

26) DNB (http://www.nationalbanken.dk/en/about_danmarks_nationalbank/Pages/Default.aspx)

27) デンマークでは、中銀預金の一定額まではゼロ金利、基準額以上の部分は1週間物中銀行預金金利（CD）に強制的に振り替えられるが、このCD金利が政策金利の中心。

特徴的なのは、主要金利の多くは ECB（ユーロシステム）の金利と連動させていることである。そのため、デンマークの政策金利変更は、ヨーロッパ中央銀行（European Central Bank：ECB）の政策金利変更に応じて行われることが多く、また ECB の政策金利変更により生じた市場（とくに為替）の変化に応じて金利変更が行われるため、必然的に各主要金利は頻繁に変更されることとなる（図表 16）。デンマークが、金融政策を放棄しつつ通貨安定によりインフレ率の安定を得ているという由縁である。

というのも、デンマークは 1999 年 1 月より ERM II に参加しているため、自国通貨であるデンマーク・クローネ（DKK）を、1 ユーロ当たり約 7.46038DKK（± 2.25%）の水準に維持することが求められている。そのため、ユーロとの金利差による為替変動を避ける意味で、DNB は各種金利をユーロシステムの金利に連動させているのである。ちなみに、DNB では、主要国の中央銀行のほとんどが現在採用している“コリドーシステム”は採用していない。また、準備預金制度も措置されてない。

このような仕組みのもとで、2012 年 7 月に ECB が利下げを行った際、DNB も利下げをしたのであるが、このとき政策金利たる CD 金利がマイナスとなった。

① マイナス金利導入の背景

デンマークにおけるマイナス金利導入の背景についてみていく。2012 年央のヨーロッパでは、かねてよりの金融不安にくわえ欧州債務危機と呼ばれる状況も生じており、とくに南欧諸国を中心にリスクが高まっていた²⁸⁾。そのような危機への対応として、ECB や EU は周知のとおりさまざまな策を講じていたが、このように ECB が金融緩和を行うたびに、資本の「質への逃避」が生じた。具体的には、周辺国としては景気が比較的悪くなってはいなかった、スイスやスウェーデン、そしてデンマークの通貨や国債、そして不動産などが買われた。デンマークにおいては、すでにこの時期に、短期国債の利回りがマイナスとなるなどの状況も発生していた。

このような状況下、DKK 高への対策としてデンマークでも為替介入や利下げが行われた。DKK は、対ユーロレートでは十分に誘導水準内ではあったものの、ユーロ圏でネガティブな事案が生じるたびに短期的な DKK 高になるなどしていたためである。とくに、2011 年央からは誘導水準限度に届く懸念が生じる状況であった。こうして 2012 年 7 月 4 日、ECB が利下げを行ったことを受け、DNB は翌 5 日から CD 金利を -0.2% とすると発表した。

なお、DNB は CD 金利を 2013 年 1 月に -0.1%、2014 年 4 月には +0.5% とし、一旦はマイナス金利を中止した。これは、後に述べるようにデンマーク国内でインフレ懸念が高まっていたからであるが、その後 CD 金利は 2014 年 9 月 5 日から再び -0.05% に引き下げられ、

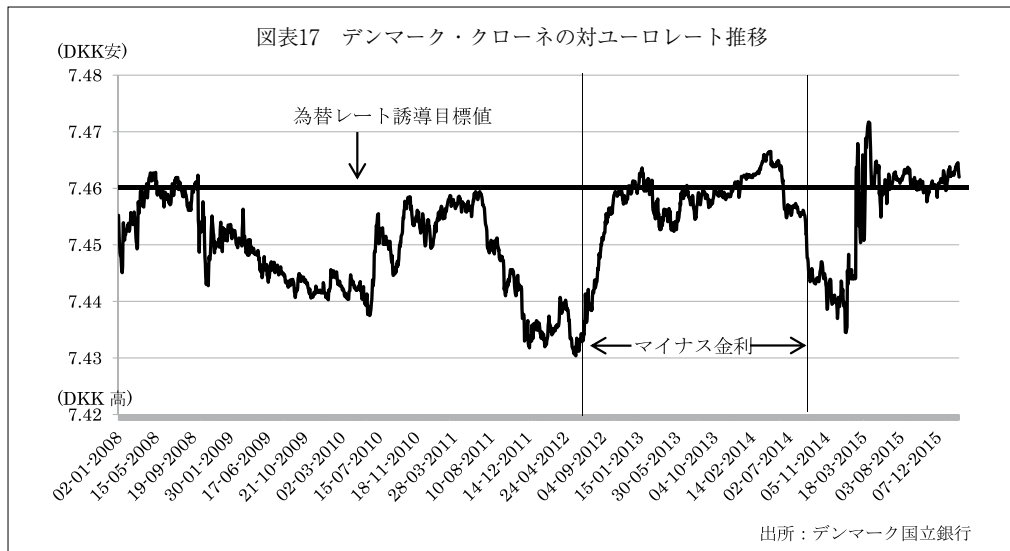
28) さらに、アラブの春やロシアとウクライナ問題もあった。

2015年1月下旬からは毎週のようなペース（1月20、23、30日、2月6日）で利下げが行われ、2月からは-0.75%という水準が続いた。ただし、2016年1月18日には11か月ぶりの利上げが行われて-0.65%となり、現在でも同水準となっている。

② マイナス金利導入後

為替レートとインフレ率

DNBが政策金利をマイナスとしたのは2回であることはすでに述べたが、その後の為替レートとインフレ率はどのように推移したのか²⁹⁾。



まず為替レートであるが、2度のマイナス金利導入ともにDKKの減価には影響があったと考えられる（図表17）。2012年7月のタイミングでは、1DKKは約7.43ユーロであったが、10月には約7.46ユーロとなった。また、2014年9月のタイミングでは、約7.45ユーロから、2015年4月には約7.47ユーロとなった。いずれも、割合としては少ないものの、マイナス金利導入後にはユーロに対してはDKK安となっている。

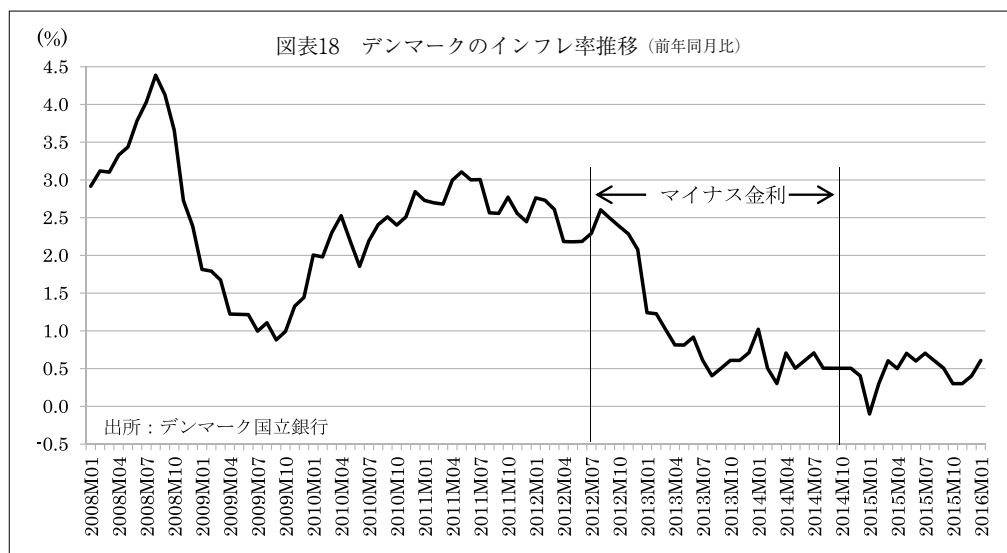
ただし、2度とも実際に為替がDKK安に振れるまでに一定の時間がかかっていることには注意が必要である。とくに、2014年9月のマイナス金利再導入の時期は、DKK高に振れ

29) デンマークでマイナス金利を導入した時期には、同時に他の金融刺激策も並行して行われていた。また、デンマーク国外の中央銀行が行った政策が、国境を越えてデンマークに影響することも現代金融市場では起り得る。したがって、マイナス金利政策導入後の各種指標の推移をみたところ、それがマイナス金利導入によるものなのかどうか区別することは難しい。

しかし、一般的にマイナス金利導入は、いわゆる非伝統的金融政策としての「量的緩和」を多くの中央銀行が繰り返し行っても市場に大きな影響を与えることができなかった状況下で行われたものである。したがって、マイナス金利導入後に何か明確な変化が生じたとしたら、それはマイナス金利導入による一定の影響として捉えることも可能である。このことはデンマークに限ったことではなく、本稿で分析するいずれの国にも当てはまることであろう。

てから安くなっていった（マイナス金利導入後に DKK 最安値を付けたのは導入 4 か月後であった）。もちろん、為替変動がマイナス金利導入だけによるものとは言えないものの、しかし少なからず効果はあったと考えるならば、マイナス金利政策の為替への波及プロセスには一定の期間を要するという事なのかも知れない。

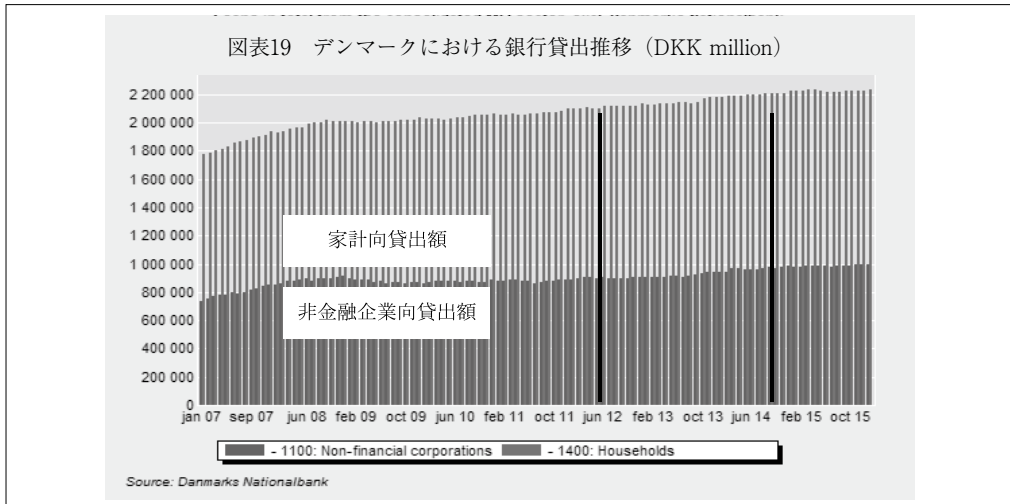
つぎに、インフレ率をみる。図表 18 をみる限りでは、マイナス金利導入後もインフレ率の安定的な上昇はみられない。むしろ、因果関係はともかくとして、マイナス金利導入後のインフレ率は、一定期間をおいた後に 2 度とも下落傾向になっている。とくに 2012 年の時期は、その傾向が著しい。これについては、もちろん原油安の影響もあると考えられる。しかし、2015 年以降の原油価格の下落が本格化した時期には、インフレ率もそれほど変化がないことから、原油安の影響は限定的であったと考えられる。



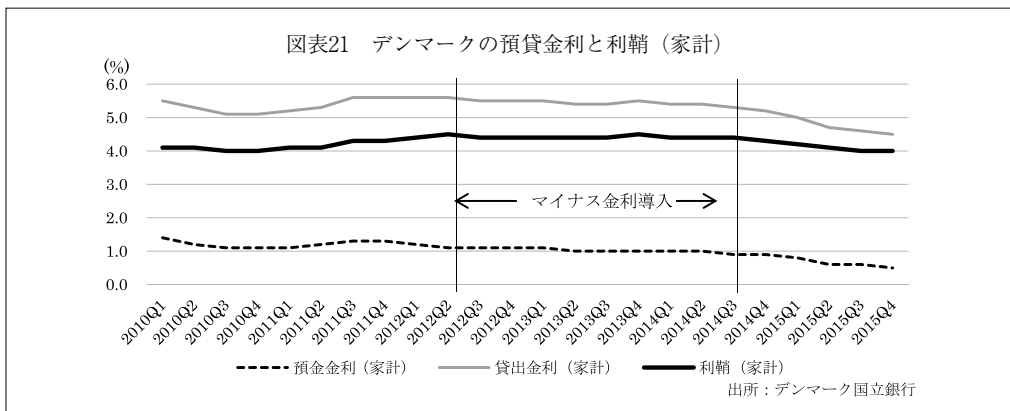
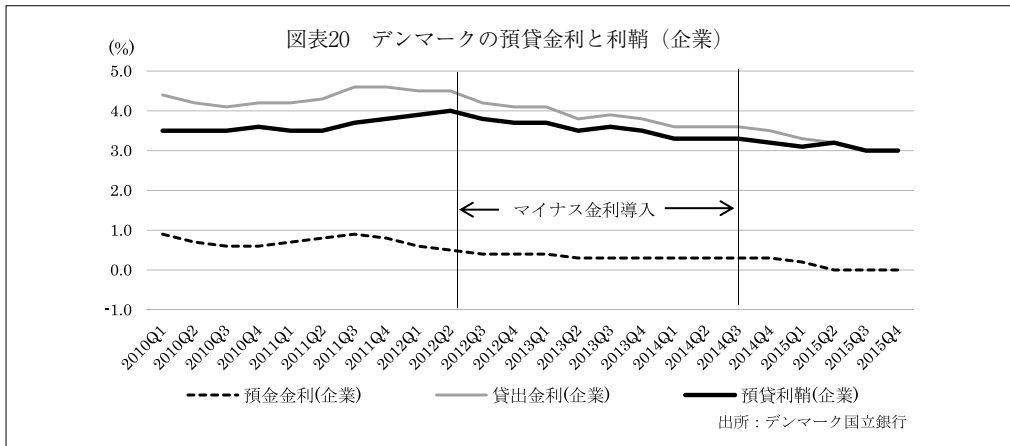
そして、むしろ考えなければならないのは、2012年7月以降のインフレ率急落時は DKK 安が進んでいた時期であり、輸入の多いデンマークでは逆にインフレ率が後に高まるのが自然と考えられる。しかしながら、現実是这样ではない。したがって、他の要因を除けば、マイナス金利導入によるデフレ対策は成功ではなかったということになる。

金融機関行動の変化

つぎに、マイナス金利導入後の金融機関（銀行貸出）の変化について、家計向け貸出と非金融企業向け貸出（企業）に分けてみていきたい。図表 19 はデンマーク国内銀行の国内向け融資額（残高）の推移を示したものである。この表を見る限りでは、家計向け融資額も企業向け融資額も伸びていないことが分かる。デンマークのマイナス金利政策も、金融機関が中銀預金を必要額以上に保有しないように仕向けるための仕組みであるが、これを導入した後にも国内向け融資に資金が回ったということではないようである。



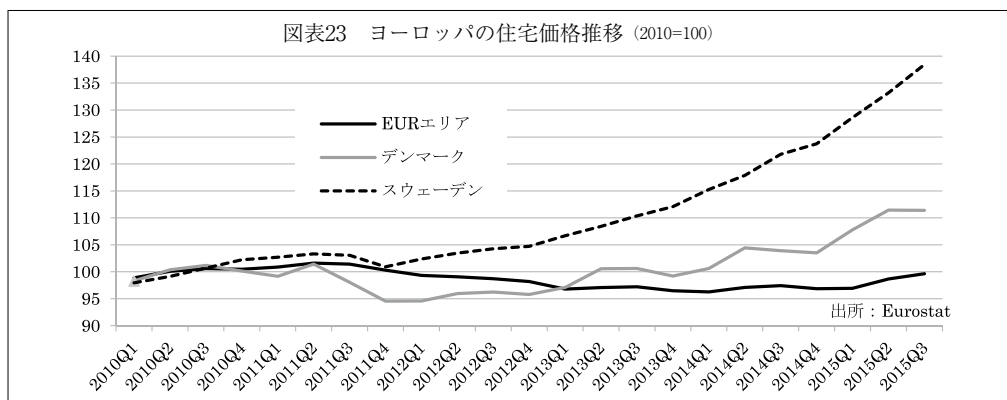
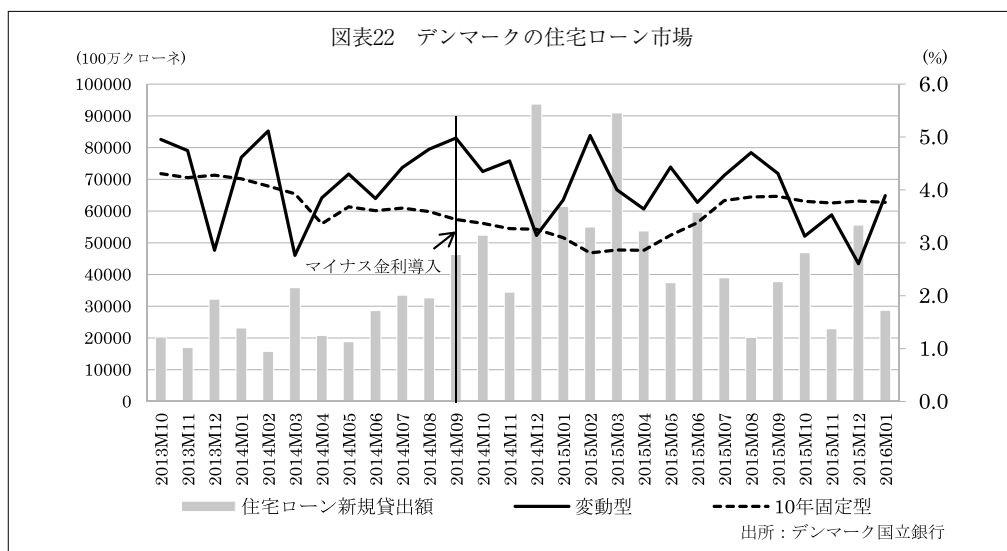
つぎに、銀行の預貸利鞘について確認する（図表 20, 21）。まずは企業との取引利鞘についてである。デンマーク国内の金融機関において、企業との取引における預貸利鞘は圧縮傾向にあるもののまだ幾分かの余地が残されている。預金金利はゼロ近傍であり、貸出金利が3%程度となっていることから利鞘は3%程度となっている。ただし、マイナス金利導入や



量的緩和もあり貸出金利が下落傾向となっているなかで、2015年央からは預金金利がゼロとなり引き下げ余地がなくなっている。したがって、銀行はゼロに等しいコストでの資金調達ができるものの、今後も現在のような強く緩和された金融市場の状況が続けば貸出金利がいつそう低下し、預貸利鞘が一段と圧迫されることとなろう。

つぎに家計との取引利鞘についてみていく。家計との取引利鞘についても余地は残されているものの下落傾向となっており、預金金利も0.5%と引き下げ余地がなくなっていることから利鞘確保という点では厳しい状況にある。とくに、2014年9月のマイナス金利導入以降は明らかに利鞘縮小傾向となっている。

また、デンマークでは住宅市場がバブル化していると言われている。実際、マイナス金利導入後には一時的にはあるものの住宅ローン貸出額も増加し（図表22）、わずかではあるが住宅ローン金利の下落も見られている。また、2010年を100とした指数でみると2015年に入り110を超えている状況にある（図表23）。ユーロ圏が未だ100以下であることから、デンマークの110という指数は比較的高いと考えられる。



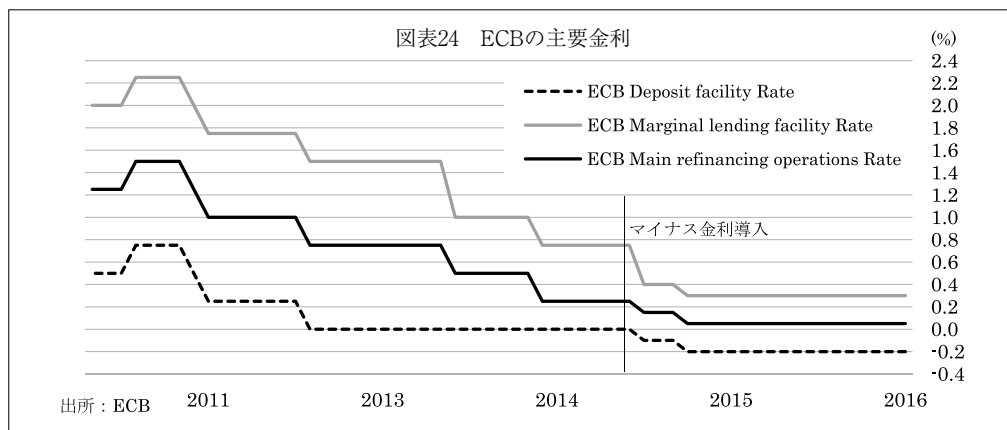
くわえて、この傾向はDNBがマイナス金利を導入した2012年7月を境に顕著となり、また2014年9月の再導入以降に再び顕著となっていることが分かる。この因果関係については、他の要因も含まれると考えられるため、直接結びつけることは慎重に行わねばならないが、一定の関係があった可能性は意識されよう。そして、もしあったとするならば、インフレ率の伸び悩みとの関係についてよりいっそうの検討が必要と言えるかも知れない。

4-2. ユーロ圏

ユーロ圏の中央銀行はヨーロッパ中央銀行（European Central Bank：ECB）である。そしてECBとユーロ導入国の中央銀行で構成される“ユーロシステム”が金融政策の立案および実施を担っており、目標は金融システムと物価の安定とされる。物価は、具体的には消費者物価指数（Harmonized Index of Consumer Index：HICP）が前年比上昇率2%未満の範囲に収まり、またこの状態が中期的に維持されることを目標としており、いわゆるインフレーション・ターゲットが設定されている。

ECBの主要政策金利はメイン・リファイナンス・オペ金利で、これを挟むように、市場金利の上限の目安となる預金ファシリティ金利（Deposit Facility Rate）、同下限の目安となる限界貸付ファシリティ金利（Marginal Lending Facility Rate）の2種類がある（図表24）。つまり、主要政策金利を挟んだ、いわゆるコリドー方式が導入されている。

近年までの状況について概観すると、ユーロ圏においても、2008年以降のリーマン・ショック、2010年以降のギリシャ危機、2011年以降のヨーロッパ債務危機およびユーロ危機、など幾多の金融危機を経験してきた。そして、危機が深刻化するたびにECBは利下げやオペの量的、質的、時間的な拡大を続けてきた。このようななか、ECBは2014年6月5日に政策金利であるメイン・リファイナンス・オペ金利を0.15%とし、また限界貸出金利を0.4%に、預金ファシリティ金利を-0.1%とし、ついにマイナス金利の導入に踏み切った³⁰⁾。



30) 実施は2014年6月11日より。さらに9月の政策理事会でも、各金利を0.1%引き下げマイナス幅も拡大した。

① マイナス金利導入の背景

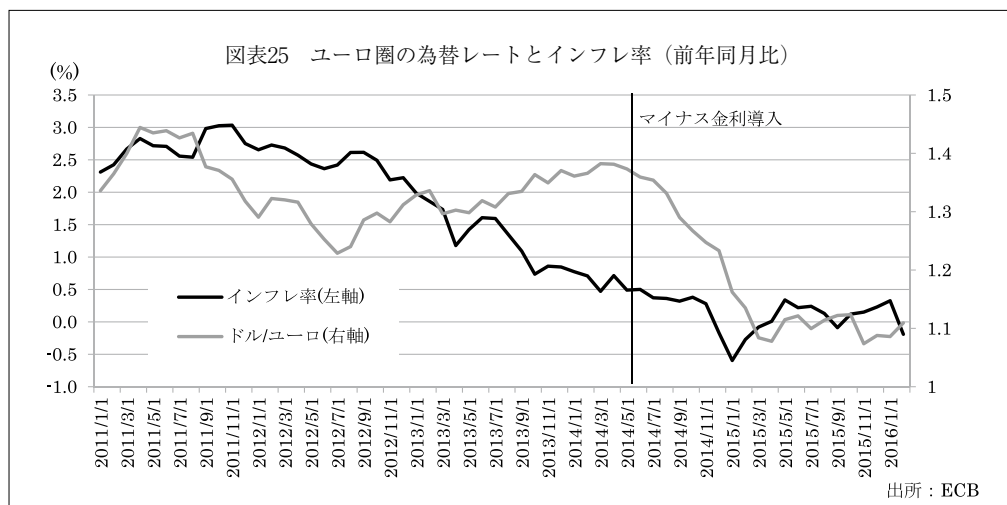
ECB がマイナス金利を導入した背景には、GDP 成長率の低下やデフレ懸念、そして銀行貸出の減少がある。先に述べたように、ECB は 2008 年以降の一連の金融危機下で金融緩和を繰り返し実施してきた。そのような努力もあって、リーマン・ショックほどの大手金融機関の破綻等は起こさず、またヨーロッパ債務危機下ではデフォルトはギリシャだけにとどめ、そしてユーロを離脱する国を出すこともこれまでなかった。ただし、それでも景気の減速を止めることはできず、景気悪化から銀行貸出の減少（資金需要の低下）や消費低迷によるインフレ率の低下も続いてきた。要するに、デフレ状態にある。

この状況に対応するため、ECB は預金ファシリティ金利をマイナスにすることを決定し、また（目的は絞っているものの）長期リファイナンス・オペ（Long-Term Refinancing Operation）を複数回実施することなどを発表した。同政策は、物価安定の名目で行われてはいるものの、資金供給と同時に行われていることなどから長期金利の低下を促しユーロを減価させることを意図していたことは明らかであった。

② マイナス金利導入後

インフレ率と為替レート

こうして導入されたマイナス金利政策であるが、ここから導入前後のインフレ率について具体的にみていく（図表 25）。インフレ率はマイナス金利導入前から下落傾向にあったものの導入後も半年ほど下落が続いた。2014 年末にはマイナスに落ち込んだ時期もあった³¹⁾。



31) もちろん、ここでみたインフレ率はユーロ圏全体のインフレ率であり、実際にはユーロを導入している 19 国それぞれでインフレ率はことなる。したがって、ユーロ導入国すべてにおいて生じている状況というわけではない。とは言え、主要国であるドイツやフランスでさえ 0.1% 前後のインフレ率であり、しかも下落が継続していることからデフレに陥る可能性は十分にあったため、2% のインフレ・ターゲットを掲げる ECB においては強力な政策発動の必要性が生じていたことは確かであろう。

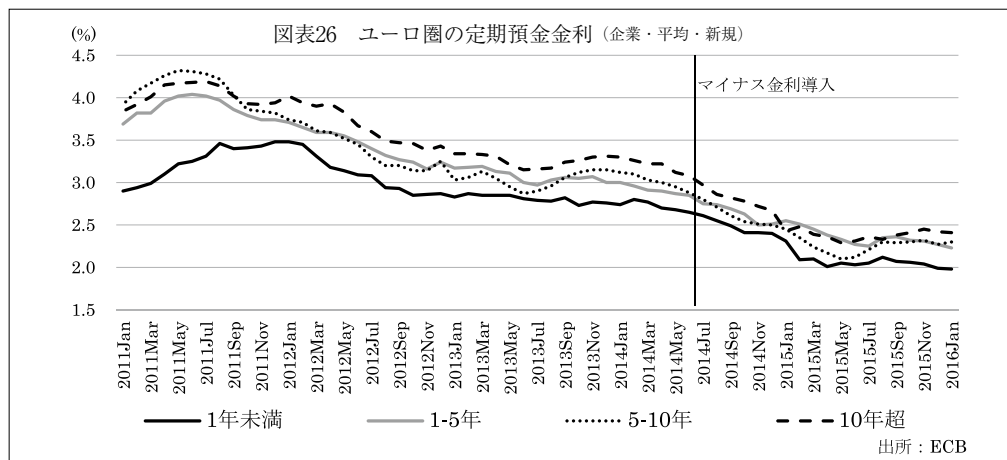
しかし2014年6月のマイナス金利導入後、デフレ対策という点ではユーロ圏もデンマークと同様に効果が表れてはいない。むしろ、インフレ率の低下は2014年末にかけていっそう厳しいものになり、11月から3月にかけてはマイナスとなった。さらに2015年に入っても、中国株式市場が混乱した8～9月を除きプラス圏にはあったものの、2016年に入り再び下落しており、現在も低い状態にある。かろうじて慢性的なデフレ状態にはなっていないものの、前年比2%というインフレ目標にはほど遠い状態にある。

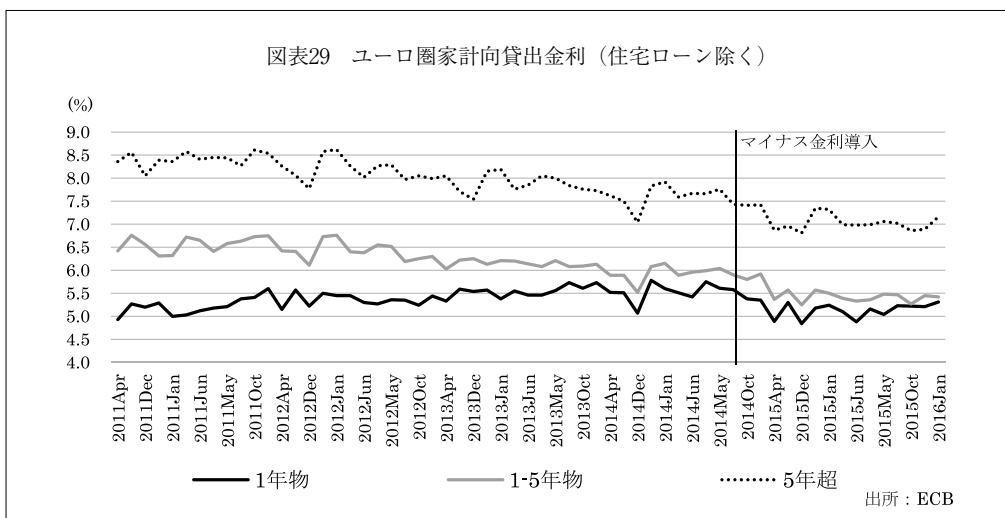
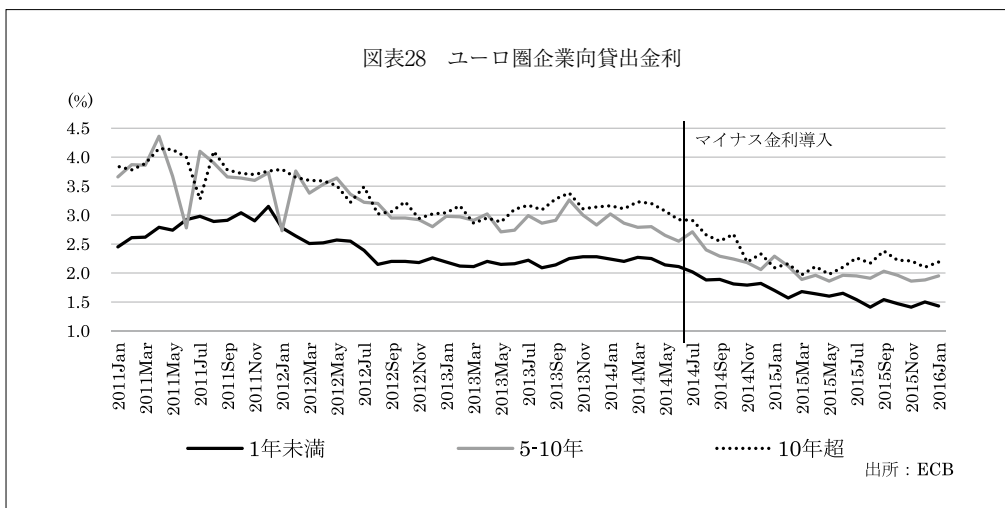
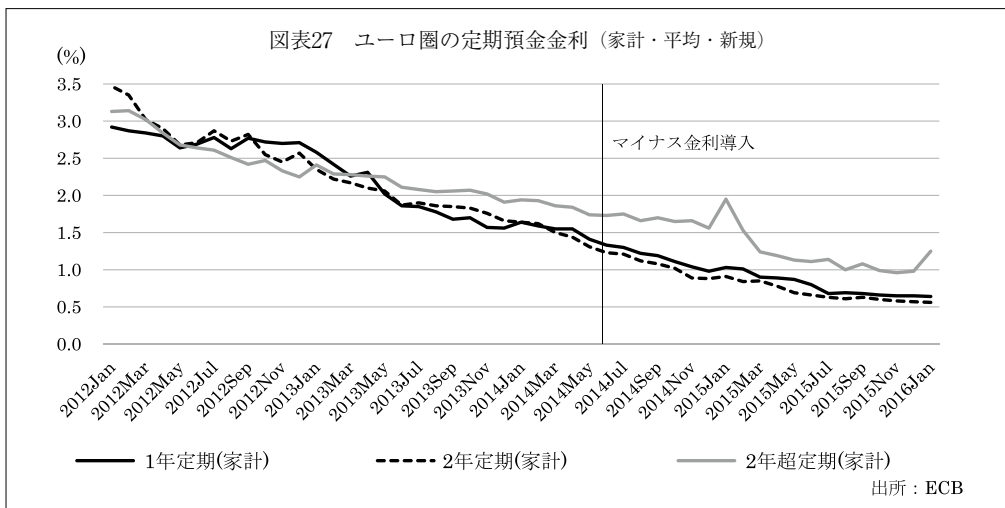
また、ECBがマイナス金利を導入する際には為替レートについての言及はインフレ率ほど強くはなされなかった。これは為替切り下げ競争への国際的圧力もあるが、しかしマイナス金利政策の性質上、ユーロは減価する。図表より確認すると、実際にマイナス金利導入後のユーロは、例えばドルに対しては明確に減価している。ユーロは2012年央からドルに対して強含んできたこともあり、マイナス金利導入が行われた2014年6月時点では1ユーロ14ドル弱であった。しかし、マイナス金利導入後には明らかに下落をはじめ、2015年に入るころには1ユーロ11ドル程度に下落している。2015年以降もユーロの対ドル相場は1ユーロ=1.1ドル前後で横這いではあるものの、ただし2015年12月のFRBの利上げ以降は、予想に反してドルに対しやや強含んでいる。

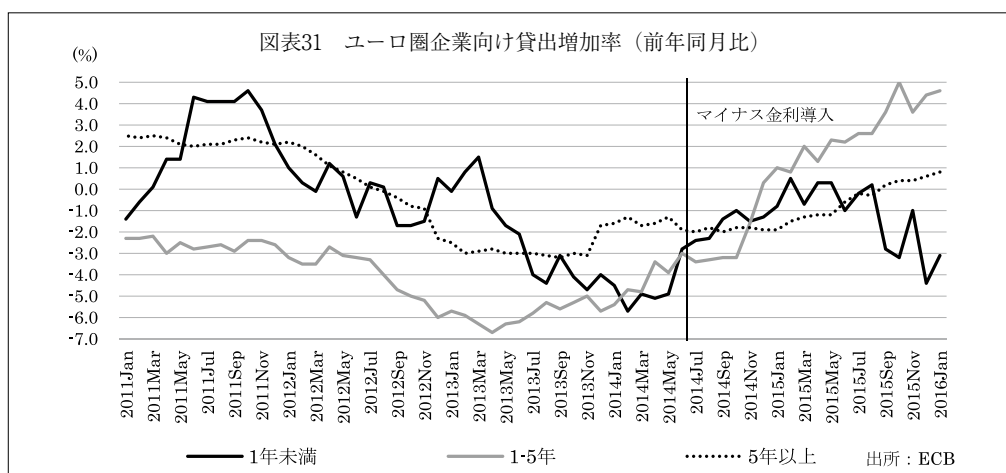
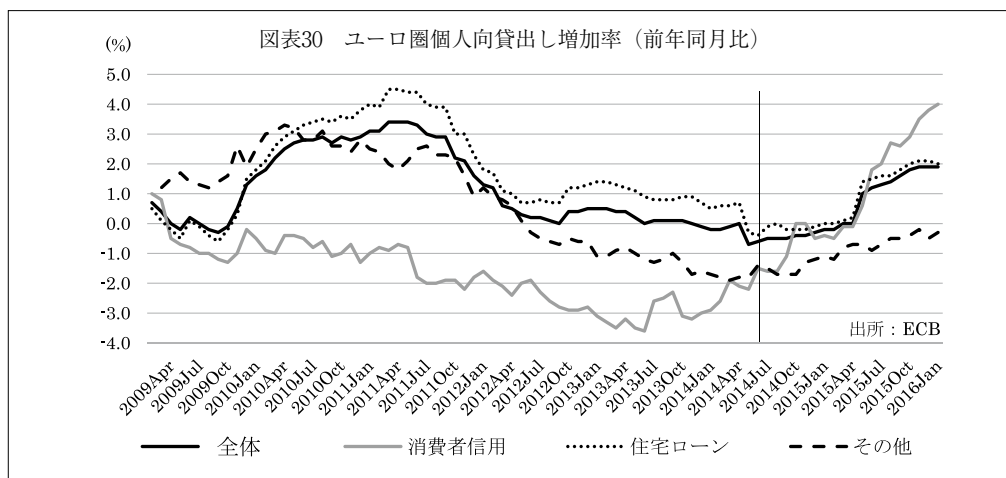
金融機関行動

マイナス金利導入後のユーロ圏の金融機関行動についてみていきたい。まずは、預金金利と貸出金利について確認する。

図表26、27、28、29は、ユーロ圏の企業および家計からの定期預金金利と貸出金利の推移を表したものである。これをみるかぎり、定期預金金利も貸出金利も、マイナス金利導入以前からの低下傾向には大きな変化はないことが分かる。むしろ「マイナス金利としたことが市中の貸出金利をいっそう低下させ、結果として貸出増加につながる」と一般に理解されているマイナス金利政策の波及経路にはインパクトを与えられなかったという可能性も指摘できる。



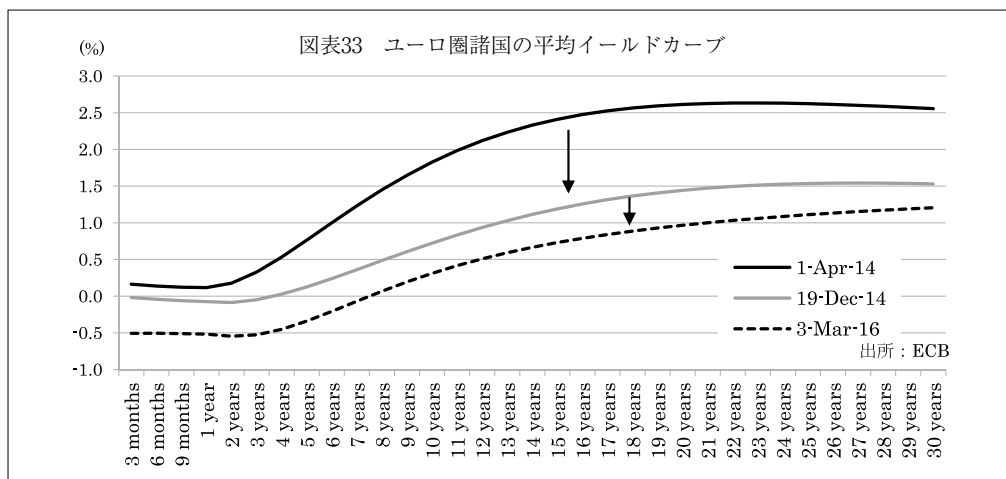
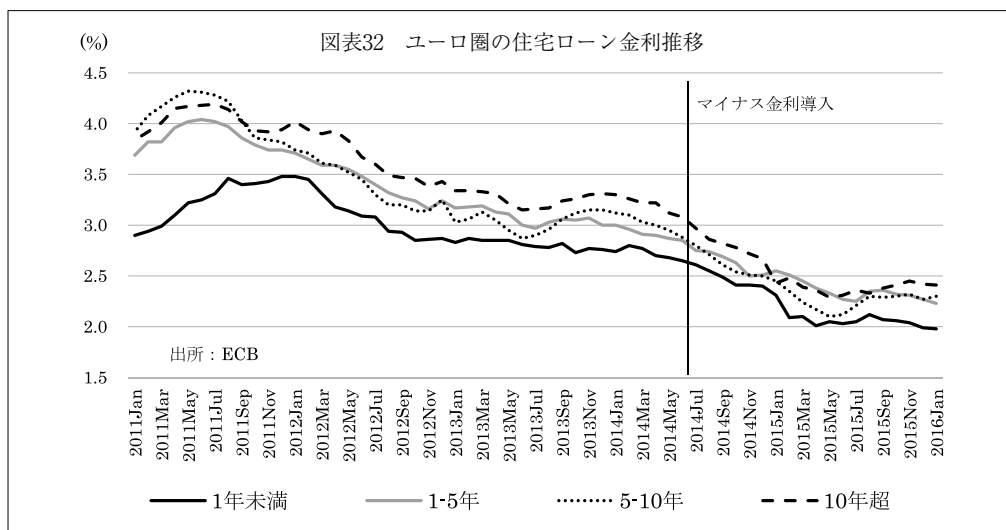




つぎに貸出の推移についてみていくと、個人向け、企業向けともにマイナス金利導入を境に増加率が上昇に転じていることが分かる（図表 30、31）。

それぞれについて詳しくみていくと、まず個人向け貸出は、貸出全体でみていくと 2011 年央から前年比で貸出額は伸びの鈍化が著しくなり、しかも 2014 年に入ってから前年比マイナスが続いていた。しかし、2014 年 6 月の以降は徐々に前年比マイナス率が縮小し、2015 年に入ってから増加に転じている。伸びている項目として目立つのは、消費者信用（Consumer Credit）である（同項目については 2013 年から上昇傾向にはある）。これについては、統計データに詳細な項目の記載がないものの、一般的には耐久消費財の購入や旅行関連支出およびクレジットカード・ローンなどが当てはまるものと考えられる。

また、個人向け貸出としてはリスクもあり金額も大きな住宅ローンが伸びていることは注目に値する。図表をみると、マイナス金利前後はユーロ圏全体でても住宅価格は 2010 年の基準値と比べたら低迷してはいたものの、この住宅ローン貸出の伸びと呼応するように住宅価格も基準年と比べてプラスに推移するようになった。



これは、マイナス金利導入の結果として住宅ローン金利がより低下したことも要因として大きいだろう。住宅ローン金利は全期間変動型で約2%、短期固定型でも2.5%以下と歴史的低水準となっており、個人の住宅取得にプラスの影響を与えていることは想像に難くない。

ただし懸念されることは、金利の下げ止まりがみられることである。住宅ローンは2015年共に2～2.5%となって以降は下がっていない(図表32)。そのため、金利要因での住宅ローン貸出の増加は今後において期待することは難しいことを示している可能性がある。

ところで、住宅購入の経済効果は、単に住宅を購入するだけにとどまらない。住宅市場の活況は建設作業員などの雇用を生み、また資材など多くの消費を誘発する。さらに、住宅を購入する際には家電製品や家具の購入も同時に行うことも一般的で、これも消費を刺激することとなる。また、住宅購入は家族計画と並行して行われることも多く、長期的な消費の誘発要因ともなる。このように、住宅ローンの貸出し増加(=住宅購入増)は経済に大きな刺激を与えることにもつながるため景気浮揚には歓迎されるものなのである。

ただし、これが住宅価格上昇による現象（住宅価格上昇による借入額増）であるとすれば、これは逆に問題となる可能性もある。景気が悪い状況下でも資産インフレ的に住宅価格が上昇し、しかし金利の低下をみた個人が住宅購入に踏み切った場合、十分に所得が伸びていない状況にもかかわらず年収の何倍もの住宅購入を行ったということになるからである。

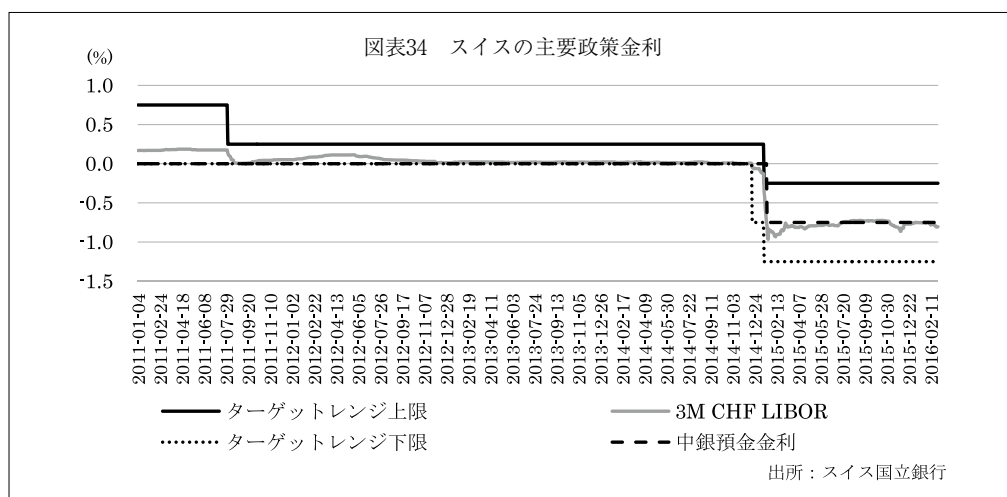
つぎに企業向け貸出についてみていくと、個人向け貸出と同様に企業向け貸出もマイナス金利の導入以降は増加している。全体でみても、導入時は前年比でマイナス2～3%であった貸出額は、導入以降、数か月間のタイムラグを置いて上昇に転じている。そして2015年の後半以降は前年比でプラス圏となっている。

なお、このマイナス金利導入と以前から行われている資産買入れオペにより、イールドカーブは急速に下がっている。2016年3月3日時点では、残存期間7年の国債までがマイナスとなっており、今後も資産買入れやマイナス金利政策が継続されればいっそうの低下が見込まれている。

4-3. スイス

スイスの中央銀行はスイス国立銀行（Swiss National Bank：SNB）である。SNBの政策目標は物価の安定で、従来のにはインフレの抑制である。SNBでは3か月物のスイス・フラン建てLIBOR（3M CHF LIBOR）の金利を誘導目標（政策金利）としており、これを挟む±1%をターゲットレンジとされている。そして、このターゲットレンジの調節が、政策金利調節と同じ意味を持つような仕組みとなっている（図表34）。

スイスでマイナス金利の導入が発表されたのは2014年12月18日であった。この日、3M CHF LIBORのターゲットレンジが-0.75～0.25%に引き下げられ、さらに中銀当座預金の金利も、2015年1月22日から-0.25%とすることが発表された³²⁾。



32) 3M CHF LIBOR 金利と中銀要求預金金利は、その後も金融緩和の過程でさらに引き下げられている。

中銀預金金利のマイナス金利適用について具体的に述べれば、国内銀行には預金残高のうち所要準備の20倍から金融機関保有現金の増加分を控除（減少分を加算）した額、外銀および証券会社など準備預金制度適用外の金融機関にはSNBが設定した額までは通常通りゼロ金利、それ以上の部分にマイナス金利が適用される形となった。いずれにしても、スイスのマイナス金利政策の仕組みも、金融機関の現金保有を抑制する仕組みとなっている。

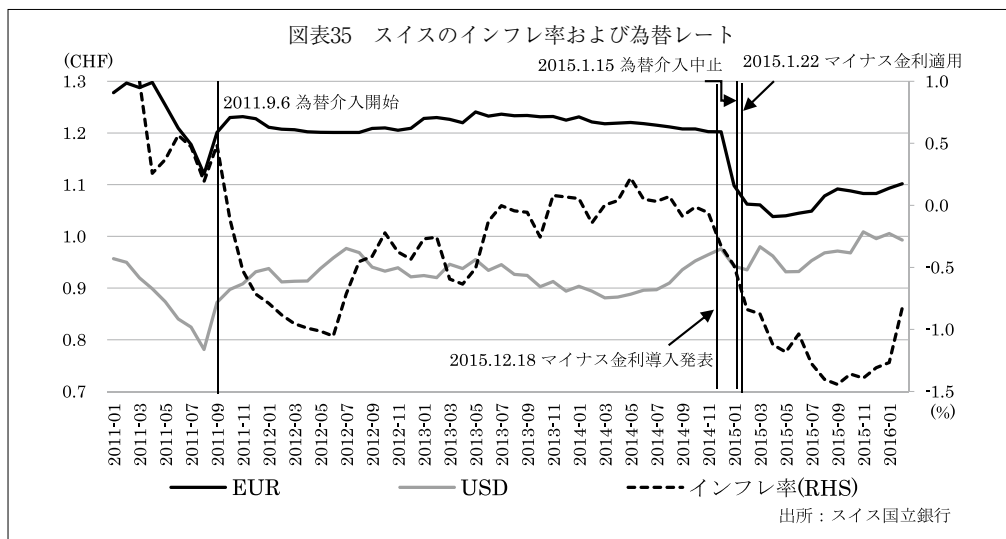
なおSNBは、LIBORと中銀当座預金の双方にマイナス金利を設定したが、ここでは日本銀行やECB等と同種の仕組みである、“中銀当座預金金利にマイナス金利を適用した仕組み”の方を取り上げて議論することとしたい。

① マイナス金利導入の背景

スイスでマイナス金利が導入された背景には、デンマークと同様に通貨高という問題がある。具体的には、ヨーロッパ債務危機をはじめとするユーロ圏経済の悪化に対応するECBの金融緩和、アラブの春、そしてロシア危機等に起因する資産逃避でスイス・フランが大きく買われて高騰したことが、スイス経済にとって大きな問題であった。

例えば、対ユーロのレートが直近最安値であった2007年秋時点では、スイス・フランは1ユーロ=1.67スイス・フラン前後であった。しかしECBが金融緩和を繰り返していたことで、2011年央には1ユーロ=1.23スイス・フラン前後となった（図表35）。スイスは輸出の60%程度をユーロ圏への輸出で占めており、ただでさえユーロ圏のリセッションが原因で同地域向けの輸出が不安定化しているところに、スイス・フラン高による貿易環境悪化が重なることで、スイス経済は大きなダメージを受けることとなった。

これにたいしSNBは、スイス・フラン高が著しくなったこともあり、2011年9月6日には1ユーロ=1.2スイス・フランという為替レートの上限（為替防衛線）を設定した。同時に、



この防衛線を維持するために無制限の為替介入を実施することも発表した。この発表以降、SNBの介入効果もあり、スイス・フランは1スイス・フラン=1.2ユーロ程度で安定的に推移するようになった。しかし、2014年12月18日にマイナスを導入した際、SNBは「ここ数日、さまざまな要因により安全な投資先への需要が高まっている。マイナス金利導入によりスイス・フランを保有する魅力が低下する。それゆえ、それは為替維持をサポートすることになる」³³⁾と述べている。つまり、マイナス金利の導入は為替レート維持を確実にするための政策であり、しかし為替介入のみによる為替レート維持が困難になってきたことを示している。

ところが、マイナス金利が実際に適用される日のちょうど1週間前にあたる2015年1月15日、SNBは突如として為替介入を中止すると発表した。また同時に、3M CHF LIBORの変動幅も-1.25～-0.25へと引き下げることが発表された。これについてSNBは、主要通貨間で金融政策にずれが生じていること、ユーロの対ドルレート減価によりスイス・フランの対ドルレートも減価することとなったことで為替介入が正当化できなくなったこと、などを理由に挙げている³⁴⁾。それ以外にも、翌週にもECBが追加金融緩和を行うことが予想されているためこれ以上の為替防衛を続けることが困難との判断があったことや、大規模な為替介入の結果として外貨準備高が莫大になっており、それをどうするかといった問題があること、そして為替介入の継続が資金的に不可能となる可能性もあったこと、などが挙げられる。

② マイナス金利導入後

インフレ率と為替レート

スイスでは、マイナス金利の導入後もインフレ率は大きく下落した。2014年12月にマイナス金利の導入が発表された時点でもインフレ率はマイナスではあったが、ただし2012年央に-1%となって以降はある程度の回復がみられていた（図表35）。また、マイナス金利導入発表時期にはSNBは近い将来に再びデフレが生じる可能性を示していたものの、マイナス金利導入による経済効果でインフレ率改善にも一定の効果があると考えていた。しかし、現実としてマイナス金利導入後にはインフレ率はいっそう低下し、最も低い値となった2015年9月には-1.3%前後にまで落ち込んだ（図表35）。その後は、少しずつではあるがインフレ率の改善はみられるものの、2016年時点でも依然としてデフレ状態にある。

33) SNB (2014) には、"Over the past few days, a number of factors have prompted increased demand for safe investments. The introduction of negative interest rates makes it less attractive to hold Swiss franc investments, and thereby supports the minimum exchange rate." と記載されている。

34) SNB (2015) には次のように述べられている。"Recently, divergences between the monetary policies of the major currency areas have increased significantly – a trend that is likely to become even more pronounced. The euro has depreciated considerably against the US dollar and this, in turn, has caused the Swiss franc to weaken against the US dollar. In these circumstances, the SNB concluded that enforcing and maintaining the minimum exchange rate for the Swiss franc against the euro is no longer justified."

ただ注意しなければならないことは、先述のようにスイスでマイナス金利が適用される1週間前には為替介入の中止が発表され、これを境に為替レートが対ユーロで大きく上昇したことである。これにより輸入物価が下落し、インフレ率の低下を生じさせた可能性が極めて高いのである。実際に、インフレ率の急低下が生じたのは為替介入の中止と同時期であることから、このことが確認できよう（図表35）。

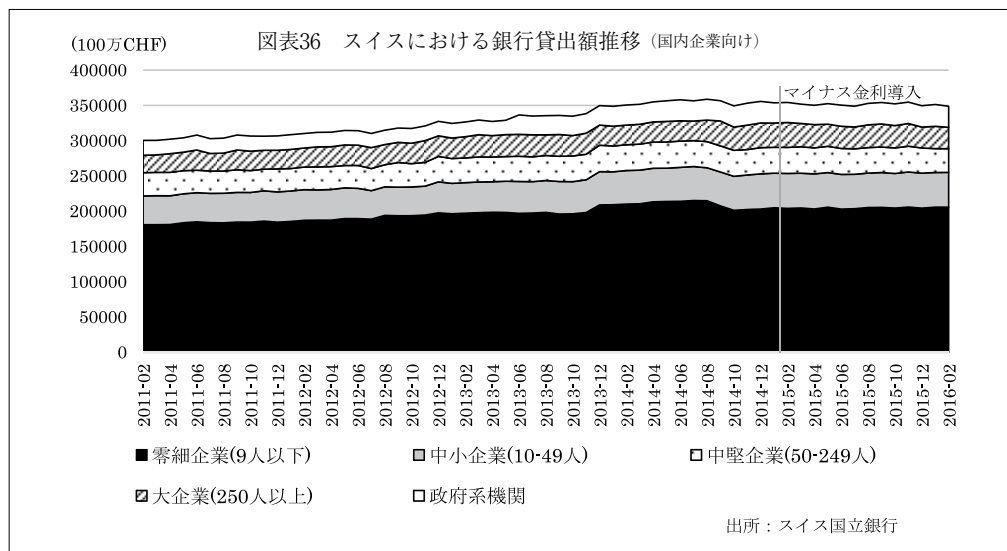
また、これはマイナス金利導入と為替レートとの関係にも当てはまることである。すなわち、マイナス金利導入後、スイス・フランはユーロに対して大幅に増価した。しかしながら、これも為替介入中止を要因として生じたスイス・フラン高がそのまま継続しているのは図表36からも明白である。したがって、インフレ率と同様にスイス・フラン相場も、為替介入の中止により増加したのであってマイナス金利導入とは関係が強くはないと考えた方が正確であろう。

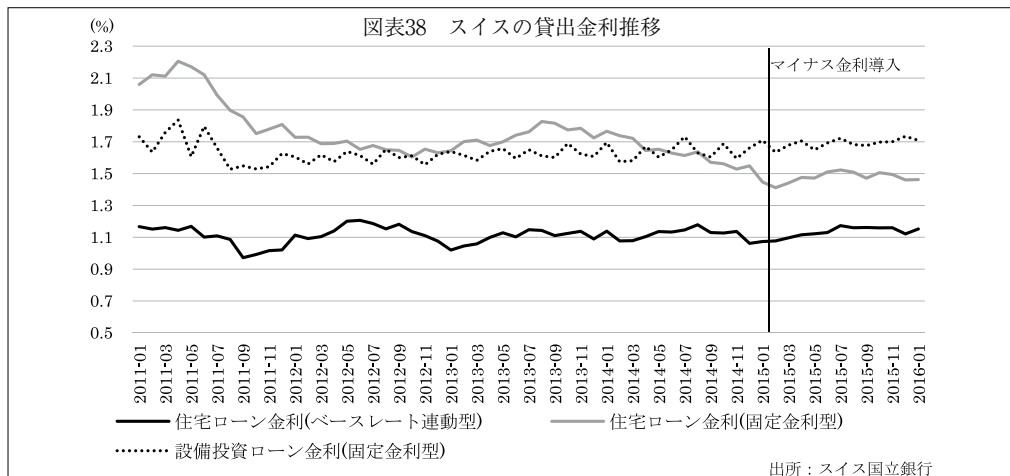
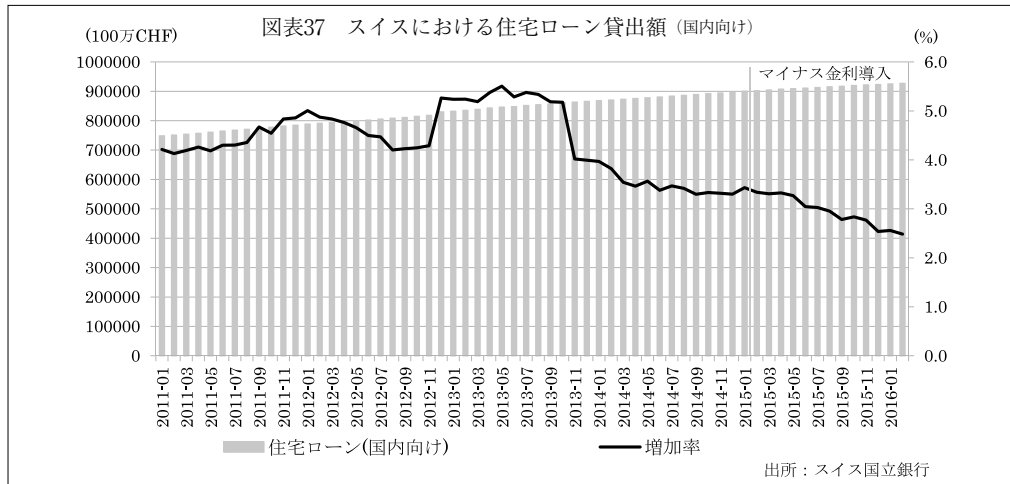
このように、スイスにおいてマイナス金利が導入された前後では、事実としてインフレ率はマイナス方向に急伸し、また為替レートもユーロに対してスイス・フラン高となった。しかし、この直前には為替介入中止という大きなイベントが生じていたため、マイナス金利とのインフレ率および為替レートの関係は分析が困難なのである。

金融機関行動

マイナス金利の導入後の金融機関行動についてみていくと、企業向け貸出額の増加ペースはとくに変化がない。スイス国立銀行では貸出額をストックで公表しているが（図表36）、マイナス金利導入後、各企業規模を比較しても貸出額が増加した事実は確認できない。むしろ、細かくみるならば企業向け貸出は全体的に微減しているのである。

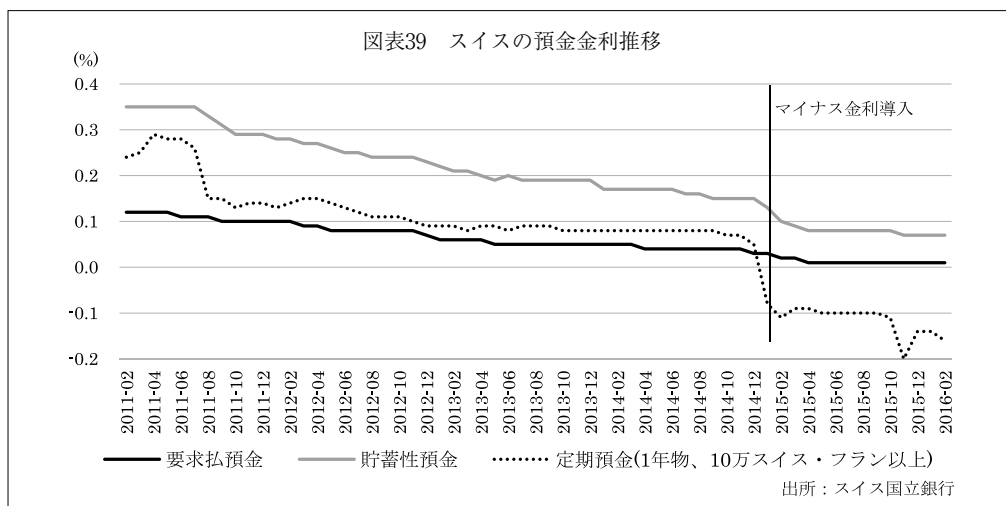
つぎに、個人向け貸出額についてみていく。スイス国立銀行では、個人向け貸出について目的などを詳細に分類したデータを公表していないため、個人向け貸出額としては最も大き





な貸出である住宅ローンの貸出額でみていく。すると、住宅ローン貸出額については減少していないものの、貸出額増加率は大幅に下落している（図表37）。直近最高値の2013年5月には、前年比で5.5%程度の増加率を示していたものの、2013年末に4%程度に落ち込むと、マイナス金利導入に前後していっそうの増加率低下を示している。

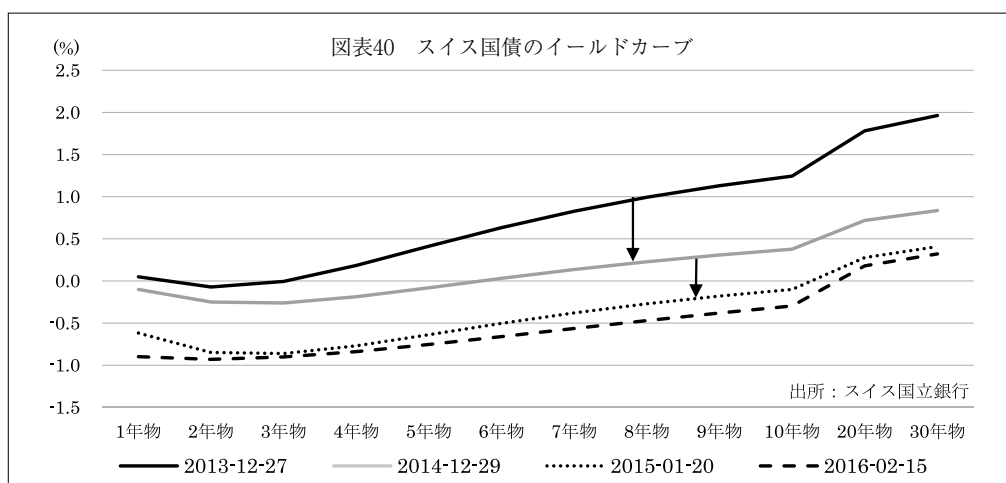
それでは金利についてはどうか。まず、貸出金利についてはマイナス金利導入後にもさほど変化はない（図表38）。固定型住宅ローン金利はやや下落傾向となったが、企業向け貸出と考えられる設備投資向け貸出への金利については、それほど変化していない。一方で、預金金利については低下速度を速めている傾向がみられる（図表39）。スイスにおける預金金利は、マイナス金利導入の時期より前から低下を続けているが、マイナス金利導入が発表された時期（2014年12月18日）からいっそうの低下を示している。とくに、10万スイス・フラン以上の1年定期預金についてはマイナスとなっている点は衝撃的なことである。このような一連の数字からは、スイスではマイナス金利は銀行貸出を増加させることはなく、また实体经济の資金需要を喚起できなかつたことを示している可能性がある。



なお、10万スイス・フラン以上の大口定期預金金利がマイナスである点については、1年物またはそれ以下の短期である場合はマイナスとなっているケースも確かにみられるが³⁵⁾、1年より長い期間の定期預金であれば金利はマイナスとはなっていないようである。例えばスイス大手金融機関のUBSでは、5年定期までは金利がゼロであるものの6年定期預金で0.125%、10年定期預金で0.5%の金利が付くことがウェブサイトより確認できる³⁶⁾。

このように、スイスではマイナス金利の導入に関連して銀行貸出額はほとんど増加せず、預金金利の低下は起こっているものの貸出金利の低下も起こっていない。換言すれば、一部の預金金利は低下しておりスイス国民の預金保有インセンティブは低下しているものの、それが消費に回ったという状況も確認できない状況が続いている。

また、スイスでもイールドカーブ（図表40）の低下は顕著であったが、マイナス金利導



35) クレディ・スイスは、1年定期預金金利を-0.5350%としており、実際に顧客の預金金利がマイナスとなっていることが確認できる。<http://switzerland.deposits.org/deposits/credit-suisse/>

36) <https://www.ubs.com/ch/en/swissbank/private/pay-and-save/accounts/time-deposit.htm>

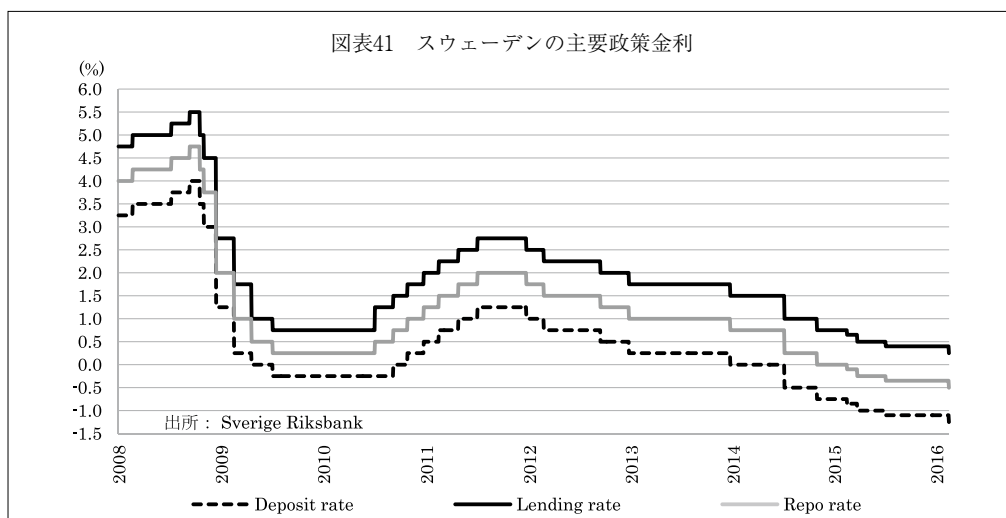
入後はさらに低下し、2016年2月時点で10年物国債利回りがマイナスとなっている。この点は、長期金利を下げることで市場金利の低下を意図したこともあるため狙い通りではあろう。結果としてスイスの長期金利の水準は、日本よりもずっと低い水準となっている。

4-4. スウェーデン

スウェーデンは、2009年7月と2015年2月にマイナス金利を導入している。ただ2009年7月の導入の際は、政策金利でない金利が結果的にマイナスとなったのであり、政策効果を意図して政策的に中央銀行が導入したマイナス金利ではなかった。したがって、本節でも2015年2月12日に発表された（導入は同18日）マイナス金利政策の方を取り上げる。

まずスウェーデンの金融システムについて確認する。スウェーデンの中央銀行は世界最古の中央銀行と言われているスウェーデン国立銀行（Sveriges Riksbank：SRB）である。SRBの主要政策目標は物価の安定で、インフレ率をおよそ2%で安定的に保つことを目標とするインフレ・ターゲットを採用している。政策金利はレポ金利で、それを挟んで預金ファシリティ金利と貸出ファシリティ金利が設定されている、いわゆるコリドーシステムを採っている（図表41）。また、コリドーは通常はレポ金利の $\pm 0.75\%$ （幅1.5%）とされているが、日中にレポ金利 $\pm 0.1\%$ での微調整オペが定期的に行われており、現実的にはコリドー内にミニコリドーがある形式となっている。なお、デンマークとは異なり為替は変動相場制となっている³⁷⁾。

2015年2月12日、SRBは政策金利をマイナスとすることを発表した。具体的には、政策金利であるレポレートを-0.1%とすること、同時に微調整オペ金利を $\pm 0.1\%$ に据え置くこと、そして100億スウェーデン・クローナ（SEK）のスウェーデン国債買入れを行うことを発表した。すなわちSRBはマイナス金利の導入と量的緩和の拡大を同時に行ったのである。



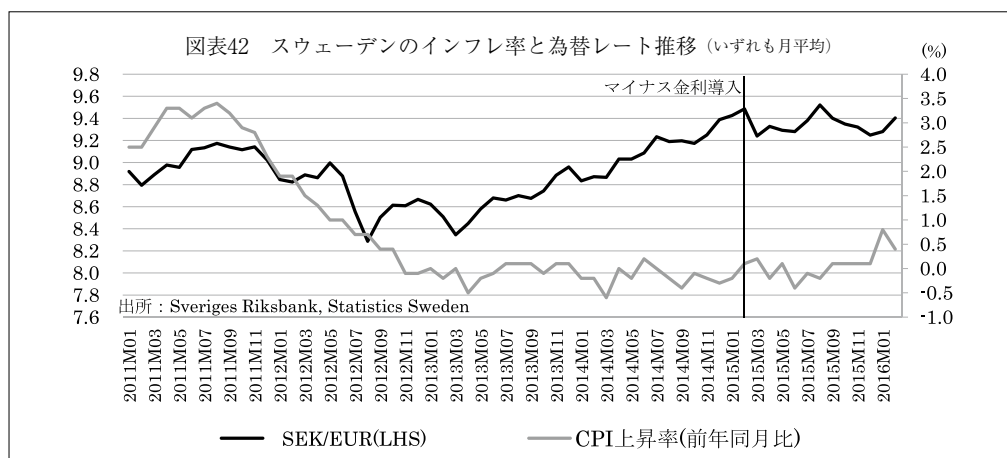
37) 本来は通貨同盟の第3段階としてユーロ導入をしなければならないが、2003年の国民投票で否決されたことから現在でもスウェーデン・クローナが使用されている。

① マイナス金利導入の背景

スウェーデンがマイナス金利を導入した背景にはインフレ率の低下がある（図表42）。マイナス金利の導入を発表した際に公表された資料であるSRB（2015a）においては、原油価格の低下や低金利およびSEK安はスウェーデン経済に利益をもたらすが、インフレ率の低下という問題も引き起こしており改善する必要がある、と述べられている。そして、そのための手段がマイナス金利の導入であり、同時に行う100億SEKの国債購入も含め、必要であればさらなる金融緩和を行うことも明記されている。実際、スウェーデンのインフレ率は2011年には前年同月比で3.5%であったが、その後の急落もあり2012年にはマイナス圏に沈み、2014年には-0.5%となった。以後も多少の上がり下がりはあるもののマイナス圏で推移しており、これはアメリカの経済学者であるポール・クルーグマンに、ニューヨーク・タイムズ紙のコラムにおいて「日本化」の金融政策（十分に景気の回復がみられないうちに利上げを行ったことなど）を採った結果と皮肉られる点ともなった³⁸⁾。

これについて、SRBの指摘とは逆に、川野（2015a）ではSEK高がインフレ率低下に影響したことを指摘している。すなわち、ヨーロッパでは金融危機以降のECBの金融緩和によりユーロ安が進んでおり、それが相対的にSEK高につながりインフレ率を押し下げているという指摘である。これについては、Riksbank（2015b）では名目為替レートではなく実質実効為替レートでの分析でも言及されている³⁹⁾。

ただし、この点については実際の為替レートからも実質実効為替レートからも、SEK高であったことは確認できない。むしろ2013年以降の為替レートは対ユーロで減価しているように見える。もちろん、2008年末から2009年初にかけては1ユーロ＝約11SEKであったことと比較すれば、2015年時点の1ユーロ＝9.5SEKは高いということもできる。しかし2012年央から2015年初にかけてSEKは減価していることから、マイナス金利政策導入



38) Krugman, P (2014)

39) Riksbank (2015b) p.16.

の背景に為替安への誘導があったかは議論が分かれるところである。むしろマイナス金利導入後に為替の減価が止まっていることの方に注目すべきであろう。

② マイナス金利導入後

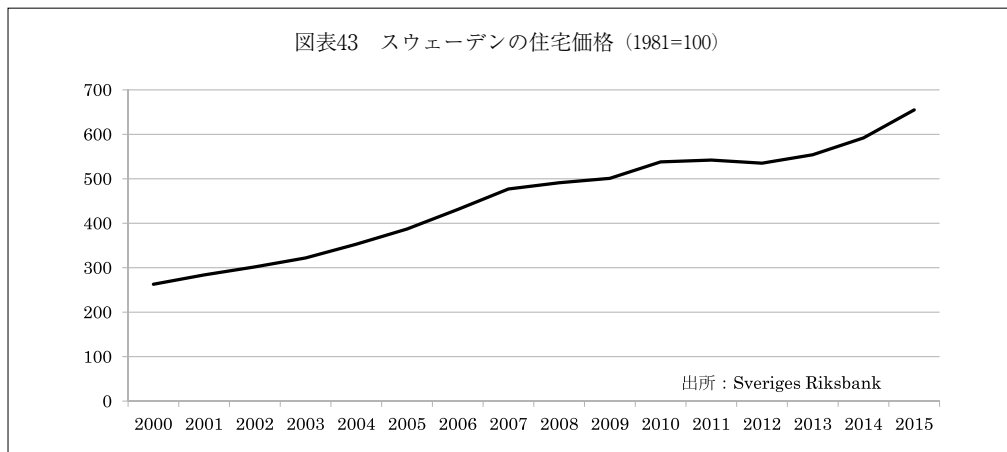
インフレ率と為替レート

マイナス金利導入前後のインフレ率と為替についてみていく。まずインフレ率についてであるが、インフレ率は2012年央からゼロ近辺で推移してきており、マイナス金利が導入された2015年2月12日時点でもほぼゼロの状況にあった。しかし、マイナス金利導入後になってもインフレ率に大きな変化はない。しかし2016年に入ると多少は上昇傾向になっているものの、継続的にプラス圏で推移すると予想可能なほど強い上昇がみられるわけでもなく、デフレから脱したとは言えない状況が続いている。

また、この時期はマイナス金利導入から1年ほどの時間が経ってのことである。そのため、この間にスウェーデンや近隣諸国の金融政策にも数々の動きがあった。そのようなこともあり、最近のインフレ率がマイナス金利導入の効果によるものなのかまでは検討が困難である。もちろん、マイナス金利政策の波及経路を経てインフレ率を引き上げるような影響が起こったという可能性はあるが、そうであるならば銀行貸出の増加や資金需要の高まりがあるはずだが、この点は以下で検討するが現時点では確認できていない。

なお、インフレ率が上昇傾向となった2015年末から2016年は、住宅バブルが発生している時期とも重なる（図表43）。すなわち、金融緩和の影響で世界的に資産価格の膨張が進み、スウェーデンでは他国と比較しても著しい住宅価格の上昇がみられている。そのため、2016年からのインフレ率上昇傾向は、住宅価格の上昇に引っ張られた可能性が高い。

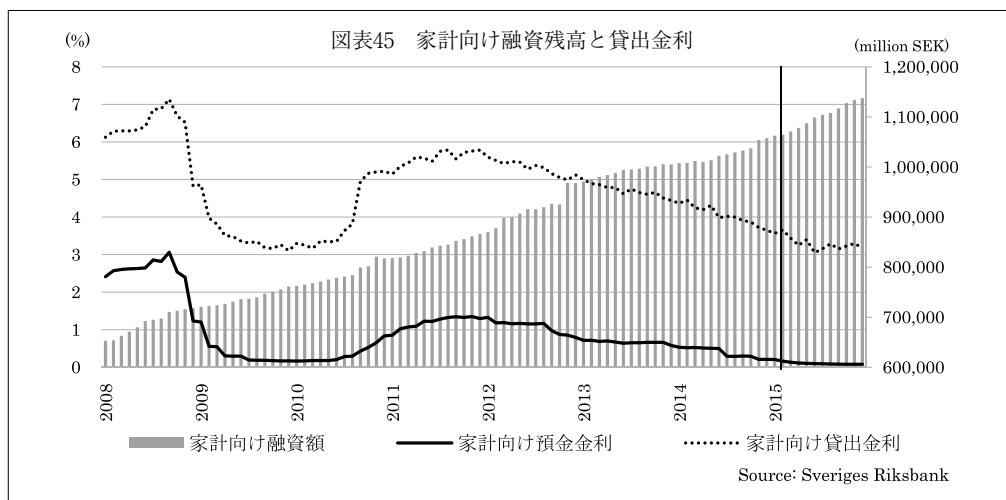
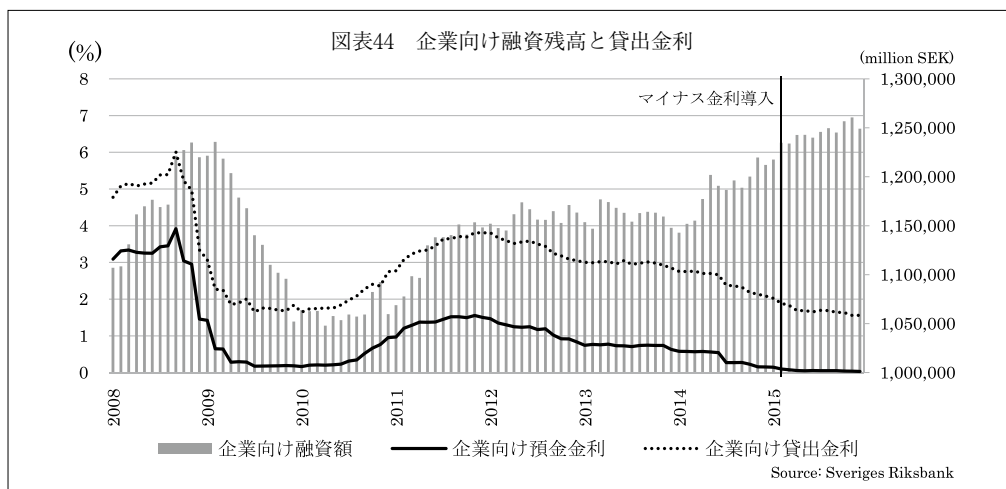
為替レートについてみていくと、先にも述べたとおり名目の為替レートについてはSEK安傾向が止まり、SEK高傾向になっている（図表42）。2012年央には1ユーロ=8.2 SEKであったが、マイナス金利が導入された2015年2月時点で約9.5 SEKと為替安傾向となっていた。



しかしマイナス金利導入の翌3月には9.24 SEK となった。その後も、2016年2月時点まではマイナス金利導入時点の為替水準をほぼ天井に、若干の為替高傾向になっている。このように考えると、マイナス金利導入後はSEK 高の流れになっているということができよう。

金融機関行動

マイナス金利導入後の銀行貸出額および金利の状況についてみていく。まず企業向け貸出額と金利についてであるが、図表44をみる限りではマイナス金利導入後においてもトレンドに変化がほとんどない。企業向け貸出額は全体としてやや増加傾向にはあるものの増加率としては大きくなく、2014年央の直近の底であった1.15兆SEKから2016年初の1.25兆SEKへと増加した際の増加率も8.6%程度である。むしろ、2010年から2011年にかけて金利を引き上げていた時期や、逆に2012年から2014年にかけて金利を引き下げていた時期の方が貸出額の増加に影響を与えていることが分かる。

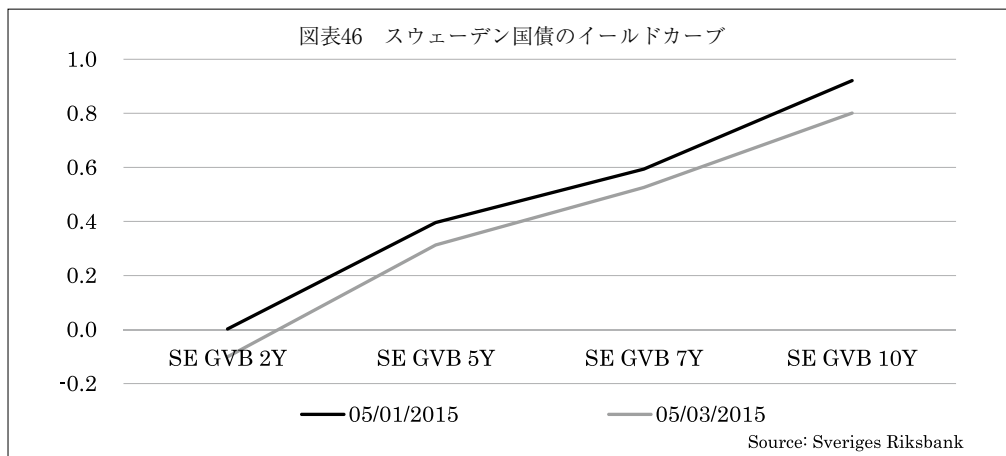


また金利についてであるが、企業向け金利に関しては、現時点では1.5%程度の利鞘となっている。もちろん1.5%という利鞘は銀行経営にとって十分ではないであろうし、そもそも2013年頃の利鞘が2.5%前後あったことと比較すれば収益は強く圧迫されていることから、スウェーデンの銀行経営は厳しい状況に陥っていることが予想される。また貸出金利が下落を続けている一方で、預金金利はマイナス金利導入の時期を境にほぼゼロ（0.03%）となっている。このことから、今後も利鞘の縮小には苦しみ可能性が高いと予測される。

つぎに、家計向け貸出額についてみていくと、これも企業向け貸出額と同様に、マイナス金利導入が状況に変化を与えた様子はみられない。実際、2014年初の約100兆SEKから2016年初までに約108兆SEK弱へとわずかに増加しているが、増加率は8%程度とさほど大きなものではない。少なくとも、マイナス金利政策の導入が金融機関の個人向け貸出行動にインパクトを与えたといえる貸出額の伸びは示していないことが分かる。

また家計向け貸出金利についてであるが、これも預金金利および貸出金利ともに低下トレンドに大きな変化はみられない（図表45）。ただし、預金金利は0.08%となっており貸出金利の下げ幅がなくなりつつある。そのため預貸利鞘の縮小は明らかである。実際、2013年には5%程度あった預貸利鞘は、2016年初までに3%程度にまで縮小している。今後も預金金利の下落が続けば利鞘の圧縮がいつそう顕著となり、銀行経営においては厳しい状況となるだろう。それを先取ってか、2015年後半からは貸出金利の低下が止まっている。先にみたように、貸出が伸び悩んでいるなかで貸出金利の低下がストップすれば、借入意欲の低下は避けられない。そのため、今後もデフレとリセッションが続けば貸出金利が再び低下することは避けられそうになく、いつそう厳しい状況に陥る可能性がある。

最後にイールドカーブの状況について確認すると（図表46）、マイナス金利導入の前後ではイールドカーブは下がっており、2年物国債利回りは-0.5%程度となっている。SRBが公表しているのが2年物、5年物、7年物、10年物のみであるため他の年限の国債利回りについては不明であるが、マイナス金利導入後はイールドカーブが下落したと考えられる。



おわりに

2008年秋のリーマン・ショック後、世界各国の中央銀行は非伝統的金融政策を導入した。これは、オペなどを通じて金利に影響を与え経済を刺激するという伝統的な金融政策とはことなり、(国によって対象は違うが)マネーの“量”を拡大したり、または中央銀行がリスク資産を購入したりするなど“質”の緩和をすることで経済を刺激する政策である。これらは、一般に“量的金融緩和政策”と呼ばれてきた。この背景には、2008年秋以降の金融危機下で、多くの国の中央銀行が政策金利をゼロ近傍にまで引き下げたことにより、金利操作が事実上不可能になったという事実もあった。

量的金融緩和には、リスクが極度に高まった金融システムの緊張を和らげる効果はあったのかもしれない。実際、近年ではアメリカやヨーロッパ、また日本においても金融不安が起るたびに量的緩和が繰り返され、それにより不安はある程度後退していった。また“量”だけでなく“質”(買入資産の種類)や“期間”(買入対象資産の年限、または資金供給期間)の面で緩和が行われたことも、効果の発現を後押しした。しかし、量的緩和には景気を押し上げたり、インフレ率を引き上げたり、市中の資金を増加させたりする効果はあまりみられなかった。逆に、ゼロ金利にもかかわらず量が過剰に積み上がったことで金融システムを麻痺させ、また低成長下の一時的な資産インフレを引き起こしたことで、金融政策の策定がいつそう困難なものとなった。肝心の民間資金需要も、量的緩和によって高まるわけではないので、“量”としての資金は想定していたように市中に出回ることにはなかった。そして資金需要や期待インフレ率は、例えば日本では中央銀行の目標達成に向けた強力なコミットをおこなっても刺激が困難であった。このようなことは、中央銀行による金融政策が实体经济に確実に影響を与えることができるわけではない可能性を示唆するものであり、中央銀行としては認めがたいことであろう。

そのようななかで、一度は放棄されたはずの金利操作による金融政策が再び複数の国で導入された。それがマイナス金利政策である。マイナス金利は各中央銀行によって仕組みが大きく異なるが、マネーをなかば強制的に市中に出そうという具体的な仕組みであることは共通している。本稿でみてきたデンマーク、ユーロ圏、スイス、スウェーデン、日本といった国々が導入している仕組みをみても、量的緩和よりは波及経路が具体的な仕組みであるように思われる。市中銀行による必要以上の資金保有はペナルティーとしてのマイナス金利を適用されるため、金融機関が収益を追求する以上は市中への貸出を増やすインセンティブになろう。

現時点でマイナス金利を導入している国々においては、導入後の状況はまちまちである。これについては、マイナス金利導入以外にも多くの政策を実施していることから、何か変化があったとしても、それがマイナス金利導入の影響によるものかどうかは判断が難しい。しかし、たとえばユーロ圏では金利の低下とともに貸出が増加し、またインフレ率も下げ止ま

るなど、一定の効果がみられている。またデンマーク、スウェーデン、スイスといった国々は、ユーロ圏と比較すれば小国であるためユーロ圏の金融と経済の状況に左右されるため、ユーロ圏の金融と経済が今後も回復傾向を続けるのであれば、おのずとそれらの小国にも効果が発現するだろう。ただしマイナス金利は、金融機関の預貸利鞘縮小と収益圧迫を避けることはできないため、これを続けるのであれば、継続期間とマイナス金利幅とのバランスには十分な注意が払われる必要がある。

今後、非伝統的金融政策がいつまで続けられるのか、また量的緩和とマイナス金利以外にも新たな金融政策手段が生まれるのか、これについては現時点では知るすべがない。しかし、非伝統的金融政策は現時点では非伝統的であるが、これが続けば将来は現在の金融政策が伝統的なものにとって変わっているかもしれない。そのように考えると、現在と近い将来を生きる私たちは、金融政策の歴史的転換点に立っているのかもしれない。

参考文献

- 伊豆 久（2016）、『金融危機と中央銀行』、2016年4月2日、九州大学出版。
- （2016）、「揺れる異次元緩和の論理」、『証研レポート』1694号、2016年2月、日本証券経済研究所 大阪研究所。
- 川野祐司（2015a）、「スウェーデンのマイナス金利政策の意味」、『ITT 調査研究シリーズ No.15』、2015年7月、国際貿易投資研究所。
- （2015b）、「欧州における危機対策の金融政策—ユーロの金融政策が周辺諸国に及ぼした影響—」、『日本 EU 学会年報』第35号、pp.226-250、日本 EU 学会。
- 河村小百合（2015）、『欧州中央銀行の金融政策』、2015年1月、金融財政事情研究会。
- 黒田東彦（2016）、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入—きさらぎ会における講演—、2016年2月3日、日本銀行。
- （2013）、「量的・質的金融緩和と金融システム—活力ある金融システムの実現に向けて—」（日本金融学会2013年度春季大会における特別講演）、2013年5月2日。
- 財務省（2016）、「ブレイク・オープン・インフレ率の推移（2016年1月29日現在）」、財務省。
- 内閣府・財務省・日本銀行（2013）、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」、2013年1月22日、内閣府・財務省・日本銀行。
- 日本銀行（2016a）、「金融政策決定会合における主な意見（2016年1月28、29日開催分）」、2016年2月8日、日本銀行。
- （2016b）、「基調的なインフレ率を捕捉するための指標（速報）」、2016年2月26日、日本銀行。
- （2016c）、「（参考）本日の決定のポイント」、2016年1月29日、日本銀行。
- （2016d）、「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入」、2016年1月29日、日本銀行。
- （2014a）、「量的・質的金融緩和」の拡大」、2014年10月31日、日本銀行。
- （2014b）、「金融政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨（2014年10月31日開催分）」、2014年10月31日、日本銀行。
- （2014c）、「総裁記者会見（10月31日）要旨」、2014年11月4日、日本銀行。
- （2015a）、「日銀レビュー「量的・質的金融緩和」：2年間の効果の検証」、2015年5月、日本銀行。
- （2015b）、「経済物価情勢の展望（2015年4月）」、2014年5月、日本銀行。
- （2015c）、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入」（別添）、2015年12月18日、

- 日本銀行。
- (2013a), 「[量的・質的金融緩和]の導入について」, 2013年4月4日, 日本銀行。
- みずほ総研 (2016), 「欧州マイナス金利の日本への示唆」(みずほインサイト 欧州), 2016年2月19日, みずほ総合研究所。
- 築田 優 (2015), 「アベノミクスと日銀「異次元緩和」以降の和歌山県地域における金融機関行動の変化に関する調査研究」, 『和歌山大学経済研究所 地域研究シリーズ 46号』1-24頁, 2015年3月, 和歌山大学経済学会。
- (2011), 『証券化と住宅金融—イギリスの経験—』, 2011年6月, 時潮社。
- 吉田 暁 (2002), 『決済システムと銀行・中央銀行』, 2002年5月, 日本経済評論社。
- Denmark National Bank (2012), “Interest rate reduction”, July 5, 2012.
- (2014), “INTEREST RATE REDUCTION”, September 4, 2014.
- European Central Bank (2014), “ECB introduces a negative deposit facility interest rate”, July 5, 2014.
- Paul Krugman (2014), Sweden Turns Japanese, “The New York Times”, The Opinion Pages, April 20, 2014. (<http://www.nytimes.com/2014/04/21/opinion/krugman-sweden-turns-japanese.html>)
- Sveriges Riksbank(2015a), “Riksbank cuts repo rate to -0.10 per cent, buys government bonds for SEK 10 billion and is prepared to do more at short notice”, February 12, 2015.
- (2015b), “Monetary Policy Report, July 2015”, July 7, 2015.
- Swiss National Bank (2015), “Press release Swiss National Bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to -0.75%”, January 15, 2015.
- (2014), “Swiss National Bank introduces negative interest rates”, December 18, 2014.
 - (2011), “Swiss National Bank sets minimum exchange rate at CHF 1.20 per euro”, September 6, 2011

(2016年5月2日 脱稿)

Comparison of Japanese and European Negative Interest Rate Policies

Suguru YANATA

Abstract

The Bank of Japan (BOJ) adopted a negative interest rate policy in January 2016 as an expansionary measure of “Quantitative and Qualitative Easing (QQE)”. After the announcement—although in fact some media broadcast leaked information before the official announcement from the BOJ—not only national markets but also international markets were shocked and stock prices and foreign exchange rates fluctuated violently.

But there are some central banks that have already adopted negative interest rate policies such as the European Central Bank (ECB), Swiss National Bank (SNB), Denmark National Bank (DNB), and Sverige Riks Bank (SRB), while other central banks in Europe are considering decreasing their interest rate below zero.

After the financial crisis starting in 2008, almost all central banks in developed countries or areas were forced into quantitative easing as a “non-traditional monetary policy tool”. Additionally, in December 2015, the Federal Reserve Board of the central banking system in the United States increased its policy rate (Federal Funds Rate: FF Rate) to 0.25%. This event meant the start of a recovery from the US crisis, but because other countries or areas were still weak and facing an unstable situation in financial markets, they felt afraid and investors also become risk-averse. That’s why many central banks, including the BOJ, were pushed into negative interest rate policies.

This paper aims to elucidate the BOJ’s new financial policy and to compare it with the mechanisms of the ECB, SNB, DNB, and SRB.