
けいざい早わかり 2015年度第13号

マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入

【目次】

- Q1. なぜマイナス金利政策が導入されたのですか？ p.1
- Q2. そもそも、金利がマイナスになるとは、どういうことでしょうか？ p.2
- Q3. マイナス金利付き量的・質的金融緩和の狙いは何ですか？ p.3
- Q4. マイナス金利政策によって市場金利はさらに下がるのでしょうか？ p.5
- Q5. 引き続きマネタリーベースを増やすことは可能ですか？ p.7
- Q6. 企業活動、物価動向など、景気にはどう影響しますか？ p.8
- Q7. 今後の金融政策の行方について教えてください..... p.8

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2
TEL: 03-6733-1070

Q1．なぜマイナス金利政策が導入されたのですか？

- ・ 1月29日の金融政策決定会合で、日本銀行は新たに「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定しました。導入の理由については、「原油価格の下落に加えて、中国をはじめとする新興国・資源国経済の先行きに対する不透明感が高まり、株価が下落するなど世界的に金融市場の動きが不安定となっており、家計や企業のインフレ期待が消滅するリスクを回避する必要があるため」と説明しています。量的・質的金融緩和の導入後も物価上昇圧力が強まらず、現行の量的・質的金融緩和に行き詰まりの可能性を指摘する意見が出る中で、政策の限界説を否定することが必要でした。
- ・ また、日本銀行は、同時に発表した経済・物価情勢の展望（展望レポート）において、インフレターゲットの達成時期を2016年度後半頃から2017年度前半頃に先送りしています。このため、「何が何でもターゲットを達成する」という強い意志を改めて表明する必要もあったと考えられます。
- ・ さらに、追加緩和の余地を広げておきたいという意図もあると考えられ、今回の措置により、量（マネタリーベースの年間80兆円の純増）、質（国債の買入れ年限の長期化とETF、J-REITなど資産買い入れ対象の拡大）に金利を加えた3つの次元で追加緩和が可能としたスキームを導入できたと説明しています。マイナス幅を拡大していけば、今後は無制限に利下げすることが理論上は可能であり、声明文の中でも、必要な場合にはさらに金利を引き下げると追加緩和の可能性を示唆しています。
- ・ ただし、マイナス金利については、直前まで黒田総裁が導入を明確に否定しており、短期間のうちに急遽導入が決定されたこと、導入に際しての採決では5対4とギリギリでの決定であって、かならずしも審議委員の総意ではないなど、日本銀行内でも導入に際して賛否両論のさまざまな議論があったものと思われます。
- ・ また、後で説明する通り、マイナス金利の導入と量的拡大は矛盾する面があるため、うまくいくかどうかはやってみなければわからないリスクのある政策です。それに敢えて踏み切ったのは、量的・質的金融緩和に期待した効果が得られず、原油価格など資源価格の下落も続く中で、物価が上がるという日本銀行の主張が信用されなくなる前に、人々の期待をつなぎとめておく必要があるためと考えられます。

Q2. そもそも、金利がマイナスになるとは、どういうことでしょうか？

- ・金利には一般に2つの意味があります。ひとつは「資金の貸し借りに際して使われる貸貸料」を意味するものであり、もうひとつは「投下資金から得られる利益の比率」を意味するものです。
- ・後者は運用利回りなどを指し、2014年末ごろから期間の短い国債利回りについてはすでにマイナスとなっていました。国債の利回りがマイナスとなる状態を考えてみましょう。国債は運用時に定期的にクーポン収入を受取り、償還時に元本がそのまま返済される確定利回りの金融商品ですが、償還までの間、利回り、価格とも市場実勢に合わせて変動します。今、国債の需要が高まり、額面（たとえば100円）を大きく上回るまで買われたとします（たとえば120円）。この状態で国債を購入すると、償還時には額面金額しか戻ってこないためキャピタルロス（運用損ともいい、ここでは20円）が発生します。ただし、償還までに支払われるクーポン収入（インカムゲインといいます）で償還時の損失（20円）を埋め合わせることができれば、合計でみた運用利回りはプラスを確保することができます。
- ・しかし、クーポンレートが1%（これは元本100円に対し毎年1円の収入が得られることを意味しています）と低く、償還時の損失（20円）を埋め合わせることができない場合には（残存期間が5年の場合、クーポン収入は5円にとどまります）、最終的な運用利回りはマイナスに陥ってしまいます。すなわち、キャピタルロス（20円）>インカムゲイン（5円）の状態です。これが、国債利回りがマイナスとなる仕組みです。
- ・運用しても損することが予め分かっているのであれば、誰もこの国債を購入しないように思えますが、日本銀行が量的・質的金融緩和の下で国債購入を増やしており、しかもマイナス金利であっても購入してくれるので、銀行は購入価格よりも高い価格で売却できており、キャピタルロスは発生していません。一方、日本銀行には償還時にキャピタルロスが発生します。
- ・これに対し、今回導入されたマイナス金利は、前者の「資金の貸し借りに際して使われる貸貸料」の支払いと受け取りの関係を逆転させようとするものです。資金の貸し借りの関係でいうと、「借りると利息が受け取れる」ということであり、預金者と預け入れ側の関係でいうと、「預けると利息を支払う」ことを意味しています。具体的には、銀行が日本銀行に資金を預け入れている日本銀行当座預金の残高に対し、ペナルティーを徴収しようとするものです。「コストを払ってお金を預かってもらう」こととなるため、銀行にとってはマイナス金利ということになります。

Q3 . マイナス金利付き量的・質的金融緩和の狙いは何ですか？

- ・ 日本銀行当座預金残高の全てに対してマイナス金利が適用されるわけではありません。当座預金残高は図表1の通り、3つの部分に分けられ、マイナス金利は の政策金利残高のみに適用されることになります。
- ・ の基礎残高は、これまでの量的・質的金融緩和の下で積み上げられた残高（準備預金の積みの対象期間である2015年1月16日～12月15日までの平均残高）のうち、 を除いた部分が対象となり、具体的には210兆円程度となります（図表1）。これには引き続き0.1%の利息が付けられます。個別の銀行を例に考えると、ある銀行で2015年中の平均残高が1兆円であれば、今後も1兆円までは0.1%の利息を受け取る枠を確保できることになります。
- ・ 次に、 のマクロ加算残高に対しては利息が付きません。 は所要準備額¹（約9兆円）と貸出支援基金²および被災地金融機関支援オペ³に対応する金額（約30兆円）に、マクロ加算額を加えたものと定義されます。このマクロ加算額とは、 の基礎残高に掛け目（基準比率）をかけて算出されるものであり、日本銀行当座預金残高の増加に一定程度遅れたタイミングで引き上げられていくものです。すなわち、国債の買入れを進めると、マイナス金利対象金額である 政策金利残高が増加して銀行のコスト負担額が増え、それを回避する目的で導入されるものです。導入時の基準比率はゼロであり、マクロ加算額の金額もゼロからのスタートとなりますが（すなわちマクロ加算残高は約40兆円からのスタート）、現行の金融政策の下では、当座預金残高の増加に合わせて年間80兆円（四半期では20兆円）のペースで政策金利残高が増えることとなるため、基準比率を徐々に引き上げてマクロ加算残高を増加させ、銀行のコスト負担の増加を抑えることが想定できます。
- ・ なお、日本銀行は、四半期ごとに引き上げて残高を10兆円～30兆円の範囲内に収めることを一例として示していますが、見直しの頻度や基準比率は、マイナス金利の浸透度合いや金融機関の収益への影響を踏まえて、政策委員会で決定される予定です。このため、基準比率の引き上げの有無や引き上げ幅の大きさが政策変更の意図を持つものとして認識される可能性があります（引き上げ幅が大きいほど、マイナス金利の浸透度合いは小さくなります）。
- ・ これまでの説明からも推測できるように、 と を上回る残高 が政策金利残高であり、国債買入れとともに増加しますが、定期的な見直しの下で控除するマクロ加算額が増え

¹ 法定準備預金額ともいい、積み期間（当月16日～翌月15日までの1カ月間）内に、法律で定められた最低限積まなければならない金額

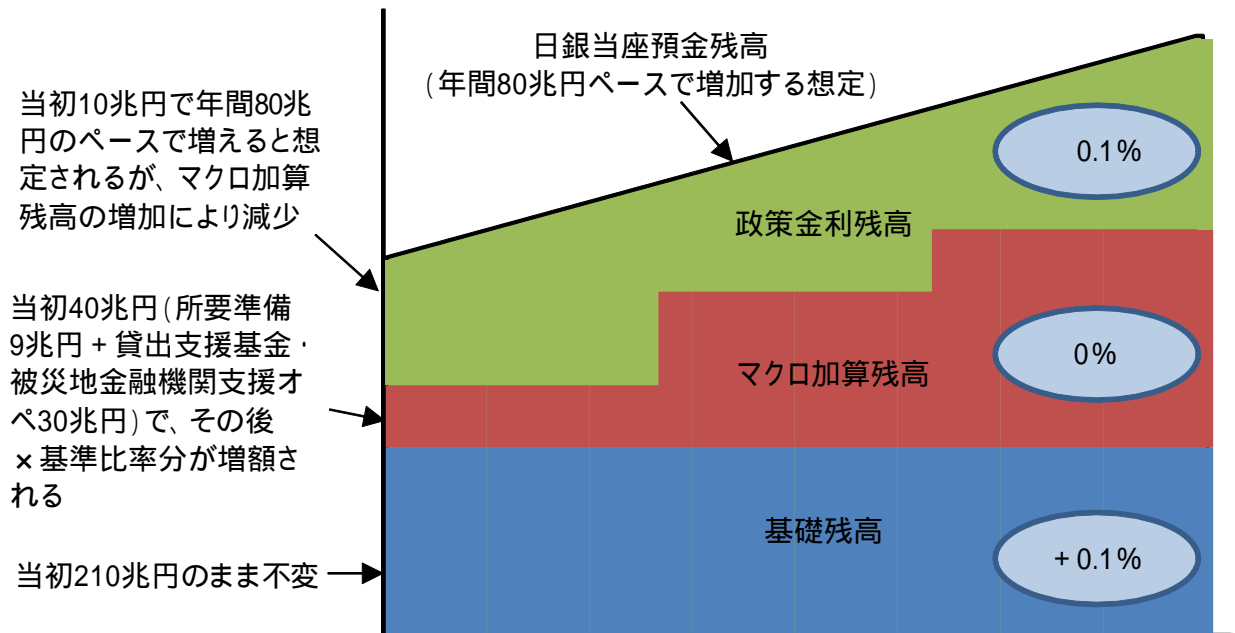
² 成長基盤強化および貸出増加に向けた民間金融機関による取り組みを支援するため、その金額分を0.1%の低利で日本銀行が銀行に貸出を行っているもの

³ 東日本大震災の被災地の金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への対応支援のために0.1%の低利で日本銀行が銀行に貸出を行っているもの

るので、残高は一定額以下に抑制される見込みです。 の当初残高は、導入開始時の当座預金残高の数字は今後変動する可能性があります、仮に最近時の 260 兆円だと仮定すれば、約 10 兆円となります (260 兆円 - 210 兆円 - 9 兆円 - 30 兆円)。

- ・ なお、銀行が日本銀行当座預金から日銀券を引き出して自行の金庫に保管しておけば、マイナス金利は適用されませんが、それが通常の状態よりも明らかに多い場合には、その金額に対してもマイナス金利を適用することとされています。

図表 1 日本銀行当座預金残高の内訳と適用金利



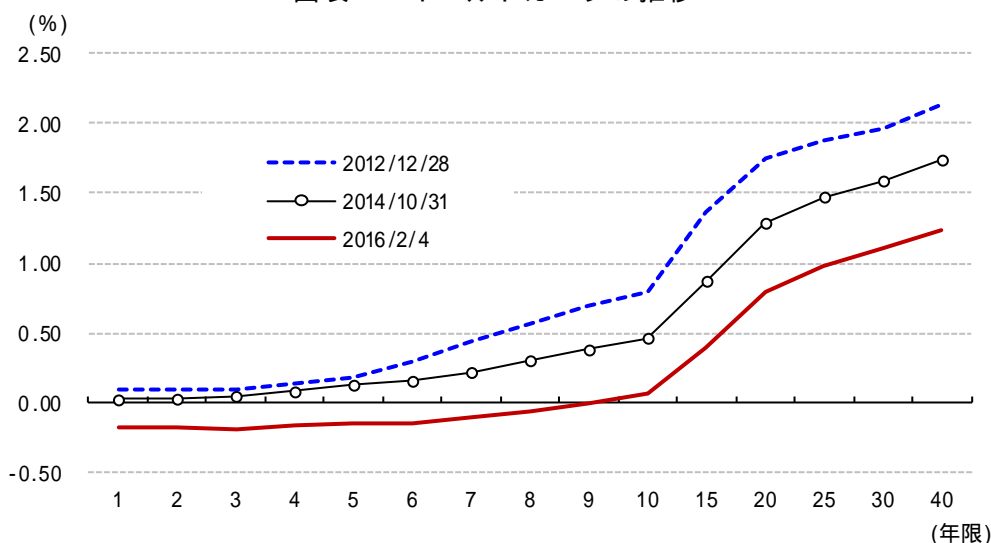
(出所) 日本銀行資料より三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

- ・ 以上のような仕組みを利用することにより、日本銀行は、イールドカーブの起点 (= 無担保コール翌日物金利) を押し下げ (なお、低下メカニズムについては Q 4 で説明)、大規模な長期国債買入れと合わせて、金利全般により強い下押し圧力を加えることを目指すと説明しています。
- ・ マイナス金利政策は、ECB (欧州中央銀行)、スイス、デンマーク、スウェーデンですでに導入されている政策です。これらの国々の狙いは貸出の増加です (ただし、スイスは通貨高を阻止することが目的です)。中央銀行の当座預金残高が一定額以上積み上がると、それにペナルティーとなるマイナス金利を適用することで、コストのかかる当座預金から銀行が資金を引き出し、貸出などのリスク資産に振り向ける「資産のリバランス効果」を狙ったものです。ただし、マイナス金利のコストよりも、不良債権の発生に伴う損失額である信用コストの方が大きいと判断される場合には、銀行は貸出を増やそうとはしません。欧州のマイナス金利についても、現時点では、必ずしも貸出増加に有効な手段であるとの評価はなされていないようです。

Q4．マイナス金利政策によって市場金利はさらに下がるのでしょうか？

- ・ マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入発表直後から、国債利回りは一段と低下し、残存期間9年までがマイナス金利に転じています（図表2）。日本銀行が、金利がマイナスになるほどの高値でも国債の買入れを行ってきたため、すでに短い期間の国債金利はマイナスとなっていました。今回の措置でそうした期待感がさらに強まったためです。さらに、日本銀行はかつての誘導目標である無担保コール翌日物金利も - 0.1% に近づくことを期待していると考えられます。

図表2 イールドカーブの推移

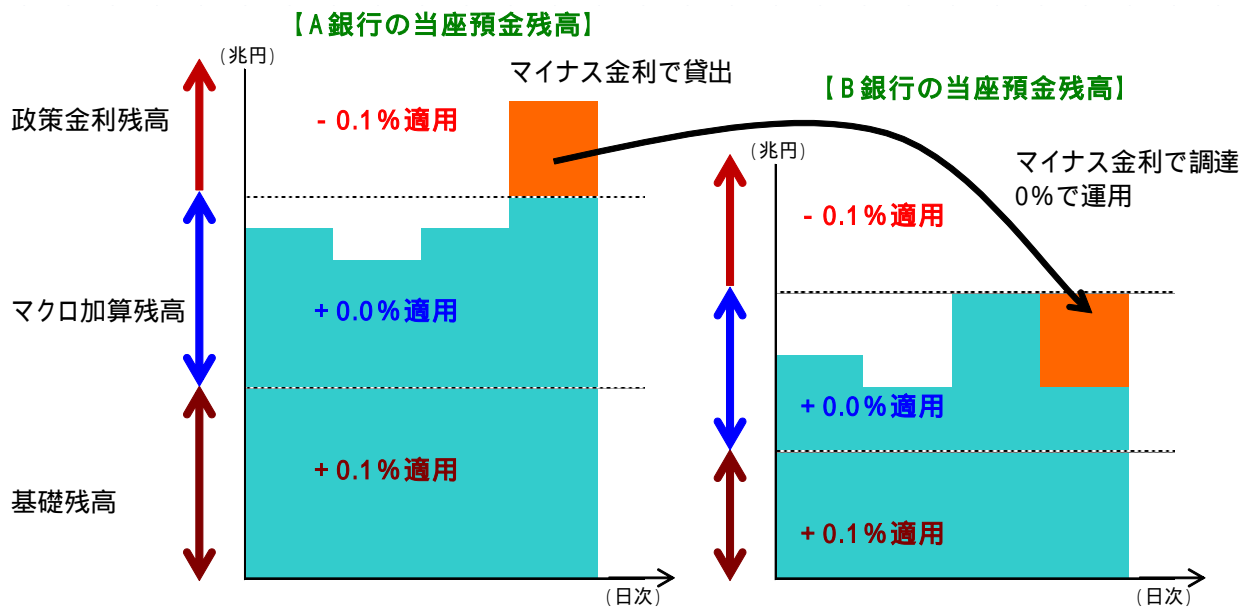


(注) 2012年12月末は安倍政権誕生直後、2014年10月末は量的・質的金融緩和強化直後
 (出所) 財務省「国債金利情報」

- ・ 日本銀行当座預金残高の一部にしかマイナス金利は適用されませんが、それでも無担保コール翌日物金利が - 0.1% に近づくのは、「ある新しい取引を行うことによる限界的な増加部分が - 0.1% であれば、金融市場ではそれを前提として金利が形成されるため」と日本銀行は説明しています。
- ・ 具体的に銀行間で取引される無担保コール翌日物金利がマイナスになる仕組みですが、これには、図表1の基礎残高やマクロ加算残高の枠に余裕がある銀行が存在することが前提となります。A銀行で当座預金残高が増加してしまい - 0.1% が適用されそうになったとします（図表3）。もしA銀行が - 0.05% で別の銀行に貸し出しを行うことができれば、すなわち0.05%の金利を払ってでもお金を借りてもらえれば、コストを半分に抑えることができます。一方、別のB銀行でマクロ加算残高の枠に余裕があれば、0.05%の金利を受け取ってお金を借りて、それを0%で運用することで（そのまま日本銀行当座預金に置いておくことで）、0.05%の利益を得ることができます。この銀行間での資金の貸し借りは - 0.05% で行われましたので、こうしたマイナス金利での取引が増えれば、無担保コール翌日物金利の加重平均値はマイナスになる可能性があります。

- ・ 無担保コール翌日物金利がマイナスとなれば、マイナス金利で資金を調達し、マイナス金利の国債を運用して利ザヤを得る取引も可能となり、長期金利の一段の低下が促される可能性があります。
- ・ もっとも、余裕枠の大きさが十分ではない可能性があり、日本銀行の狙い通り無担保コール翌日物金利がマイナスになるかは不透明です。

図表3 無担保コール翌日物金利がマイナスとなるメカニズム



(出所)三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

Q5 . 引き続きマネタリーベースを増やすことは可能ですか？

- ・ 量の拡大とマイナス金利の導入は相容れない要素のある政策であり、政策運営は一段と難しくなる可能性があります。
- ・ 従来の年間 80 兆円のペースでマネタリーベースを増加させる政策は継続されるため、日本銀行はこれまで通り銀行から国債を買入れ続けます。ここで、銀行が国債を日本銀行に売却すると、その代金は日本銀行内の当座預金に入金されますが、今回の措置はこの増加した資金に対してマイナス金利を課そうとするものです。したがって、銀行が日本銀行の国債買入に協力すればするほどペナルティーが重くなるということです。これまでは、銀行の国債売却後の資金には 0.1% が付利されていたため、銀行は日本銀行の国債買入に協力するインセンティブがありましたが、今後は罰則に転換されます。
- ・ お金を預けてコストを払うことを回避するため、銀行は日本銀行当座預金から資金を引き出すかもしれません（たとえば、外債投資を行うなど）。しかし、大量に引き出されると量的な目標額を下回るため、すぐに日本銀行は国債を買い増して目標額を達成しようとするでしょう。目標額を下回することは、現在の金融政策の量の面での限界を示すことになるため、容認することができないためです。
- ・ 日本銀行による国債買入に依ると自らの利益を減らすことになるので、銀行は国債の売却に依らない可能性もあります。この点について日本銀行は、これまでの当座預金残高については 0.1% の利息を維持、 マイナス金利適用金額は適当な時期に見直して減らす、売却後のマイナス金利のコストは国債買取り金額を引き上げたときの売却益でカバーが可能である、などの理由から買入れ継続に支障はないとし、量の拡大も同時に達成可能との見方を示しています。
- ・ また、デフレが続くことは銀行利益に対してマイナスであるため、デフレからの脱却を目指す政策は目先のコスト負担があったとしても、銀行も受け入れ可能としています。
- ・ さらに、欧州中央銀行でもマイナス金利と量的緩和が並立していると説明しています。もっとも、欧州中央銀行の量的緩和は日本銀行と比べて規模が小さく、マイナス金利の与えるインパクトも小さいという違いはあります。
- ・ マイナス金利付き量的・質的金融緩和が維持可能かどうかは、日本銀行の国債の買入れが銀行から行われている以上、結局のところ銀行が国債の買入に依るかどうかによるところが大きいといえます。もし国債売却益がマイナス金利のコストよりも小さければ、銀行はマイナス金利の受け入れを選択せず、国債の買入に依らないでしょう。また、資産運用の有力な手段として国債を保有している金融機関が、いったん国債を売却して買い戻す場合、その時の国債の利回りがマイナスであれば買った途端に含み損が発生するため、流通市場からの購入は難しくなります。このため、高値で売却できるとしても、簡単には売却しなくなる可能性があります。

Q6．企業活動、物価動向など、景気にはどう影響しますか？

- ・ 日本銀行は、実質金利の低下効果を通じて企業や家計の経済活動に好影響をもたらすことが期待できるとしていますが、金利が低下することによる景気へのプラス効果は極めて軽微であると考えられます。むしろ、マイナス金利を拡大していけば、金融緩和とは逆の効果をもたらすリスクがあります。
- ・ まず、貸出金利が低下しても、すでに企業の手元資金が潤沢な状況にある中で、新たな資金需要が喚起される可能性は小さいと考えられます。また、そもそも貸出金利が低下するかどうか不明です。銀行の資金調達的主力である預金金利を簡単にはマイナスにできないこと、マイナス金利のコストを銀行が貸出金利に上乗せする可能性もあることなどが、その理由です。ただし、マイナス金利幅が大きくなれば、銀行が口座維持コストを預金者に転嫁する可能性もあります（すなわちマイナスの預金金利の導入）。
- ・ インフレ期待を高めることができるかどうかについても、マイナス金利自体が何なのか分かりづらく、人々の期待に働きかけても空回りする可能性があります。そもそも、インフレ期待が物価を押し上げるメカニズムについても効果は不透明であり、これまでの量的・質的金融緩和の下で必ずしも有効な手段となっている訳ではありません。
- ・ ただし、円安による輸入物価上昇により物価が押し上げられる効果はあります。もっとも、円安による押し上げ効果は一時的なものであり、円安が一服すれば物価の伸び率も鈍化することになります。

Q7．今後の金融政策の行方について教えてください

- ・ 内外経済の先行き不透明感が強まっているうえ、インフレターゲットの達成（消費者物価指数の前年比2%）が難しいため、今後も金融緩和が強化されていくと考えられます。ただし、流通する国債の量が徐々に減っており、量での拡大は難しくなっているため、今後の追加金融緩和については、マイナス金利の拡大を中心に対応することになりそうです。金融政策決定会合で「今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる」と決議されており、黒田総裁も追加引き下げの可能性を強調しています。マイナス幅の目途ですが、欧州のマイナス金利は、スウェーデン - 1.1%、スイス - 0.75%、デンマーク - 0.65%、欧州中央銀行 - 0.3%であり、これらと比較すると、もう少し緩和の余地がありそうです。
- ・ 今回のマイナス金利は、一見すると緩和余地を拡大させる画期的な政策に見えるかもしれませんが、しかし、マイナス幅が拡大すれば、それだけ銀行が国債買入に依らないリスクが高まってくると考えられ、現在の金融政策のフレームワークが行き詰る時期を早めてしまった可能性があります。
- ・ さらに、出口戦略を難しくするリスクがあります。マイナス金利付き量的・質的金融緩和を機能させるためには、日本銀行が高値で国債を買入れることが前提となっています。このため、国債の償還時に日本銀行に損失が発生することに加え、日本銀行が国債買入

れを停止ないしは減額することを決めた途端、これまでの高値で売却できる仕組みが崩れることとなります。そうなれば、新たに国債を購入するというメリットが失われることになり、国債利回りが急上昇するリスクが出てきます。

お問合せ先 調査部 小林 真一郎
E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。