

2020年9月24日

## MURC Focus

# 意図が読みにくい英国のマイナス金利の導入検討

## ～英経済の不確実性が高まる恐れ

調査部 副主任研究員 土田 陽介

- 英国の中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は9月の金融政策委員会（MPC）で、マイナス金利政策の導入に関して健全性監督機構と調整を開始すると発表した。
- 英国は経常収支赤字の経済であり、本来なら通貨安圧力がかりがちである。経済を安定させるためには通貨高誘導を目指すべき中銀が通貨安を促すマイナス金利政策を検討する意図は読みにくい。
- 金融の安定維持という観点から見ても、住宅バブルをさらに促す可能性が高いマイナス金利政策の導入は、かえって英経済の不確実性を高めるだけだと考えられる。

### （1）9月MPCでマイナス金利の導入に言及

英国の中銀であるイングランド銀行（BOE）は9月17日に金融政策委員会（MPC）を開催し、政策金利を既往の年0.10%に据え置き、資産購入プログラムを7,450億ポンド（約100兆円）で維持した。それと同時にBOEは、いわゆる「マイナス金利政策」の導入に関して金融監督当局である健全性監督機構（PRA）と調整を開始すると発表した。

コロナ禍での金融緩和の次の一手として、BOEのベイリー総裁はマイナス金利の導入の可能性についてこれまでたびたび言及してきた。またベイリー総裁は7月上旬、ロンドンの金融街であるシティの金融機関に対して書簡を送り、マイナス金利に伴い金融機関で予想される悪影響に関して警告を行うなどして、地ならしに努めてきた。

図表 1. 英国の長期金利の推移



（出所）Bloomberg

図表 2. ポンド相場の動向



（出所）Bloomberg

9月MPCでの発表を受けて英国の長期金利（図表1）は一時的に反応したが、結局はボックス圏での推移となっている。他方でポンドの対ドルレート（図表2）は、MPC直後はそれほど反応しなかったが、その後は欧州連合（EU）との通商協議の難航や新型コロナウイルスの感染拡大などが嫌気されて、軟調に推移している。

マイナス金利政策が持つ景気刺激効果は疑わしく、むしろ金融機関の収益悪化という無視できない深刻な副作用が生じることは、これまでの日本銀行や欧州中央銀行（ECB）の経験から明らかである。にもかかわらず、BOEが金融緩和の次の一手としてマイナス金利政策の導入を考えているわけだが、その政策意図がどこにあるのか掴みにくいと言わざるを得ない。

## （2）マイナス金利は通貨高の抑制に一定の効果

日欧の経験から言えることは、貸出を増やさない金融機関にペナルティを課すマイナス金利政策は、金融機関の収益を着実に悪化させるということに他ならない。マイナス金利政策の導入を主導した日銀の黒田総裁自身、2017年11月のスイスでの講演で、過剰な金利の低下が金融機関の金融仲介機能を損なう可能性（リバーサルレート仮説）に言及している。

ECBも金融機関の収益に配慮せざるを得なくなっている。ECBは2019年9月の政策理事会で金融緩和を強化し、下限金利（金融機関がECBに預金をする際に適用される金利）を0.10%ポイント引き下げて年▲0.50%としたが、その際にマイナス金利が適用される超過準備を限定することで、ECBは金融機関の収益悪化に対する配慮を見せた。

金融機関の収益が悪化すれば、将来的に金融不安が生じる可能性が高まる。それで景気が刺激されるならまだしも、これまでの金融緩和で金利の水準が十分に低下しているため、資金需要の喚起にはつながらない。敢えて言えば、マイナス金利を導入するマクロ経済的なベネフィットは通貨高の抑制くらいだろう。しかしながら、その効果も確実であるとは言いにくい。

図表3. マイナス金利深掘り後に進むユーロ高



（注）週次レート  
（出所）欧州中央銀行（ECB）

図表4. マイナス金利でも緩やかな円高基調



（注）週次レート  
（出所）日本銀行

ECBが2014年6月にマイナス金利政策を導入した当時に比べると、ユーロの対ドル相場（図表3）は確かにユーロ安である。しかし足元では、米国の低金利の長期化が見込まれることなどを理由に相場の持ち直しが鮮明である。またドル円相場（図表4）は2016年1月に日銀がマイナス金利を導入（付利を▲0.10%に引き下げ）した後、緩やかな円高基調が定着している。

為替レートは実需要因（経常収支）や金融要因（金利差）で決まるが、一方で長期的には平均回帰性（上げ過ぎたり下げ過ぎたりした場合に平均値に戻る性質）にも左右される。長期的な為替の下落局面でマイナス金利を導入すれば通貨安を促すことになるだろうが、上昇局面では通貨高をある程度抑制する効果くらいしか効果は望みにくい。

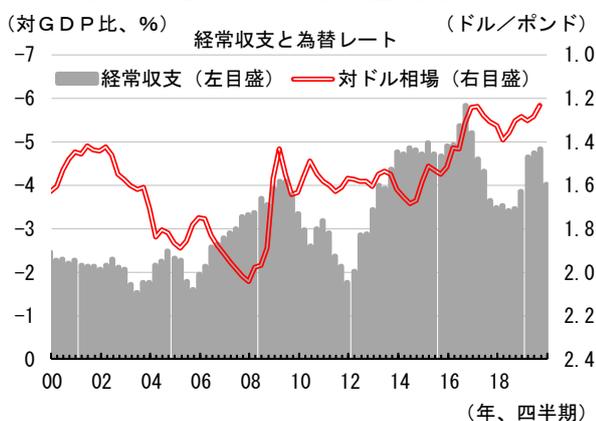
### （3）本来なら取りようがない選択肢である英国のマイナス金利導入

日本とユーロ圏は経常収支黒字の経済であるため、通貨高圧力がかかりやすい。他方で英国は経常収支赤字の経済であり、通貨安圧力がかかりがちである。英国は2016年6月の国民投票まで旺盛な資本流入を謳歌し、巨額の経常収支赤字を抱えながらも為替はしっかりしていたが、国民投票の後は経常収支赤字があまり減らない一方でポンド安基調が定着している（図表5）。

足元の英米金利差（図表6）は、米国の強力な金融緩和を受けて縮小している。しかし英国がマイナス金利を導入して金利差が再び広がれば、資本流入が先細りしポンド安が促される。経常収支赤字国で通貨安が進めば、輸入物価の上昇を通じ国内需要が圧迫されて景気が停滞する。輸出の余力に乏しい英国の場合、ポンド安で輸出がけん引する景気回復パスは描けない。

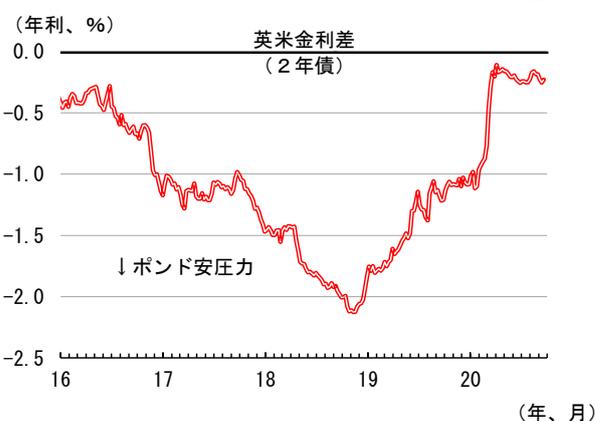
経常収支赤字という英経済の構造的な特徴を考えた場合、ポンド高誘導は最優先となる政策的な課題である。そのため、ポンド安を促すリスクが大きいマイナス金利政策の導入は本来なら取りようがない選択肢となる。にもかかわらず、マイナス金利政策の導入を前向きに検討しているBOEの意図がどこにあるのか、正直読みにくい。

図表5. 経常収支赤字は歴史的な高水準



（注）経常収支は4四半期後方移動平均  
（出所）英国家統計局（ONS）

図表6. 二国間貿易収支は対米黒字が定着



（注）週次レート  
（出所）Bloomberg

さらに英国は、年内にEUとの間で新たな通商協定が締結できない場合、年末でEU離脱に伴う「移行期間」が打ち切りとなるリスクを抱えている。移行期間が打ち切られれば、英国経済への不安からポンド安が進むことは免れない。こうした状況が意識されているにもかかわらずマイナス金利政策の導入を企図するBOEの姿勢には疑問を呈さざるを得ない。

#### (4) 住宅バブルをさらに膨らませるリスクも

経常収支赤字国が意図的に通貨安政策を採用することは、自発的な緊縮（ないしは構造調整）を行うことと同じ意味を持つ。他方で、英政府は移行期間の打ち切りを前提に、財政拡張を志向している。財政拡張と金融緩和は景気刺激のポリシーミックスとしてはベーシックな考え方だが、繰り返しとなるが英国は経常収支赤字国であるため、景気刺激策が通貨安を招きやすい。

経常収支赤字国が供給能力を上回る需要を刺激するとどうなるか。それは低成長と高インフレの併存、つまりスタグフレーションが定着することに他ならない。1970年代のスタグフレーションを打破しようと、当時の英当局は金融ビックバンに代表される様々な構造改革に努めたが、皮肉にも現在の英当局はスタグフレーションの流れを自ら招こうとしている。

既に英国の長期金利（図表7）は、通商協議を巡る不透明さやBOEによる巨額の資産購入の効果などから年0.20%程度と歴史的な低水準にある。そのため資産購入を増額しても、金利の低下による需要の刺激は見込みがたい。こうしたなかでマイナス金利が追加緩和の選択肢となるにしても、英経済の構造を考えた場合にそれが整合性の取れない政策であることは明白である。

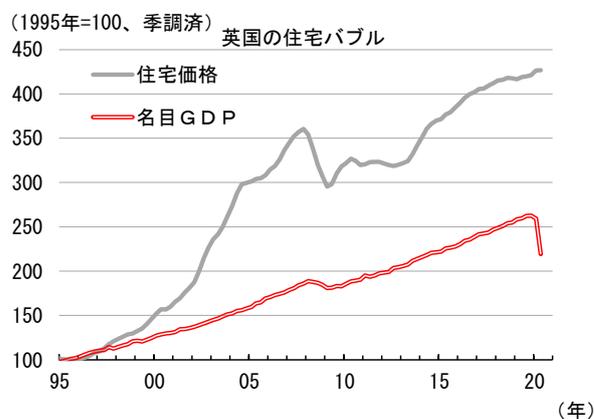
なお金融の安定維持という観点から見ても、マイナス金利の導入には疑問符が付く。仮にポンド安が招かれなかったとしても、長い間バブル気味に推移している住宅価格（図表8）が一段と押し上げられるリスクが懸念される。いずれにせよ、BOEによるマイナス金利の導入の意図は不鮮明であり、かえって英経済の不確実性を高めるだけだと言わざるを得ない。

図表7. 長期金利は既にゼロ近傍



(注) 週次レート  
(出所) Bloomberg

図表8. 根強い住宅価格の上昇



(注) 四半期データ  
(出所) ONS及びネーションワイド

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できると思わ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、当社までご連絡ください。