



IIMAの目 公益財団法人 国際通貨研究所

2016年2月12日

当てが外れたマイナス金利政策

公益財団法人 国際通貨研究所
 経済調査部 上席研究員 森川 央

欧州銀行株の足を引っ張るマイナス金利政策

金融市場の動揺が続いている。鳴物入りで始まったマイナス金利政策は株価上昇と円安への援軍とならず、株価もドル円レートも導入前の水準に低下してきている。これまでのところ、懐疑派が懸念していた副作用が期待した効果をはるかに上回っている。

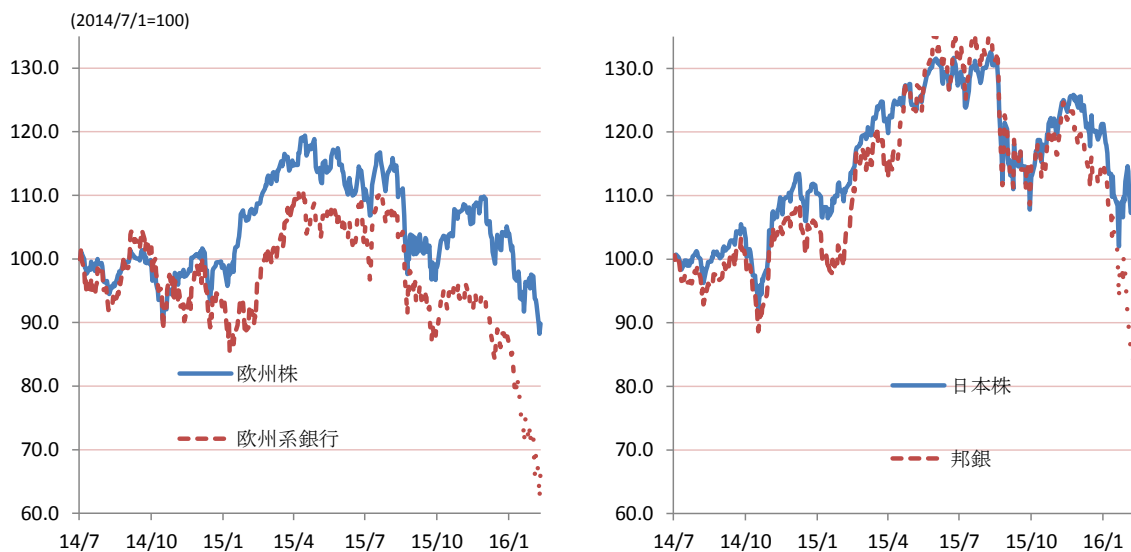
まだ現実の運用も始まっていないマイナス金利政策の「賞味期限」がこれほど短かったのは、マイナス金利政策の先輩、欧州経済が再び変調をきたしていることが影響しているだろう。

欧州中央銀行（ECB）がマイナス金利を導入したのは2014年6月である。それ以降のユーロ圏の株価をみると、銀行セクターは時間の経過と共に指数全体（ユーロ STOXX）をアンダーパフォームするようになってきた。もちろん、マイナス金利だけが銀行株不振の原因ではない。だが、マイナス金利政策でドイツ国債の利回りが8年までマイナスに低下するなど、銀行の収益機会が失われていたことは間違いない。

欧州

図 1. 日欧の株価

日本



(資料)トムソン・ロイター

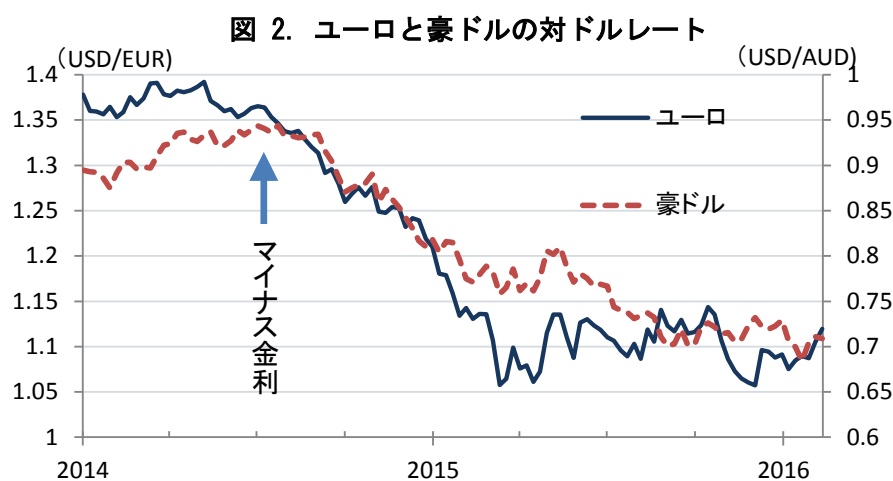
過大評価だった為替安誘導効果

銀行収益への負の影響は当初から想定されたことだった。それよりも銀行が余剰資金を貸し出しに回すことに期待がかかった。ユーロ圏の場合、住宅ローンは金利低下により一定の増加効果があったようだが、企業向け貸出は目立った効果は確認できないという評価になっている。

そして明言はしないが、期待されていたのは通貨安効果である。実際、ユーロはマイナス金利導入前後から下落に転じ、14年6月の1ユーロ=1.35ドルから同1.06ドル付近まで下げることがあった。約2割の下落である。日銀にも暗黙の狙いとして、少なくとも円高阻止の意図はあったはずである。マイナス金利導入前に1ドル=119円前後だったので、2割は無理でも125円、130円を目指すという期待が膨らんだのも無理はない。だが捕らぬ狸の皮算用だった。

確かにマイナス金利政策に為替安効果はあっただろう。だが、同時にドル側の事情も考慮する必要がある。2014年といえば、10月に米FRBによる量的緩和（QE3）が事前の告知通りに終了し、次のステップである利上げ時期を探る時であった。つまり、ドル高が始まる時期だったのである。その証拠に豪ドルもほぼ同じ時期から下落が始まっていた。

ユーロ/ドルのチャートを見てマイナス金利導入の時期に印をつけると、如何にもそれが理由で下落が始まったように見えるが、チャートのだまし絵である。マイナス金利の為替安効果は、一般に過大評価されていたと考えられる。



(資料)トムソン・ロイター

デフレ効果>インフレ効果

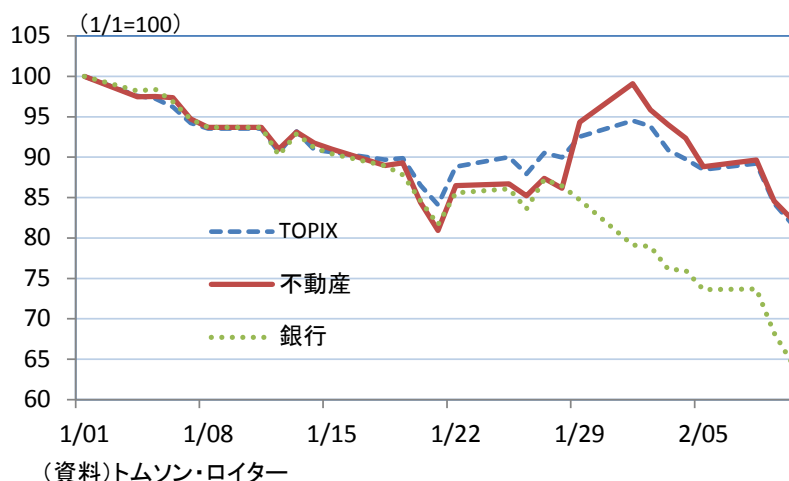
マイナス金利導入後1年半が経過したユーロ圏においてもインフレ率の顕著な上昇は見られない。むしろ銀行経営の圧迫材料になっていることで、マイナス金利がデフレ効果になっている可能性がある。

日本でも同じ心配がある。銀行株が売られているのは当然として、保険株も下落、またMMFなど公社債投信の募集停止も続いている。これらは金融仲介機能の低下を懸念させる。

そしてマイナス金利で最も潤うべき不動産株でも、早くも上昇効果は失われている。不動産株は内需型で、本来円高にも強いはずだが、外部環境の悪化を跳ね返せていない。

間接金融が優位である日本の場合、金融セクターの株が下がりながら株価指数全体が上がる例はほとんどない。マイナス金利はインフレ効果を発揮する前に、デフレ効果ばかりが目立つ結果になっている。

図 3. 年明け後の株価 (TOPIX)



ECB の次の一手に注目

外部環境が悪化するなか、日欧の金融政策の次の一手が注目される。マイナス金利政策のプラス効果を信頼するならば、マイナス幅を拡大させるべきだろう。日銀は、マイナス金利はこれで終わりではなく効果が上がらなければマイナス幅を拡大させるとしている。だがその場合、同時に銀行や保険会社の収益悪化を招きリスクテイク能力を低下させるという副作用も大きくなることを覚悟しなくてはならない。

まずは追加の金融緩和を予告している ECB の対応が注目される。¹ 金融セクターの機能低下リスクを覚悟でマイナス金利を拡大するのか、量的緩和の規模拡大を選択するのか。ECB の選択とその結果は、日銀の次の一手の参考になる。

¹ ECB は 1 月 22 日の会見で、次回理事会 (3 月) での追加緩和を示唆した。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。