

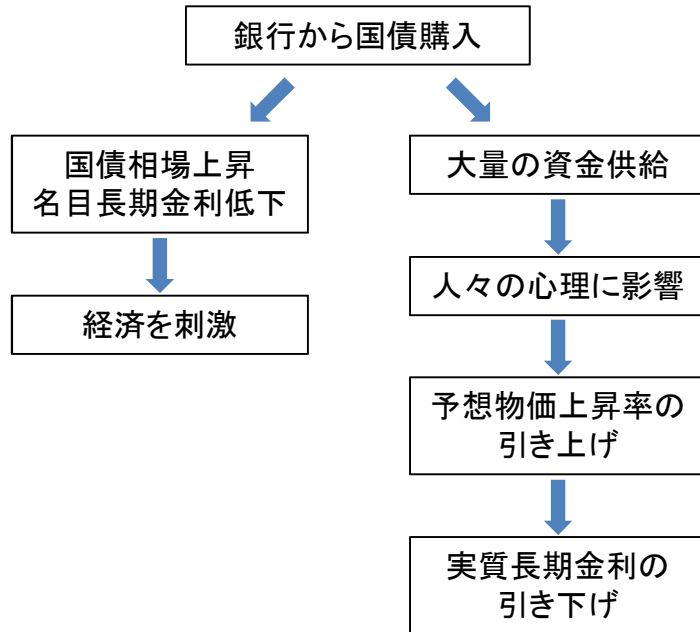
第45回 経済政策勉強会
「緊急解説 マイナス金利」

2016年6月18日

- I 「円高圧力を消せ」 — 導入の内幕
- II 経済刺激どこまで — 仕組みと効果
- III 予想外の円高・株安 — 日銀の誤算とは
- IV 「劇薬」に7つの副作用の懸念 — 「経済の血液」の流れが滞る？
- V 資産運用どう変える — コスト重視とリスク回避

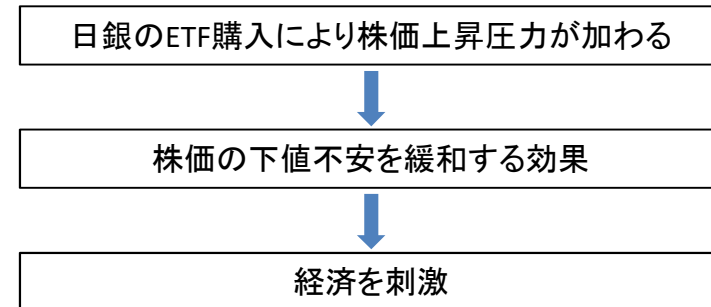
I. 「円高圧力を消せ」 - 導入の内幕 量的緩和・質的緩和とは

量的緩和とは、資金供給量の拡大で緩和効果を出そうと試みる政策



※ 量的緩和で購入する資産が国債の理由
 ・ 高い信用度（通貨の信用を担保）
 ・ 国債の発行規模（残高800兆円）

質的緩和とは、国債と比べてリスクが高い資産（ETF等）を買い入れること



※ 組み入れた株式の発行体が経営破綻等すれば価値低下の可能性があるので、大量購入できない

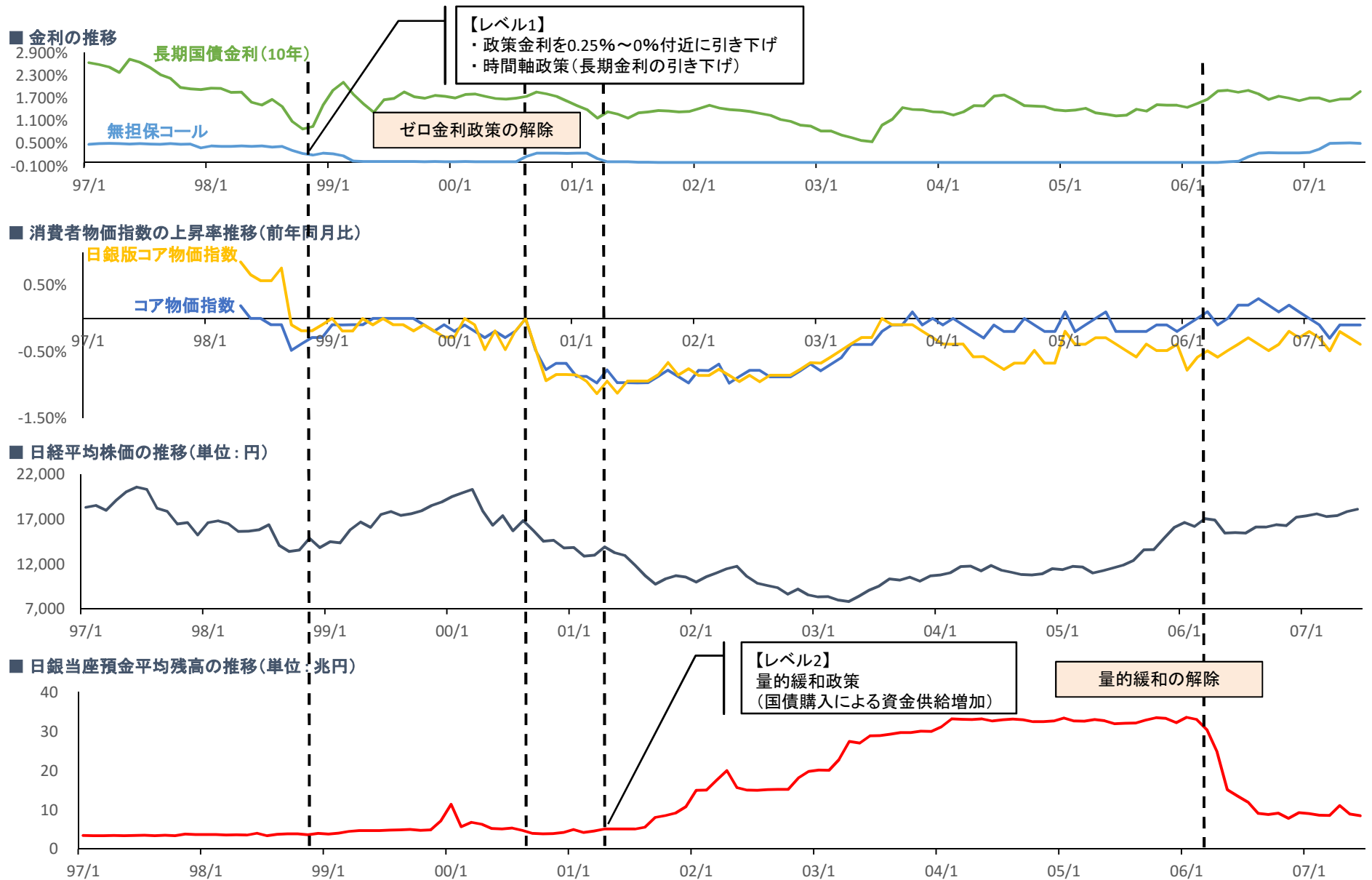
日本銀行 貸借対照表
2016年3月期 (単位: 10億円)

国債	349,196	当座預金	275,439
金銭の信託(*)	9,230	発行銀行券	95,595
その他	47,222	その他	31,064
		純資産	3,550

* : ETF(7,568)、REIT(294)

I. 「円高圧力を消せ」－ 導入の内幕

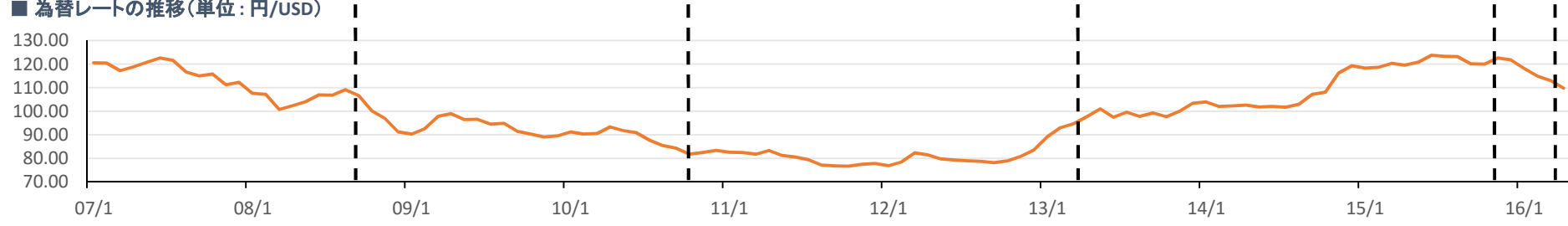
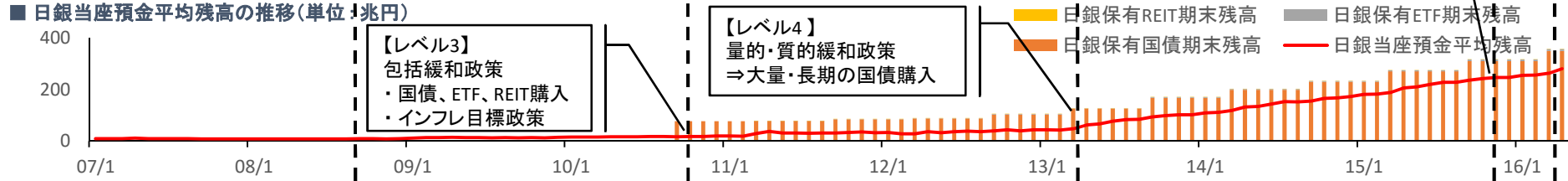
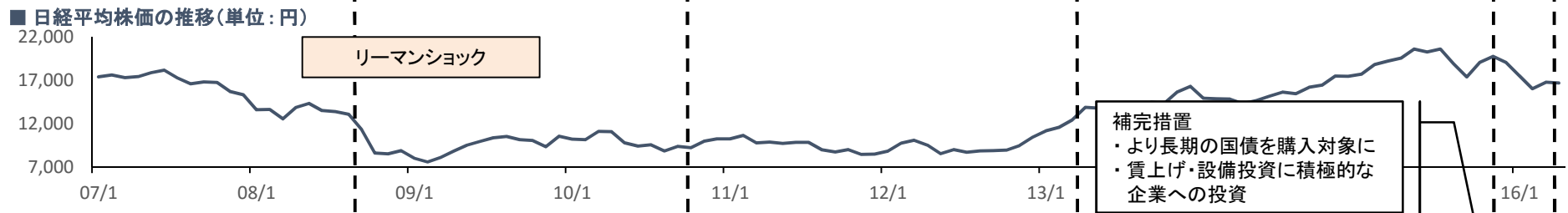
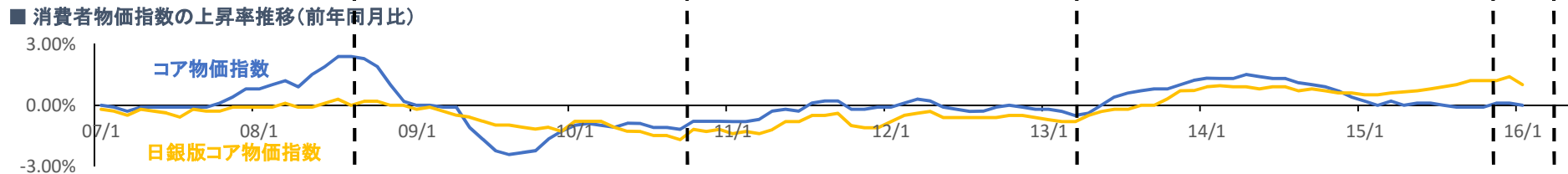
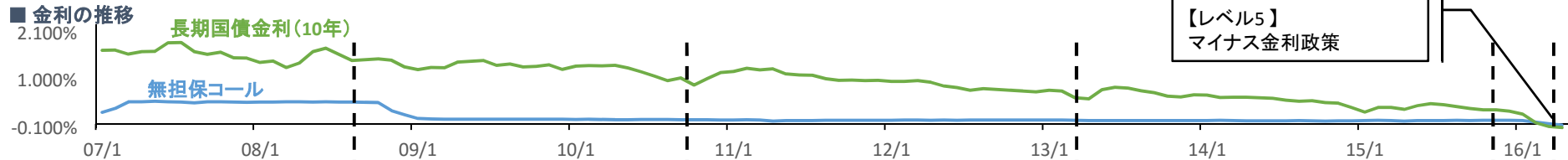
日銀の緩和政策の歴史(98年～06年)



I. 「円高圧力を消せ」 - 導入の内幕 日銀の緩和政策の歴史(07年～)

株安+円高
↓
物価上昇のピークアウト

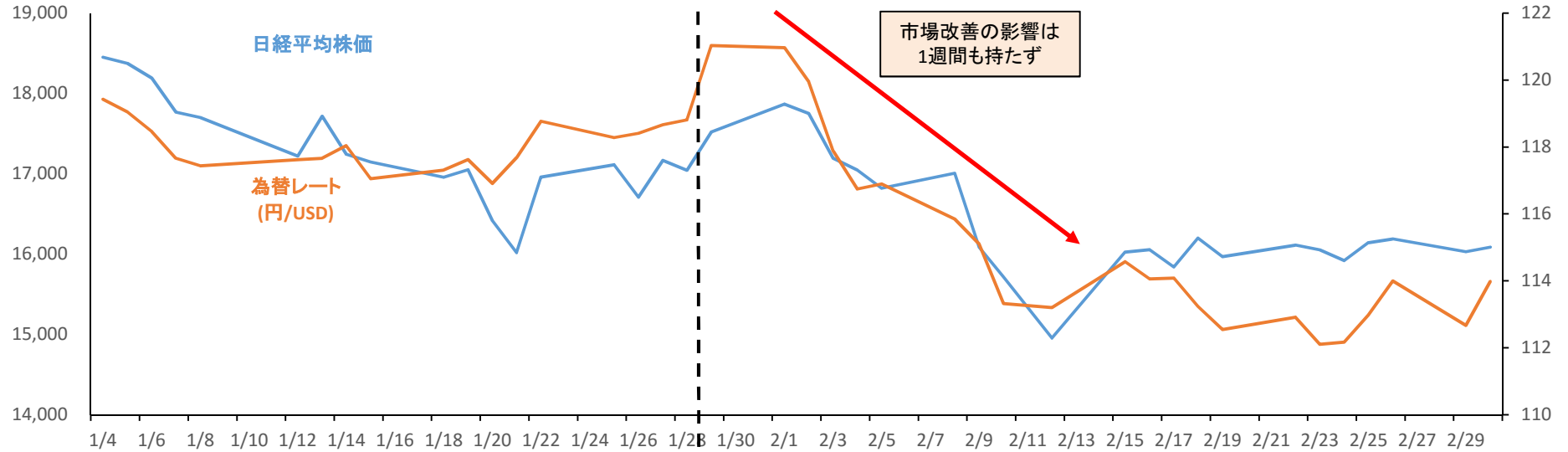
【レベル5】
マイナス金利政策



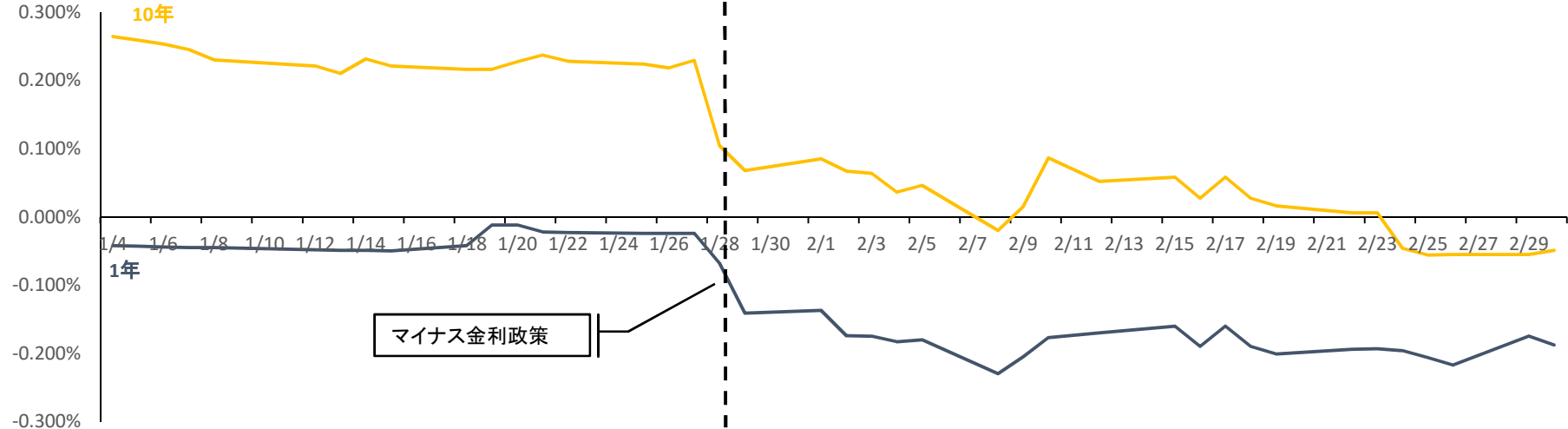
I. 「円高圧力を消せ」－ 導入の内幕

日銀の緩和政策の歴史(マイナス金利導入前後)

■ 為替レートと日経平均の日次推移



■ 国債金利の日次推移



I. 「円高圧力を消せ」－ 導入の内幕 追加緩和の今後の方向性

① マイナス金利の拡大

- 当初はマイナス0.1%だが、拡大余地あり
(スウェーデンではマイナス1.25%)

② 量的緩和の拡大

- 長期国債の買入額の拡大
(現在年間80兆円の残高増加)

③ 質的緩和の拡大

- ETF(現在年間3兆円購入)やREIT(同900億円)の増加
- 新タイプのETF(設備・人材投資に積極的な企業の株式組入)購入枠拡大の可能性



選択肢を広げて緩和の手詰まり感を払拭する

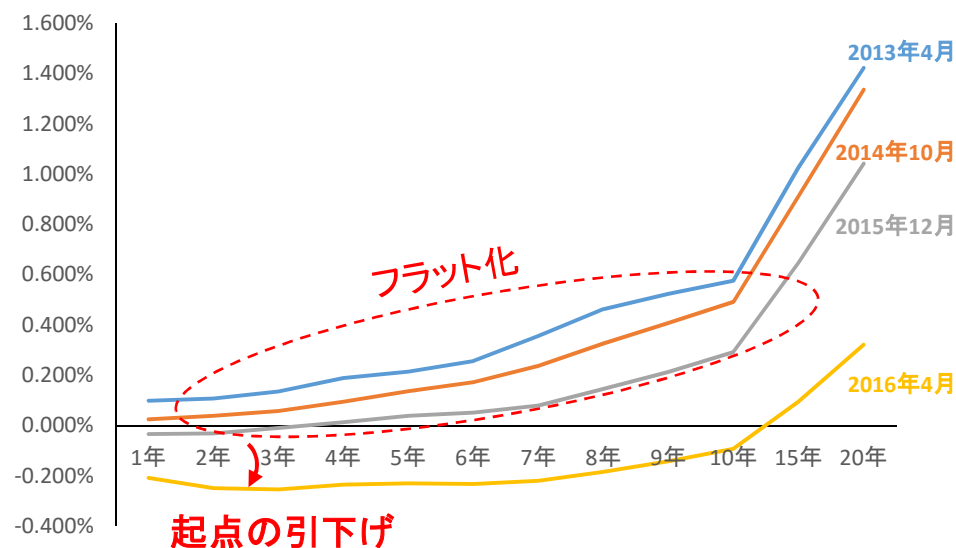
量・質・(マイナス)金利

-
- I 「円高圧力を消せ」 — 導入の内幕
 - II 経済刺激どこまで — 仕組みと効果
 - III 予想外の円高・株安 — 日銀の誤算とは
 - IV 「劇薬」に7つの副作用の懸念 — 「経済の血液」の流れが滞る？
 - V 資産運用どう変える — コスト重視とリスク回避

Ⅱ. 経済刺激どこまで — 仕組みと効果 イールドカーブ

日本銀行当座預金金利をマイナス化することでイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買い入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく(日銀発表)

■ イールドカーブ



- 購入する国債の平均残存期間
 - 2013年4月 : 7年
 - 2014年10月 : 7~10年
 - 2015年12月 : 7~12年
- ⇒より長い金利に低下圧力
- ⇒イールドカーブの傾きが緩やかに(フラット化)

$$\frac{\text{利息} \downarrow}{\text{国債価格} \uparrow} = \text{利回り} \downarrow$$

- イールドカーブの最初の部分を下げる
 - ⇒長期金利には、期間に対するリスクプレミアム (長期金利 = 短期金利 + リスクの上乗せ)
 - ⇒起点が下がれば全期間の利回り低下
 - ⇒イールドカーブ全体の低下

Ⅱ. 経済刺激どこまで — 仕組みと効果

マイナス金利の適用範囲

3段階の日銀当座預金金利

- 15年度の平均残高部分：0.1%
- 所要準備額(預金保護のために日銀へ預け入れを求められている額)等：0%
- 上記を上回る残高(10～30兆円)：マイナス0.1%

一部のみ

マイナス金利を一部にとどめる理由

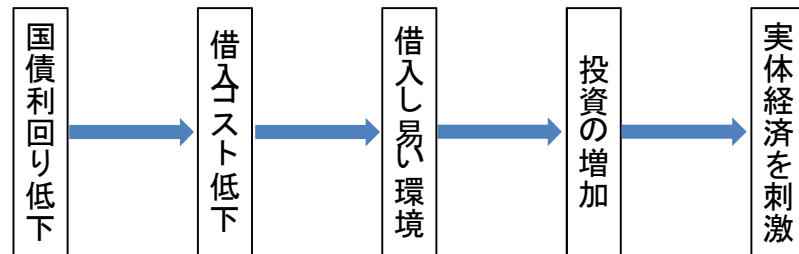
- 金融機関の収益への配慮
 - 金融仲介機能の低下による経済の健全な発展の阻害
 - 株式市場への影響
- 一部でも短期金利を低下させられる可能性が高い
 - 金融取引の価格は新しい取引の限界的な損益により決まる

Ⅱ. 経済刺激どこまで — 仕組みと効果 経済を刺激する2つの経路

金利の低下が実態経済の動きを直接刺激

国債利回りは様々な金利の基準

- ・ 利率 = 国債利回り + 信用スプレッド



経済を刺激しない可能性

- ・ 高金利で投資したい企業が借入できない状況が前提
 - 現在の日本企業は潤沢な手元資金を保有
 - 15/12時点で金融機関の貸出態度判断指数改善

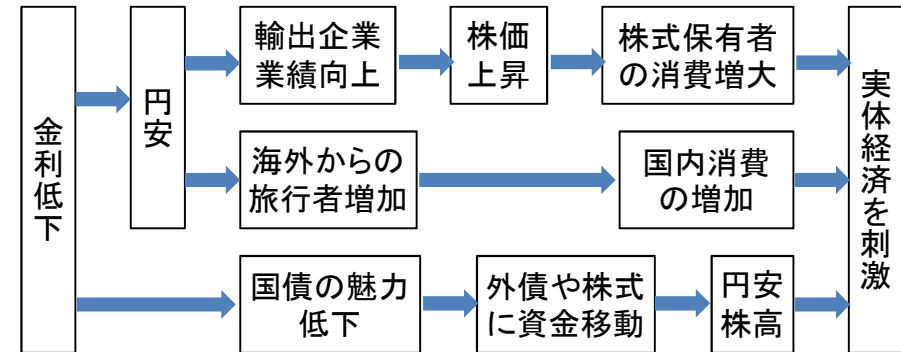
投資を大幅に増やすには？

- ・ 魅力的な投資機会を増やすこと
 - ⇒ 規制緩和等による成長戦略を進めて日本経済の実力(潜在成長力)を高める努力が不可欠

市場環境を改善させる

金利の低下⇒円が売られる(円安)

- ・ 金利面で円の魅力が低下



経済を刺激しない可能性

- ・ 勤め先企業の業績が低迷していれば、個人所得は増加せずに消費拡大にはつながらない
- ・ 円安でも輸出数量が増えにくい環境
 - 円高時代に海外現地生産増加、国内生産力低下
 - 人口減少で優秀な労働力減少

個人消費を増やすには？

- ・ 日本経済の実力を高め、ビジネス機会を増加

Ⅱ. 経済刺激どこまで — 仕組みと効果

利回りマイナスの国債が買われる理由

- 利息を払う資産を購入すれば投資家は損をする
 - 利益は出ないはず



- 投資家は利益が出ると見込んでいる
 - 日銀が巨額の長期国債を買い続けるには、金融機関に魅力的な価格で購入する必要
 - 金融機関は日銀によるより高い価格で国債が購入される思惑

- 「マイナス金利政策」それ自体がリスク回避的ムードをあおった（リスク回避的になると安全資産の国債が買われやすい）
 - 銀行収益悪化懸念による銀行株の下落
 - 銀行の利益の源泉である長短金利差による利ザヤの縮小
 - 個人預金金利のマイナス金利適用が困難（逆ザヤ）

Ⅱ. 経済刺激どこまで — 仕組みと効果 欧州におけるマイナス金利の状況

16/3末時点における中央銀行預金金利

- スウェーデン: -1.25%
- デンマーク : -0.65%
- ユーロ圏 : -0.40%
- スイス : -0.75%



金利への影響

- ドイツ: 残存期間7年国債利回りがゼロ未満
- スイス: 10年国債利回りもマイナス圏

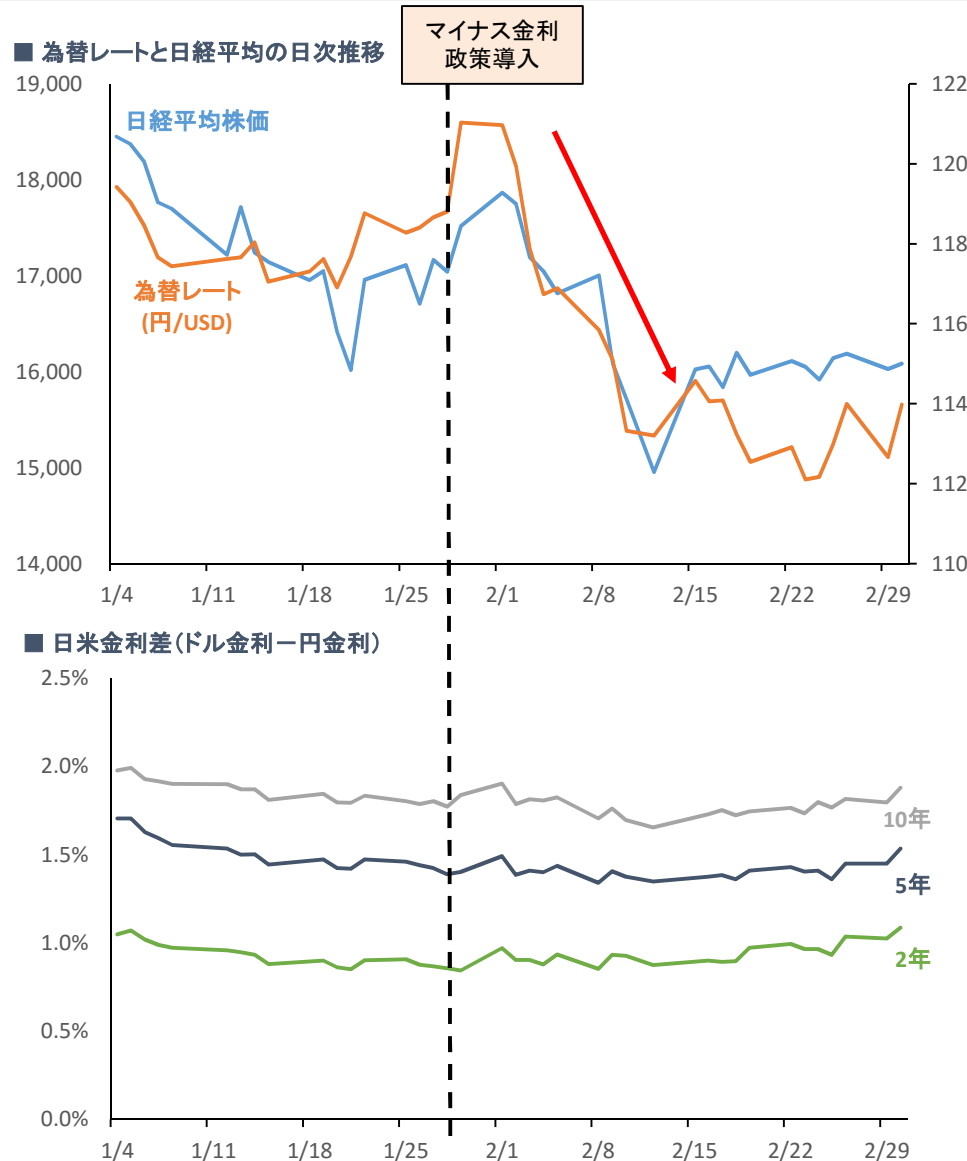


实体经济への影響

- ユーロ圏
 - 物価上昇率はゼロ前後⇒实体经济への影響は見られない
 - 為替相場下落(対円・対ドルともに)⇒通貨高対策としての意義はあった
- デンマーク
 - 住宅価格の上昇(価格が4倍に跳ね上がった豪邸)⇒資金が不動産に移った
 - マイナス金利の住宅ローン、ただし手数料がマイナス金利を超過⇒マイナス金利は手数料の割引でしかない
- スイス
 - 預金金利にマイナス金利を適用した銀行はごく一部
 - 元々口座維持手数料を徴収することは珍しくないため、実質的なマイナス金利はずっと前から始まっていた

-
- I 「円高圧力を消せ」 — 導入の内幕
 - II 経済刺激どこまで — 仕組みと効果
 - III 予想外の円高・株安 — 日銀の誤算とは
 - IV 「劇薬」に7つの副作用の懸念 — 「経済の血液」の流れが滞る？
 - V 資産運用どう変える — コスト重視とリスク回避

Ⅲ. 予想外の円高・株安 — 日銀の誤算とは 円高招いた二つの誤算



米経済減速

- 15/10~12月米GDP成長の鈍化
(中国等経済の減速、米利上観測(ドル高)、原油安)
- 企業の景況感悪化
↓ FRB要人の発言ポイント
- 3月の米利上げ見送りの可能性⇒米金利低下
- ドル高懸念⇒ドル高牽制
↓
- 円高抑止できず⇒株安

リスク回避

- 超低金利通貨の円はリスク回避時に買われやすい
金利低下による銀行収益悪化⇒銀行株下落⇒円買い
(ドイツ銀行の経営悪化を日本の状況に結び付け)
↓
- リスク回避ムード&円高⇒株価下落
- 株価下落&リスク回避ムード⇒円高

「円の対ドル相場が本格的に下落に転じるのは、早くも16年暮れから17年の年明け」

(三菱UFJモルガン・スタンレー証券 チーフ為替ストラテジスト)

Ⅲ. 予想外の円高・株安 — 日銀の誤算とは マイナス金利の下限

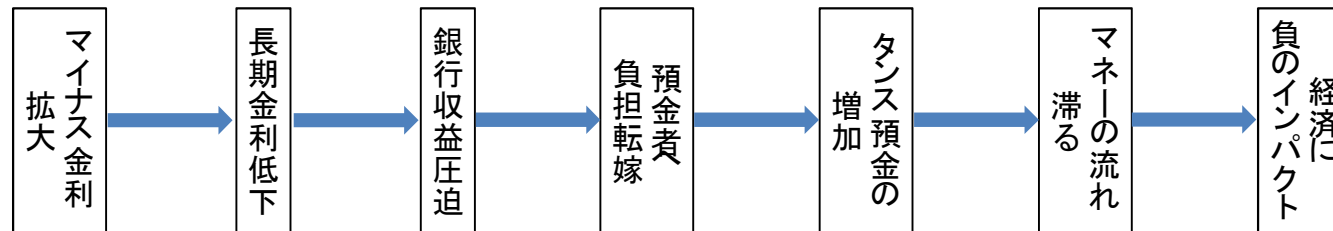
「今後、必要な場合には、さらに金利を引き下げる」

(2016年1月29日 黒田日銀総裁)

- 「マイナス金利の先駆者である欧州を参考にすると、保守的に見てもマイナス0%台半ばまでの引き下げは問題なさそうだ。さらにマイナス1%も未知の領域ではない」
(2016年2月8日 野村證券レポート)
- 「原則として(金利に)下限はない。いくらでもやろうと思ったらできる。」「マイナス1%まで行ってもおかしくない。」
(2016年2月4日 経済学者・日銀参与 河合正弘氏)
- 「・・・日銀もあと2～3回分の『追加利下げ』余地を作り出した・・・」
(2016年2月8日 東大教授 上田和男氏)

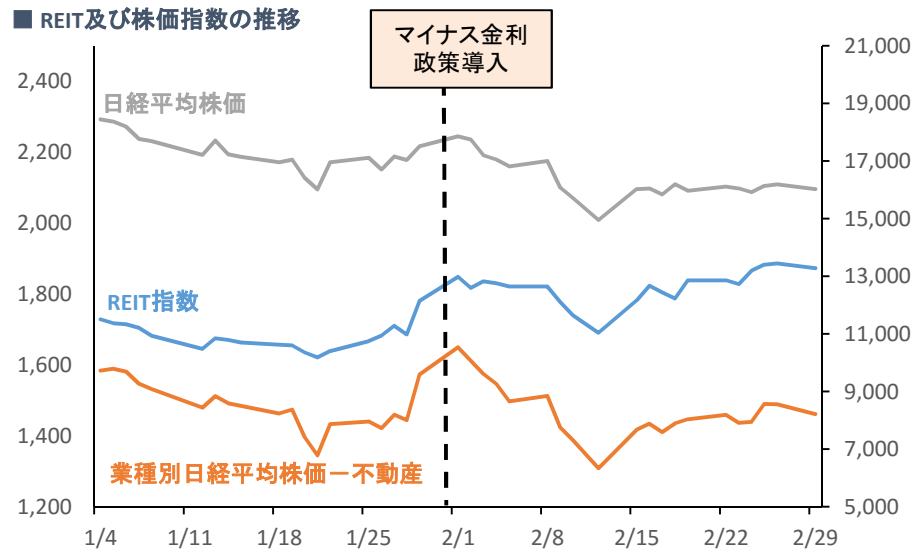
マイナス金利の下限を決めるファクター

- 重要な基準は、マイナス金利幅拡大による金融引き締め効果がどの程度であるか



- いずれにせよ、円高・株安が進めば、日銀は追加緩和も辞さずという姿勢
- 市場が安定するかは海外要因(中国経済の減速・原油安・米国経済の減速)に大きく左右される

Ⅲ. 予想外の円高・株安 — 日銀の誤算とは 不動産にマネー流入



投資されたリスク資産

- REIT価格上昇
 - 利回りの高さに魅力(平均3%台)
- 不動産関連株式の下落幅の小ささ
 - 借入金依存が高く、金利低下によるメリット享受

-
- I 「円高圧力を消せ」 — 導入の内幕
 - II 経済刺激どこまで — 仕組みと効果
 - III 予想外の円高・株安 — 日銀の誤算とは
 - IV 「劇薬」に7つの副作用の懸念 — 「経済の血液」の流れが滞る？**
 - V 資産運用どう変える — コスト重視とリスク回避

IV.「劇薬」に7つの副作用の懸念 – 「経済の血液」の流れが滞る？ 銀行の金融仲介機能が低下する恐れ

- 預金を集めても利ザヤを稼げる運用先がない(日銀はマイナス金利、貸出金利も低下)
⇒ 金融商品販売による手数料収入で稼いだ方がマシ
⇒ 余計な預金は他行に押し付け



預金を集めてそれを貸す銀行の仲介機能が低下

- 利ザヤ縮小を防ぐ手立て
 - 預金金利をマイナスに、ただし難しい⇒口座手数料で実質マイナス金利に
 - タンス預金が増加する恐れ⇒銀行の仲介機能が低下
 - 現金の金利をマイナスに(印紙)⇒通貨の価値が目減りすることで円の信頼性を毀損するリスク
 - 貸出金利が下がらない企業へ融資⇒金利が高い貸付先は高リスク
 - 回収不能による不良債権の増加⇒銀行経営の悪化による金融仲介機能の低下
- 利ザヤ確保が難しければ、銀行収益に悪影響(大手行△8%、地銀△15%)
 - 銀行株の相場下落が株式市場の心理を悪化させる
 - 企業の持合株式(銀行)の株価下落により一定の打撃
- 短期国債等で運用されるMRF(残高10兆円程度)の運用成績の悪化
 - 15年度平均残高(11兆円程度)まではマイナス金利の対象外
- マイナス金利が低コストの金融サービス普及を促す可能性
 - フィンテック等

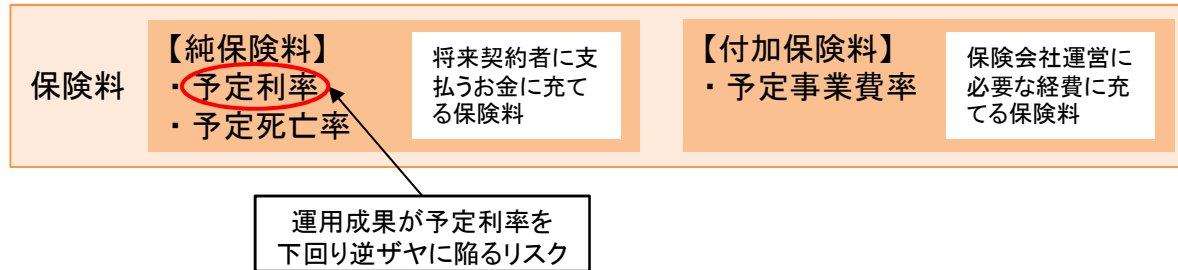
IV.「劇薬」に7つの副作用の懸念 – 「経済の血液」の流れが滞る？ 保険・年金など資産運用への悪影響

「もはや国債での運用は困難だ」

「予定利率の引き下げや商品の売り止め(を検討する動き)が出始めている」

(生命保険協会会長 筒井義信氏)

- 予定利率の引き下げが保険料引き上げの要因に



「外国債券や社債などへの投資で運用資産の分散を図らなければならない」

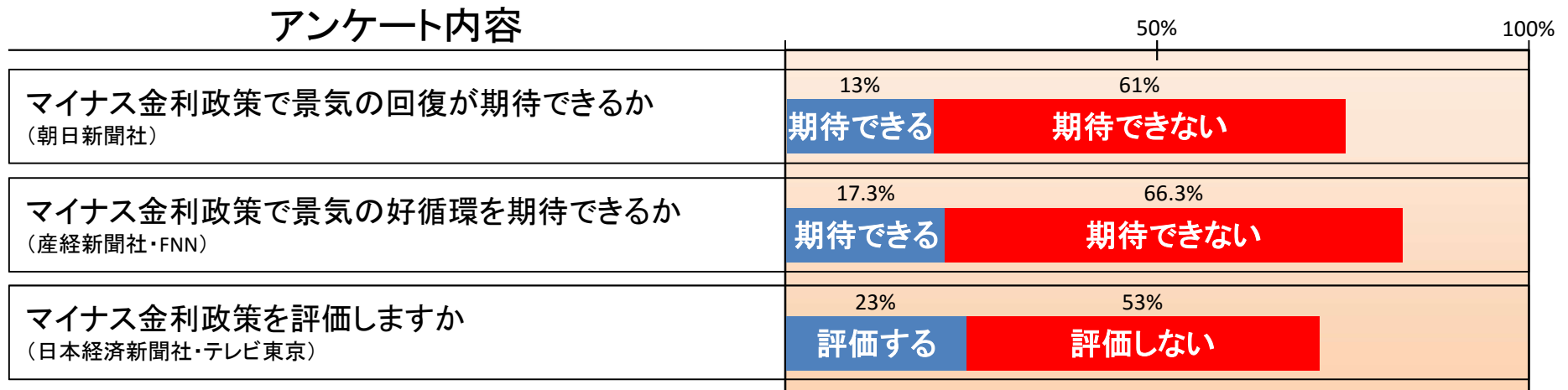
(生命保険協会会長 筒井義信氏)

- リスク性資産への資金移動は「マイナス金利政策」の狙いの一つ
- 反面、保険加入者のお金が従来より大きなリスクにさらされる

年金運用へも影響を及ぼす可能性

- 最近では国債依存度を下げる方向にある
- とはいえ国債運用による金利収入は減り、よりリスクの高い資産での運用を増やさざるを得なくなる可能性あり

IV.「劇薬」に7つの副作用の懸念 – 「経済の血液」の流れが滞る？ 人々の心理を暗くしてしまう危険性



- 金融緩和政策は人々の心理を刺激して、デフレマインドを払拭することが目的
- 一方、「通常はプラスの金利をマイナスに押し下げる政策」が、日本経済に異常なことが発生しているイメージ
- 今の日銀の金融緩和政策は、人々の期待への働きかけを重視
- 「最も重要な効果波及経路は実質金利の低下」(黒田日銀総裁)

フィッシャー方程式： 名目金利 = 実質金利 + 期待インフレ率

例)	1%で借入	-1%	← 2%の物価上昇を予想
マイナス金利政策で 人々のデフレマインド が強まる場合	1% ↓ マイナス金利政策 0.5%	-1% 変わらず -1%	2% ↓ デフレマインド 1.5%

- マイナス金利政策が人々のデフレマインドを強めるかの明確な結論は見えていないが、人々の心理・経済にどのような作用を及ぼすのかを注視する必要あり

IV.「劇薬」に7つの副作用の懸念 — 「経済の血液」の流れが滞る？ 財政の規律を低下させるリスク

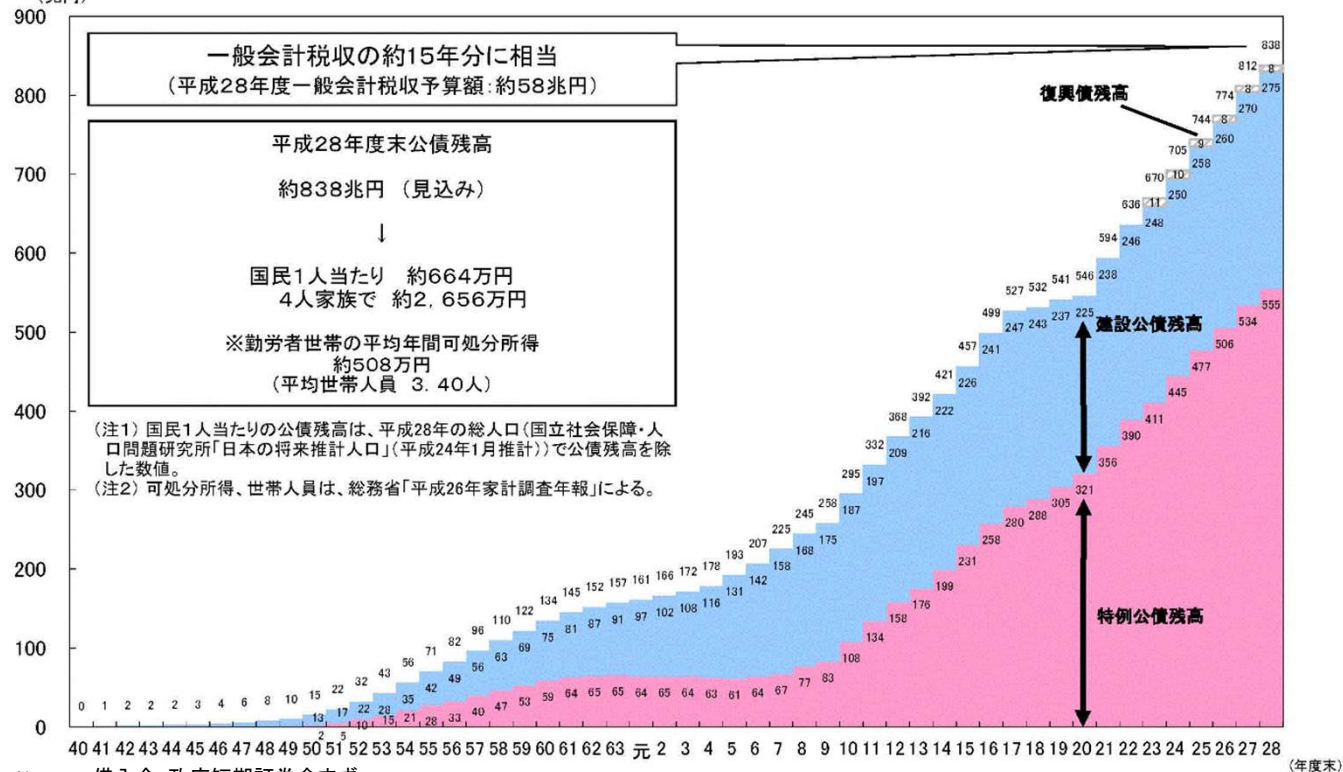
- 日本政府は巨額の財政赤字を抱える
- 利払い負担の軽減で、財政出動による景気刺激がやりやすくなる
- 一方、財政健全化の動機が働きにくくなる側面も

日本の政府債務はGDPの2倍以上

財政の健全化に向けた動きがさらに後退するのは望ましくない展開

■ 公債残高の累計

(兆円)



Note : 借入金・政府短期証券含まず

Source : 財務省HP http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/004.htm

IV.「劇薬」に7つの副作用の懸念 — 「経済の血液」の流れが滞る？ 緩和政策の出口が遠のく可能性 / 地価など資産バブル形成の懸念

緩和政策の出口が遠のく可能性

- 物価上昇率2%の安定的な持続に必要な時点まで現政策を継続
⇒条件が満たされれば政策をやめるとは言っていない
- 巨額の国債購入等の緩和政策終了
⇒長期金利が跳ね上がる⇒様々なショックが経済を襲う(政府の財政状態悪化、金融機関の経営悪化等)
⇒2%の物価安定目標が達成されても現政策を続けざるを得ない可能性
⇒金融抑圧(政府の干渉により、金利をインフレ率を下回る水準に誘導すること)

↓ 物価目標達成後のインフレリスク

「インフレが目標より上振れても日銀は大規模な国債購入を続けざるを得ない。その場合、金利からインフレ率を差し引いた実質金利は大幅なマイナスが続かざるを得ないから、インフレには歯止めをかけられない。」

(日銀OB・京都大学教授 翁邦雄氏)

地価など資産バブル形成の懸念

- マイナス金利政策導入決定後にREIT指数の上昇、株式市場と異なる不動産関連の株価の変動

↓ スウェーデンの事例

「金利低下で住宅バブルが起こりつつあるとみられている」

「マイナス金利は、物価を上げずに住宅価格を押し上げた可能性がある」

(みずほ総合研究所上席主任エコノミスト)

IV.「劇薬」に7つの副作用の懸念 – 「経済の血液」の流れが滞る？ 国際的な通貨安競争をあおるリスク

「既にマイナス金利を採用する他國中銀とのマイナス金利競争に陥ることを懸念する」

(日銀公表の「主な意見」)

- マイナス金利政策には。通貨高防止・通貨安促進の効果あり
⇒世界的な「通貨安競争」に発展する懸念がある

↓ 通貨安競争を一概に否定すべきでない

「一部の歴史の教科書では、大恐慌期に通貨切り下げ競争が起きて、世界恐慌が激化したといわれているが、これは間違った歴史の解釈である。全世界が金融緩和すれば全世界の景気が良くなるだけだ。よくなりすぎてバブルになりそうな国があれば、そんな国から引き締めを始めればよい。」

(日銀審議委員 原田泰氏)

- 米国と中国で自国通貨高への政治的な不満が一段と広がるリスクは？

「FRBは中長期的な視点でのマイナス金利採用を排除していないが、それは近未来の政策シグナルではない。」

(米金融情報コンサルタント会社)

- ただし、日銀の政策が米中の政策スタンスにどんな影響を及ぼすのかは注視すべきポイント

-
- I 「円高圧力を消せ」－導入の内幕
 - II 経済刺激どこまで－仕組みと効果
 - III 予想外の円高・株安－日銀の誤算とは
 - IV 「劇薬」に7つの副作用の懸念－「経済の血液」の流れが滞る？
 - V 資産運用どう変える－コスト重視とリスク回避

V. 資産運用どう変える ― コスト重視とリスク回避 概略

銀行預金に5つの注意点

- 金利の水準に一段と敏感になること
- 金利の方向性に関する感度を磨くこと
- 手数料の重みが増す点に留意すること
- 流動性の確保を忘れないこと
- 様々なリスクに注意を払うこと

住宅ローン減税とのセットで「マイナス金利」を実現

- マイナス金利は常に実現するとは限らない
- 金利は固定か変動か
- 負担軽減へローン借り換えの好機