



“ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

アジア

2016年3月23日

マイナス金利政策のここが不安

日銀のマイナス金利政策(マイナス金利付き量的・質的金融緩和)に逆風が見られます。市場で聞かれるマイナス金利政策に対する主な不安として、銀行収益への懸念、政策効果への不安、政策の伝達方法などがあげられます。

日銀黒田総裁: マイナス金利で国会出席、日数早くも年間記録上回る

日銀の黒田総裁は2016年3月23日に国会出席、年初来の出席回数が2014年に達成した年間記録(27日)を上回りました。マイナス金利政策への反響が大きいことが背景と見られます。例えば、1月29日にマイナス金利政策導入を公表して以後、2月の平日が20日のうち15日も出席しています。過去の日銀総裁は年間で平均25日程度の出席が通常であったことから、今年は異例の多さとなっています。

どこに注目すべきか:

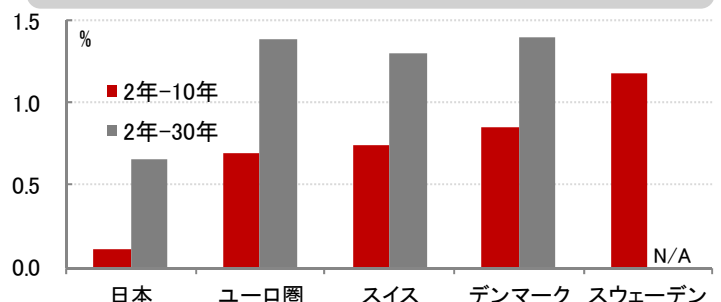
マイナス金利、利回り格差、サプライズ効果

日銀のマイナス金利政策(マイナス金利付き量的・質的金融緩和)に逆風が見られます。市場で聞かれるマイナス金利政策に対する主な不安として、銀行収益への懸念、政策効果への不安、政策の伝達方法などがあげられます。日銀は政策運営の基準に実質金利(名目金利マイナス期待物価上昇率)を重視しています。量的金融緩和はマネタリーベースを増やして期待物価上昇率の引き上げ(その結果の実質金利の下げ)を意図していましたが、「量」の政策の効果の持続性に懸念が見られた中、名目金利の引き下げを目指したマイナス金利は政策的に一貫性が見られます。では、何故不評なのか。1つ目は銀行収益への懸念です。大雑把な銀行の収益構造は、短期調達・長期貸付です。例えば、固定の住宅ローンは長期金利に連動が見られます。そこで目安として長期と短期の国債利回りを、日本と既にマイナス金利を導入した欧州の国々と比較すると、日本の長短利回り格差は小さくなっています(図表1参照)。相対的に巨額な量的金融緩和で国債利回りが低下していたうえに、マイナス金利政策が重なった結果と見られますが、欧州でさえ銀行収益への懸念は強まっているだけに、日本での影響が懸念されます。2つ目は、政策効果への不安です。日銀は今回の政策をマイナス金利付き量的・質的金融緩和としています。マイナ

ス金利の対象が「量的」政策で拡大する(新規の)当座預金残高であり、併用するのはちぐはぐな印象です。確かに、当座預金残高を3層に分け、マクロ加算残高部分を調整するという斬新なアイデアは見られますが、効果は未知数です。また、先にマイナス金利を導入した欧州では貸出などへの効果は評価が定まっていませんが、資本フローの抑制など為替には一定の効果が評価されています。しかし、日本の場合、米国の利上げペースの後退観測や、通貨安競争に対する他の中央銀行からのけん制もあり、為替への効果は不透明です。最後に、そして恐らく最大の問題は副作用も懸念されるマイナス金利政策を不十分なアナウンスで導入したことです。サプライズ効果を期待したと見られますが、失ったものも大きいと思われる。例えば、先に指摘した利回り格差の縮小は、あわてた投資家が長期国債を購入した結果とも見られます。また金融商品の中にはマイナス金利にシステム対応できていないものも見られました。さらに、日銀が将来の政策方針を示すことで金利の管理を目指すフォワードガイダンス政策は当局と市場の信頼関係が成功の鍵となるだけに、サプライズ政策との相性は良くなく、今後に不安も感じられます。さりとして、中央銀行頼みが続く中、金融政策としては、マイナス金利以外に他の妙案は限られそうで、当面は市場の不満への対応が当局に求められる展開が想定されます。

図表1: マイナス金利政策導入国の利回り格差

(時点: 2016年3月22日、日本は3月23日正午、オファーレート)



※ユーロ圏はドイツ国債利回り。2年-10年等は各年限の国債利回りの格差
出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成



ピクテ投信投資顧問株式会社

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。