

## マイナス金利の弱点

発表日：2016年2月3日（水）

～時間軸の不安定さと金利変動リスク～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

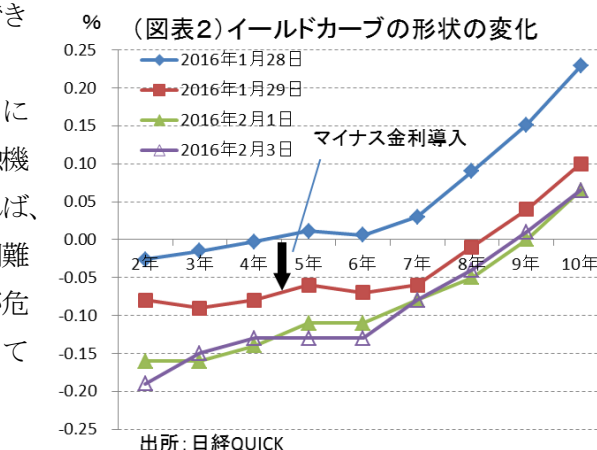
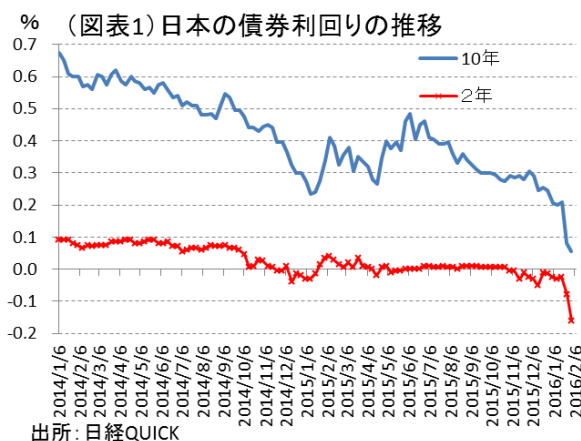
日銀がマイナス金利を導入し、イールドカーブも長期金利も極端に下がった。今後、マイナス幅を拡大していく観測も根強い。しかし、日銀がマイナス幅をどのような基準で動かしていくのかは、明確な基準がみえない。緊急避難的に ECB の真似をしたように思える。今後、経済・物価情勢が改善すると、マイナス金利が解消されるような期待形成が生じ、2015年5・6月のドイツの長期金利上昇のようなことが起こる可能性がある。

### 副作用の大きな薬物ほど長く服用できない

わが国の金融緩和は、副作用が大きく、将来の金利変動リスクを溜め込むような不健全な領域にまで迷い込んでしまったと感じられる。日銀は、これ以上金融緩和が進まないという観測が生じるのを恐れるあまり、今度は、マイナス金利幅を再現なく引き下げることができるという予想を振り撒き、先行きの緩和予想を演出しようとしている。本当に、日銀は、マイナス金利の幅を動かして、追加緩和予想を上手にコントロールできると信じているのだろうか。筆者は、マイナス金利政策には、まだあまり認識されていない弱点がいくつかあると考えている。

まず、マイナス金利政策は、先行きどのくらいまで長く継続できるのだろうか。10年債利回りは、2月1日に一時、0.050%と過去最低まで下がった（図表1）。イールドカーブは、8年物までマイナス金利になっている（図表2）。金利形成は、マイナス金利が長期化することを織り込んでいると理解できる。

しかし、これは、マイナス金利の継続期間をあまりに長く織り込み過ぎてはいないだろうか。例えば、金融機関の収益基盤がマイナス金利で損なわれることになれば、信用秩序の面から、マイナス金利を継続することが困難になる。副作用の大きな薬物を長期間投与することが危険視されて、事後的に時間軸が短くなる可能性を持っているということだ。



### 2015年のドイツの金利上昇

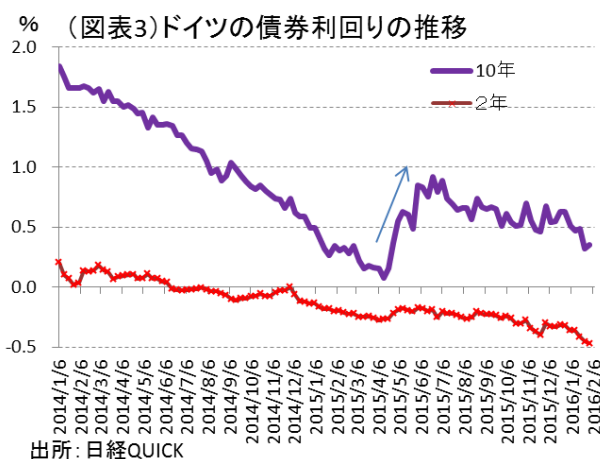
今後、経済情勢が改善すると、何年間もマイナス金利を継続する必要がなくなるという観測が急に浮上する局面があるかもしれない。円安による輸入物価の上昇や、原油価格の上昇が、マイナス金利継続

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

が何年も先まで続く織り込んだ時間軸を、ある日突然修正させる。そうすると、予期せぬ金利上昇が長期ゾーンを中心に起こる可能性がある。

欧州における長期金利の変動を振り返ってみよう。ECBのマイナス金利は2014年6月に開始された。ドイツの長期金利は、その後、2015年4月に0.0735%という歴史的な低水準をつけたが、5・6月と急上昇して0.98%までリバウンドしている(図表3)。

当時は、マイナスだった消費者物価の前年比がプラスに反転し、一旦、デフレの定着が回避できたという認識が強まった時期である。ドイツの長期金利は、目先の情勢変化を受けて、先行きの金利予想が塗り替えられるようになったため、急上昇をしたのである。ドイツの長期金利が急上昇した教訓は、情勢変化によって過度に織り込まれ過ぎたデフレ予想が修正されたときに、大きな金利変動が起こり得ることを伝えるものだ。現在のわが国の長期金利低下をみて思うのは、欧州の長期金利が当初はそうであったように、現在は反動を溜め込んでいるのではないかという懸念である。



### 金利のマイナス幅にある不安定さ

金利水準がマイナスになることによって、イールドカーブ全体が沈み込むのが、物価見通しに拠るのではなく、専ら日銀やECBのマイナス金利政策の要因で起こっている。このマイナス幅は、マーケットの予想に応じて変化するので、一見、それが合理的に決定されているように錯覚する。例えば、現在のECBの預金ファシリティの金利は▲0.3%である。一方、2年物の金利は▲0.48%(2月2日)とより大きくなっている。これは、債券市場の取引が、追加的に預金ファシリティのマイナス幅を拡大させるという見通しに基づいて行われ、先々、▲0.3%よりもマイナス幅が広がることを市場参加者が予想しながら、▲0.48%という金利形成が成り立っている。

しかし、よく考えてみると、ECBはどのようなルールに準拠して、預金ファシリティのマイナス幅を決めているのかはよくわからない。実はその決定は、「ドラギ総裁は次に何を仕掛けてくるか」という極めて裁量的な行動を予想するという曖昧な基準に基づいている。仮に、ドラギ総裁がサプライズを起こそうと狙っているとき、事前に予想された金利見通しは常に予定通りに運ばなくなる可能性を持っているという不安定さもある。中央銀行が政策見通しに自己言及して金利形成をしたとき、実は中央銀行は予想を裏切って追加的な緩和効果を狙いたくなる誘因が強まってしまうという矛盾を抱える。

ポイントは、マイナス金利とプラス金利は異なる※という点だ。通常、プラスの債券利回りは、将来のインフレ率の予想によって、債券価格が決まり、金利形成が成される。それに対して、マイナスの利回りは、将来の物価予想には必ずしも拠らず、中央銀行がどういった金利政策を打ち出すかの予想に強く依存する。この点は大きな相違点である。

※量的緩和は、長期国債の買入れが金利形成に与える影響が実際は曖昧だったが、だからテーパリング(買入れ縮小)をしても金利形成にはあまり影響が及ばない。ところが、マイナス金利政策は直截的に金利低下に作用する。マイナス金利の幅をどう調整するかという曖昧さの問題は、量的緩和では問題にならないとしても、マイナス金利政策では大問題になる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

表現を変えて言えば、将来の金融政策の生起確率がよくわからないのに、債券市場は金融政策の先行き予想を行うことを強いられて、便宜的に将来は▲0.4%とか、▲0.5%になると予想を組み立てているから、景気情勢や金融情勢、または政治環境が変わったとき、債券市場の予想もがらりと変わって金利変動が大きくなるということだろう。

先に、2015年5・6月にドイツの長期金利が上昇したことを紹介した。市場の期待形成が変わったとき、裁量的に決められているマイナス金利幅の見通し自体が成り立たなくなると、金利変動が大きくなる。言わば、債券市場は、「ちやぶ台返し」の波乱に見舞われたということだ。

このことは、黒田総裁が2016年1月の決定会合で、マイナス金利を導入したことを考えると、もっと明瞭に不安定さが理解できる。日銀が今になってマイナス金利を導入したのは、1999年や2001年にゼロ金利政策や量的緩和政策を採用したときに比べて経済状況が悪化したからなのであろうか。実情は、追加緩和の手段がなくなったから、追い詰められてマイナス金利という奇策に打って出たのである。

今後、マイナス金利をどのように刻んで変更するのかというルールは確立されていない。将来、デフレ状況が解消されたときに、どのようにマイナス金利を縮小・解除していくのだろうか。そのことに関するコンセンサスは今のところはない。

今、わかっているのは、多くの人が理解しているのは、日銀が追い詰められたら、再びマイナス幅を広げようということくらいである。マイナス幅は、物価のデフレ予想に基づいて、広がっていくような客観的な基準などには基づかないから、かえってそのことが、マイナスの債券利回りを本質的に不安定にさせる。

## 資産価格との関係

株価などの資産価格がどのように決まるかを単純に示すと、配当を金利で割り引くことで決定されると表現できる。配当割引モデルである。ここでの割引金利には、安全資産の利回りに、リスクプレミアムが加味される。

今、日銀が安全資産の利回りを大きなマイナスに誘導すると、割引金利自体がマイナスになって、単純な配当割引モデルが成立しなくなる可能性がある。しかし、割引率が正であると考えれば、次のようなことが起こることは容易に想像できるだろう。

リスクプレミアムがマイナス金利に喰われてしまい、割引金利自体がごく小さくなる状況である。つまり、資産価格はより大きく水ぶくれするということだ。これは、マイナス金利下ではリスク性資産への資金シフトが必要以上に促されて、資産価格が過大評価されやすいという傾向が生まれることを意味する。

しかし、厳密に考えると、ここでのリスクプレミアムは、安全資産の利回りが変動するリスクを含んでいるはずだ。日銀がマイナス金利を誘導すると、前述のように債券利回りのボラティリティが大きくなるのが後々わかってくる。そうすると、マイナス金利政策を始めた当初は、リスクプレミアムが過小評価されて、資産価格は上昇するが、時間が経過して投資家たちが債券利回りのボラティリティが高まることを認識して、資産価格は下がってしまうことになる。

筆者は、マイナス金利政策はあまりに人為的な介入政策を実施しているようにみえてならない。風邪を引いたのに、カフェインの強いドリンク剤を飲んだ上、さらに風邪薬を服用するような危うさを感じる。金融緩和の弾を撃ち尽くしたから、より副作用の強い薬を飲まなくてはいけない理屈がよく理解できない。

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。