

ずっとマイナス金利が続く未来か

発表日：2016年2月24日（水）

～時間軸効果についての曖昧さ～

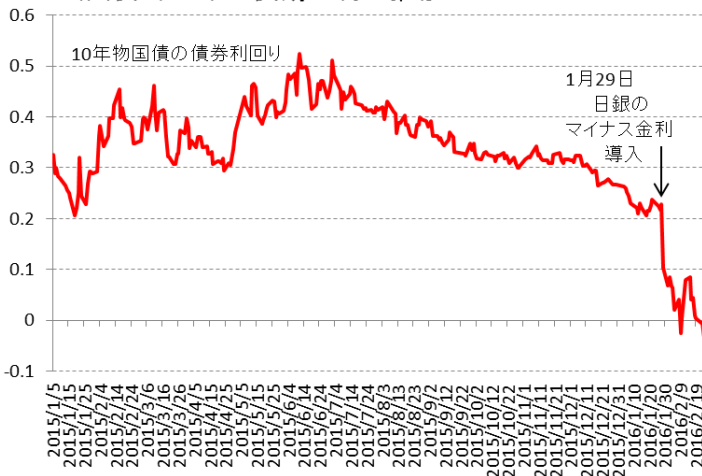
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

長期金利がマイナスになる場面が散見されるようになってきた。これは、日銀のマイナス金利政策が長期化するという予想に基づく。反面、今後、マイナス金利がどのような基準に継続・強化されるのかは未だに判然としない。目先の経済・金融環境が変化すると、時間軸は不安定化する可能性は大いにある。もっと明確な運用方針があった方がよい。

長期金利をマイナスにする作用

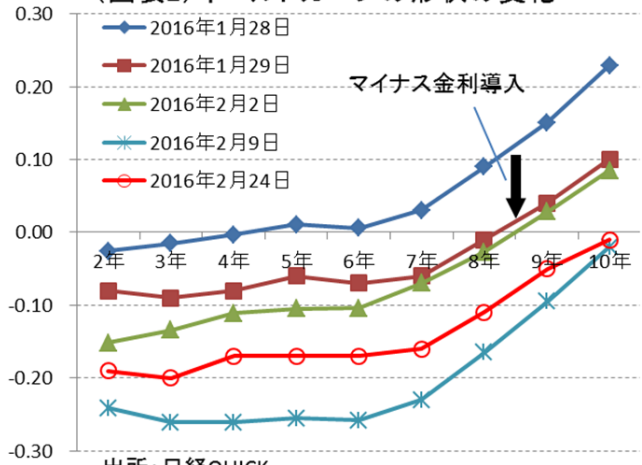
日銀はマイナス金利政策をどこまで継続させるつもりなのか。その真意はまだよく見えない。まさか、消費者物価が前年比 2%の伸び率に到達するまで続ける気ではないだろう。1月29日にマイナス金利政策が開始されてから、運営ルールが明確にみえないまま、債券利回りが 8～10 年とマイナス金利の期間が長くなっている（図表 1、2）。

(図表1) 日本の長期金利の推移



出所：財務省、日経QUICK

(図表2) イールドカーブの形状の変化



出所：日経QUICK

長期金利の決定の考え方には、①純粋期待理論と、②市場分断仮説の2つがある。マイナス金利が成立するのは、どちらの考え方に基づくのだろうか。前者は、現在から将来に亘る政策金利（短期金利）の予想によって利回りが決まるという考え方である。わかりやすく言えば、金融政策の先行き予想が決定要因ということだ。後者は、そうではなく、期間ごとの債券需給によって債券利回りは決まり、必ずしも短期の金利見通しだけで長期金利は決まらないという考え方である。

まず、筆者は、日銀のマイナス金利が 10 年も続くという予想はイメージしにくいと思う。例えば、黒田総裁の任期は 2018 年 4 月までであり、次の総裁がマイナス金利を継続するという確証はどこにもない。黒田総裁自身も、2017 年度前半に消費者物価 2%を達成すると説明している。だから、長期金利決定理論に沿ってみても、①の期待理論ではないと考えられる。ならば、②の要因が強く働いて、中長期ゾーンまでマイナス金利になっているとみるべきなのだろうか。

確かに債券需給面では、2つの大きな金利低下の要因がある。ひとつは、ベシス・スワップ取引によって円資金を格安で調達した海外金融機関が、円資金の運用のために日本国債を高値で購入している要因である。そのとき、国債の購入価格が償還額面を超えても購入を躊躇しないので、ついにはマイナス金利の取引になっているのである。マイナス運用でも、別にサヤが抜けるのでそうした取引が増えていく構図である。

実際、海外投資家が保有する日本国債の残高はこのところ急増して、2015年9月末は101.5兆円の残高になっている(図表3)。海外投資家の国債保有増の裏側では、円転コストが低下して海外金融機関が積極的に円資金を入手している状況がある。

こうした変化は、日銀のマイナス金利政策が開始される前からあった。1月28日の債券利回りは、4年物の利回りまでがマイナスに沈んでいた。ベシス・スワップ取引では、ドルLIBOR金利に対して、円LIBOR金利にプレミアムがつけられて交換が行われる。言い換えれば、まず日米金利差があつて、そこから日本の円資金の調達コストをもっと引き下げないと割が合わない海外金融機関が考えるから、円転コストが異様なくらいに低下する。その結果、海外金融機関ではマイナスの資金調達が可能になって、円資金を入手した海外金融機関が日本国債の運用をマイナス金利であっても行うようになる。日本から見れば、ドル調達が難しいから、円の運用資金にプレミアム金利を支払ってさえ交換に応じているということだ。日銀のマイナス金利政策は、そうしたマイナス化しやすい環境を後押しする役割を果たしたとみられる。

もうひとつは、日銀の国債買入れである。その作用は、市場に流通する国債を極端に少なくして、需給をタイト化させている。長期金利の低下はそうした日銀の人為的な需給管理によって進んできたという見方はできる。ただし、現在、その買入れの役割は微妙に変わってきている。少し面倒な説明であるが、通常ならばマイナス金利で投資家が債券を購入することは考えにくい。償還時に購入価格を下回る償還金額しか受けられないからだ。ところが、日銀が時価で長期国債を大量に買い入れてくれているので、金融機関が償還前に日銀にマイナス金利の長期国債を売却すれば、償還時の損失は日銀が肩代わりしてくれる。日銀の国債買入れはマイナス金利で長期債を買った投資から、高値のまま債券を買い取るという「出口」を与えてくれているのである。

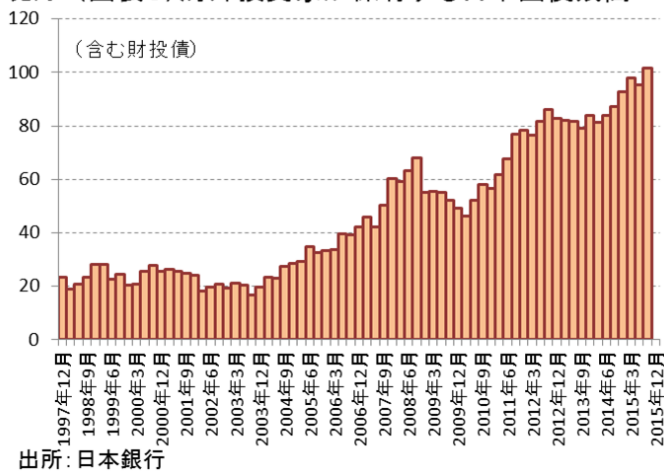
長期国債の買入れは、量的・質的緩和政策が始まったときは、資金供給量を増やすためのツールだったはずだが、マイナス金利政策の下では、投資家に損失を与えない環境を生み出してマイナス金利を正当化させるような「マイナス金利定着のための接着剤」の機能を担っている。市場におけるマイナス金利の定着は、日銀が損失を肩代わりしてくれる仕組みで成り立っているということだ。

まとめると、筆者の理解では、長期金利がマイナスになる理由は、3つの要因の組み合わせで成り立つと考える。(1) 海外金融機関が格安で円資金を調達できる環境になったことが、債券利回りのマイナス化に先鞭をつけた。(2) 日銀のマイナス金利政策は、債券利回りのマイナス化を後押しして、より長期のイールドを押し下げる役割を果たした。(3) マイナスになった債券を買った金融機関は、償還前に日銀に売ることによって損失を回避できる。この3つが組み合わさって、現在のような異常な低金利環境が作られている。

時間軸効果と対立する副作用

1月29日に日銀がマイナス金利を導入してから、イールドカーブが大きく下方シフトしたことは、日銀のマイ

兆円 (図表3) 海外投資家が保有する日本国債残高



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。

ナス金利政策が長期化するだろうという予想が織り込まれた結果である。黒田総裁は、記者会見で金融政策には限界がないと強調している。この発言は、まだ追加緩和の必要があればマイナス金利を拡大させることを示唆しており、市場の思惑をくすぐる効果をもたらしている。イールドカーブが、例えば 2 年物で▲0.2%になっているということは、目下のマイナス金利幅▲0.1%が先々の拡大していく予想を織り込んでいるためであろう。

しかし、注意したいのは、2 年後にもマイナス金利が継続していたならば、その副作用の部分は相当に大きくなっているであろうと考えられる。すでに、公社債投信や一部の保険商品では、新規受け入れが停止されている。地域金融機関の収益もこれから下押しされるだろう。これらは、量的・質的金融緩和のときには目立たなかった弊害である。

もしも、今後、2%の物価上昇が達成できずにマイナス幅を拡大させると、一方で時間の経過とともに「もう止めてほしい」という不満が大きくなることは想像に難くない。日銀は、為替レートを円安に誘導したいという意図もあって、マイナス金利をさらに拡大する構えをみせているが、為替レートが乱高下する中では円安作用は短期間のうちに流れの中に吸収されてしまう公算が強い。マイナス金利のプラス効果は短期間で解消されて、じわじわとマイナスの副作用だけが残っていく。まさしく、1 月 29 日のマイナス金利の導入はその通りになってしまった。現在、マイナス金利政策への警戒感が強いのはこのせいである。

おそらく、マイナス金利の時間軸が強く意識されるほどに、そこで予想される副作用も大きくなると不安視されて、マイナス金利政策自体に批判が強まるだろう。これが、筆者がマイナス金利の時間軸効果は従来のように無制限に活用できないと考える根拠である。

よく見通せない時間軸

時間軸政策は、1999 年 2 月のゼロ金利導入とともに日銀が手に入れた武器である。しかし、時間軸政策が日銀の思惑通りにコントロールできる代物がどうかは未だに不明確なところがある。現在、日銀は消費者物価の目標から遠ざかるほどに、追加緩和予想が高まるから、時間軸効果も強まるとする。だが、よく考えると、政策の将来を見通すための材料は、物価指標だけではない。前述した通り、黒田総裁の任期は 2018 年 4 月までである。その後の日銀総裁も、黒田総裁と同様に 2%達成に自信満々で臨むのだろうか。歴代総裁が交代すると政策ツールの運営に大きな相違が起こってきたことは説明するまでもない。黒田総裁は、物価上昇率 2%を 2017 年度前半に達成するという見通しを示しているが、次の総裁が 2 年半後の金融政策をどう差配するかは誰も想像ができない。黒田総裁自身も、自分の任期中に今の政策フレームを一段落させたいという意向があつて、2017 年度前半に達成と言わざるを得ないのかもしれない。論理的に言えば、2017 年度前半の 2%の物価上昇が達成できれば、そこがゴールになって、マイナス金利政策が終了することになる。しかし、そんなイメージを持っている人は金融市場にはほとんど誰一人いないだろう。

それにもかかわらず、もっと長い期間にまでマイナス金利の予想が継続すると、多くの金融関係者がみているのは不思議というほかはない。多くの人が先行きの見通せないときには、現在の金融環境の延長線上で、先行きの金利見通しをイメージせざるを得なくなる。つまり、目先、マイナス金利が縮小・解除させるような具体的な材料を目の当たりにしなければ、マイナス金利が長く継続するという見通しを変えられないことになる。実際の投資のタイムホライズンは意外に短いということである。

長い期間の債券需給は、常に目先の材料が投資家の心理を大きく作用して買われ過ぎたり、売られ過ぎたりする。目先のマイナス金利の見通しが、長期債の取引まで過剰に影響しているのが現状だろう。現在のイールドカーブの低下は、①景気情勢が不安定である、②当面、ECB がマイナス金利を続ける、③FRB の利上げが進んでも、米長期金利を上昇させそうにない、④原油価格が低迷して物価上昇圧力が乏しい、などの経済・金融情勢の前提が続く

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。

限りにおいては継続するとみられる。しかし、①～④の条件が変わってくれば、時間軸の見通しも変わってくるだろう。

時間非整合性

時間軸効果を駆使するときに、NG 行為がある。それは、事前にアナウンスした約束を破ることである。

元来、時間軸効果とは、現在の約束を将来も愚直に守り続けるという信頼の下、市場の金利形成に約束が履行されていくイメージが織り込まれて効果を発揮する。インフレ目標もその一例であるが、掲げた目標を日銀が必ず達成するという約束が、お互いが信頼するコミットメント（公約）に昇格して、一定の期待形成の効果を発揮する。逆に、事前にアナウンスしたことを、途中で撤回するようなことをやれば、それ以降、時間軸効果は効かなくなる。NG 行為とは、前言を撤回するということになる。

その点、今のところは誰も気に留めていないが、日銀は1月29日にひとつのコミットメントを破った。当座預金に対する付利を引き下げない（ゼロにしない）という前言を撤回して、マイナス金利を導入したことである。これは、約束違反をしたも同然である。事前に行った約束をすべて守るという黒田総裁の言動は、ここで断裂を起こしている。信認の構造を考えると、何かひとつでも約束を反故にすることがあれば、帰納法的に別の約束をも反故にする蓋然性が高くなる。ここが時間軸政策の弱点である。

筆者は、一貫して消費者物価の前年比2%の目標は高過ぎるから、修正した方がよいと唱えてきた。日本経済の実力から乖離したインフレ率は、多くの国民から歓迎されないし、それを物価安定と称するのもおかしい。そうした立場から言わせてもらおうと、付利を引き下げないという約束を2015年1月の決定会合で覆したことは、頑なだった黒田総裁が柔軟化したようにもみえる。筆者には、コミットメントについては是々非々で、その実行を柔軟に見直すことに動いたのだから、その点については歓迎すべきことに思える。

経済学では、事前にアナウンスしていたコミットメントを途中で破ることを、時間非整合問題と呼ぶ。時間非整合の問題点は、次回から時間軸効果が効かなくなってしまうことである。黒田総裁が意識的か、無意識かは知らないが、筆者は前言を翻して、現実的な政策選択を行うようになった点で、将来の無理な約束を修正することにも可能性を拓いたと考えている。