

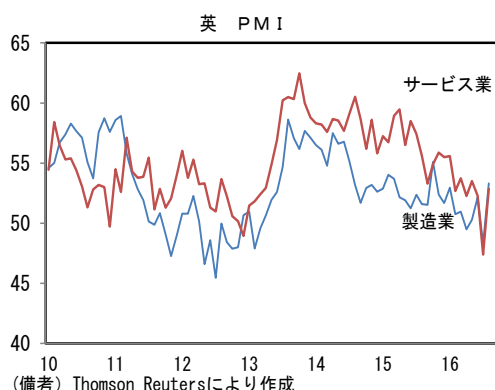
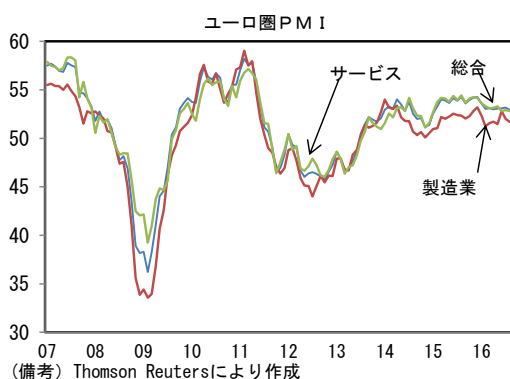
“これまでのところ” マイナス金利は効果あり

2016年9月6日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 8月ユーロ圏総合PMI（確報）は52.9と速報値から0.4pt下方修正され、7月から0.3ptの悪化となった。ユーロ圏製造業PMIが51.7へと7月から0.3pt悪化、ユーロ圏サービス業PMIは52.8とほぼ横ばい。総合PMIを国別にみるとドイツ（7月55.3→8月53.3）、イタリア（52.2→51.9）が悪化した反面、フランス（50.1→51.9）、スペイン（54.1→56.3）が改善。7-8月平均は53.1と2Q平均と同水準にあり、これは実質GDP成長率の+0.3%成長に整合する。当初の不安をよそにBREXIT騒動に伴う経済的混乱は抑制されている。
- ・ 8月英総合PMIは53.6となり7月から6.0ptもの改善を記録。BREXIT後の急落を完全に取り戻し、3月と同水準まで回復した。内訳は、サービス業が52.9へと5.5pt改善、製造業も53.3へと5.0pt改善。後者についてはGBP急落が寄与している可能性が大きい。企業活動は先行き不透明感にもかかわらず順調に拡大しているが、EU離脱交渉あるいはその前段階においてBREXITの経済的デメリットが意識されれば、業況は悪化に転じる可能性があるだろう。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・ 5日の米国株は休場（レーバーデー）。欧州株は米国市場が休場だったこともあり小動きに終始。
- ・ 前日のG10通貨はUSDがやや弱めの推移となり、一方でJPYの強さが目立った。USD/JPYは黒田総裁の講演が伝わった前後から下落に転じ103前半へと水準を切り下げた。マイナス金利の弊害に関する言及があったことなどを背景に追加緩和観測が後退、投機筋のJPYロングが巻き戻された可能性が指摘できる。
- ・ 前日の欧州債市場（10年）はまちまち。米債市場が休場で、経済指標の発表も乏しいなか、ドイツ（▲0.048%、▲0.5bp）、イタリア（1.159%、▲1.2bp）、スペイン（1.009%、▲2.0bp）、ポルトガル（3.052%、+0.8bp）が何れも小動きとなった。3ヶ国加重平均の対独スプレッドは概ね横ばい。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・ 日本株は前日の米株市場が休場だったこともあって方向感に欠けるなか、日経平均17000超えの達成感もあって売り買い交錯。小幅高で前引け。
- ・ 昨日黒田総裁は「金融緩和政策の『総括的な検証』 - 考え方とアプローチ -」と題した講演を実施。マ

マイナス金利の波及効果について「最近では、期間が10年を超える超長期社債の発行や劣後ローンによる借入れが増加するなど、企業金融を巡る新たな動きも生じています」との実例を引き合いに「これまでのところ、マイナス金利政策は、企業や家計の資金調達コストの低下にしっかりとつながっている」（下線は筆者）とプラス効果を強調。ジャクソンホール・シンポジウム時に示した見解を上書きした格好だ。一方、新味があったのはマイナス金利の効果について「あくまで、『これまでのところ』であって、この先、貸出等の金利の低下にどの程度波及するかは、一概にはいえないということです」として、マイナス金利の政策効果が持続しないことに伏線を張るような表現を用いたこと。この点は、総括的検証も然り、今後の展望レポートのタイミングで、利鞘縮小に伴う収益悪化が銀行貸出スタンスの悪化（厳格化）に繋がったとの確証が得られた場合、マイナス金利撤回に繋がる可能性を示唆している。

- また総裁は「預金金利がそれほど低下していない中であって、貸出金利が大きく低下したということは、それが金融機関の収益を圧縮する形で実現している」、「マインドという面で（中略）経済活動に悪影響を及ぼす可能性には留意する必要があります」として、比較的踏み込んだ表現でマイナス金利の弊害を認めた。イールドカーブを巡る言及では「イールドカーブ全体にわたって金利水準が低下したり、短期金利と長期金利の差が小さくなることは、預貸金利鞘の縮小をもたらし、収益にマイナスの影響を及ぼします」としてイールドカーブの行き過ぎたブルフラット化が日銀の懸念事項であることを表明。
- これまでの自己肯定的な発言から一転して、総裁の口からマイナス金利に対する否定的な見解が発せられたことに鑑みると、マイナス金利深掘り、長国債の買い入れ増額など金利に低下圧力を加えるオプションが選択される可能性は低下していると判断される。現時点では不透明要素が多いものの、9月会合は実質的に「ゼロ回答」となる可能性が高いと筆者はみている。