Market Flash

発表日:2019 年9月 12 日(木)

色々と謎の多いマイナス金利深掘り(観測)
～デフレ的政策に思える～

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

・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き 12 ヶ月は 23000 近傍で推移しよう。
・USD/JPY は米利下げ観測が支配的となる下、先行き 12 ヶ月は 105 程度で推移しよう。
・日銀は現在の YCC を 2020 年末まで維持するだろう。
・FED は予防的利下げを実施後、更なる利下げを実施するだろう。

＜＃日銀　＃マイナス金利深掘り　＃総裁インタビュー＞

・９月６日付けの日経新聞電子版および７日付けの朝刊に「マイナス金利の深掘り　選択肢」と題した黒田総裁のインタビュー記事が掲載された。筆者が読んだ限り、マイナス金利深掘りを示唆する表現は特になかったと思うが、市場関係者の一部は「（世界経済は）さらに下方リスクが高まっている」、「（マイナス金利）深掘りは従来から示している４つのオプション[1]に必ず入っている」の部分に注目し、マイナス金利深掘りの可能性が高まったと解釈した模様。

・筆者はこの記事がマイナス金利深掘り観測を喚起したことに驚きを禁じ得ない。というのも、こうした黒田総裁の見解は６月10日にブルームバーグに示したものと概ね同様で、さほど目新しい内容はなかったからだ。むしろ今回の記事には「イールドカーブがあまりフラットになって超長期債の金利が低くなると、生命保険や年金のリターンが下がってしまい、消費者マインドにマイナスの影響を与えるのではないか、ということ。20年、30年の超長期の国債の金利はちょっと下がり過ぎだ」とするイールドカーブの行き過ぎたフラット化を懸念する具体的発言があった。こうした発言に鑑みると、イールドカーブの出発点を引き下げ、超長期ゾーンの金利に低下圧力を生じさせ得る政策を、黒田総裁が真剣に検討しているようには思えない。

・またここへきて銀行が「口座維持手数料」の導入を検討し始めている、とする報道が出ていることも重要だろう。政策当局者としての日銀がマイナス金利深掘りの限界点を考えた場合、口座維持手数料を通じた預金者へのマイナス金利転嫁が進めば、銀行収益の圧迫が和らぎ副作用が軽減するため、マイナス金利深掘りが可能になるが、一方で現実世界への応用を考えた場合、日銀のマイナス金利深掘りを主因とする口座維持手数料の導入は預金者（消費者）の不満を高め、消費に悪影響を及ぼす可能性がある。筆者個人の見解として民間企業である銀行は（マイナス金利政策に関係なく）口座の開設・維持に対する適正な手数料を設けるべきと考えるが、現在の日本で

[1] ①短期金利の引き下げ、②長期金利誘導目標の引き下げ③ＥＴＦ買い入れの拡大④長期国債買入れのペース加速

口座維持手数料の設定が相次げば、日銀のマイナス金利政策が直接的理由として認識される可能性が高い。銀行は顧客に対して口座維持手数料導入の経緯を「日銀のマイナス金利政策が理由」であると説明するだろう。欧米中銀の緩和競争に取り残されたくないという事情はあるにせよ、金融市場が落ち着きを保っているなかで、こうした広義の副作用を引き起こす可能性のある決断をするだろうか。

・筆者は８月19日付けの当レポートで、名目金利引き下げが経済にプラスの影響を与えないケースを示した。筆者は市場との対話、為替市場への影響などから、早期の金利正常化が正しいとは考えていないが、一方でマイナス金利深掘りは「副作用＞効果」になり易いと考えている。日銀ボードメンバーがこうした見解を共有しているかは微妙だが、前述のレポートを再掲しておく。

＜以下、８月19日付けの当レポートを一部加工したものを再掲＞

一般に名目金利引き下げが景気刺激効果を持つとされるのは“常に”「プラスの代替効果＞マイナスの所得効果」という前提が置かれているためだ。ここでいう代替効果とは、金利低下による貯蓄動機の低下が投資・消費動機を高めること。所得効果とは、金利低下による利子所得の減少（予想）である。たしかに、この状態では名目金利引き下げが実体経済（設備投資・消費）を刺激することで景気が勢いづき、人々の予想物価上昇率が上昇すると考えられる。しかしながら、現在の日本がそうであるように超低金利が20年も続いている状態では「代替効果」が食い尽くされている可能性がある。名目金利が下がった場合、人々がそれを一時的現象と見做せば、これを好機と捉え、投資・消費に前向きになると予想されるが、現在の日本でそうした行動パターンがあるとは言い難い。人々は低金利が恒久的に続くと考えている節があるし、あるいはそもそも金利というその存在自体を認識していないかもしれない。他方、負の所得効果は案外強く効いている可能性がある。それを象徴したのは、2016年のマイナス金利導入時や年金2000万円問題の過熱。国民の声として「金利が低くて資産形成ができない」という不安・批判があがったことは、利子所得が見込めないことが将来不安の増幅を通じてＧＤＰ６割を占める個人消費に下押し圧力をかけている可能性を浮き彫りにした。このように代替効果が薄く、負の所得効果が作用する下では「負の所得効果＞正の代替効果」となっている可能性があり、そうした下での名目金利引き下げはデフレ的状態を醸成してしまうことになる。

【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

・日本株は欧米株高に追随して高寄り後、USD/JPY上昇を横目に高値圏もみ合い。日経平均は21800円近傍まで水準を切り上げている（10：00）。米国が対中関税の発動を10月１日から15日へと延期したことを好感。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

・前日の米国株は上昇。新規の材料に乏しいなか、通信機器大手の新機種およびその価格戦略を評価する動きもあり、買い優勢。ＷＴＩ原油は55.75㌦（▲1.65㌦）。

・前日のＧ10通貨は小動き。米長期金利の上昇傾向は持続したものの、目立ったUSD買いは観測されなかった。USD/JPYは107半ばへと小幅に水準を切り上げ、その後の日本時間で108を回復。

・前日の米10年金利は1.714％（▲1.7bp）で引け。ＥＣＢ理事会を控えるなか、過去数日の金利上昇が一服。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.547％、±0.0bp）、スペインが概ね横ばい。フランス、イタリアが金利低下。

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調査研究本部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、第一生命保険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。