EU Trends

発表日:2019 年 12 月 20 日(金)

スウェーデン中銀がマイナス金利を終了

～脱マイナス金利の先鞭となるか？～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理(TEL:03-5221-4527)

◇ 2009年に世界で初めてマイナス金利政策を開始したスウェーデン中銀は、異例の緩和措置を終了することを決定した。表向きは経済・物価動向の安定により、これまでと同規模の金融緩和が必要なくなったと説明するが、マイナス金利政策の副作用も政策判断に影響した模様。今のところ副作用は限定的だが、マイナス金利政策の長期化で経済主体の行動が変化し、副作用が顕在化する恐れがあると指摘している。こうしたロジックは他国・他中銀の政策判断にも当てはまる。

スウェーデンのリクスバンク（中央銀行）は19日、政策金利（レポ金利）を現行の▲0.25%からゼロ%に引き上げることを決定した。利上げ後の政策金利は来年１月８日から適用される。世界最古の中銀として知られる同中銀は、2009年に下限の政策金利（当時は下限・上限・中心レートの３つの政策金利、現在の政策金利はレポ金利のみ）である預金金利を▲0.25%に引き下げ、主要国・地域中銀として初めて政策金利をマイナス圏に設定した（図）。2010-11年に複数回の利上げを行った後、2012年以降は再び金融緩和に転じ、2015年からは下限の預金金利だけでなく、中心レートであるレポ金利もマイナス圏に引き下げた。昨年末にレポ金利を▲0.50%から▲0.25%に引き上げ、しばらく様子見を続けてきたが、今回さらに25ベーシスの利上げを決定し、マイナス金利政策を打ち切った。

日本、デンマーク、スイス、ユーロ圏など、中銀がマイナスの政策金利を決定する国・地域でも、異例の緩和措置による副作用を警戒する声が増えている。他国に先駆けてマイナス金利を開始したスウェーデンの戦線離脱を受け、マイナス金利政策が曲がり角に来ているとの声も浮上している。スウェーデンに追随する国・地域が現れるのかに注目が集まる。もっとも、リクスバンクは今回の政策変更の理由として、成長率の減速は過去数年の高成長からの正常化の動きであること、インフレ率が２%の物価安定に近い水準で推移していること、利上げ後も金融政策が緩和的であり続け、物価目標に即した経済・物価環境が見込まれることを指摘している。中銀が公表する今後のレポ金利の想定推移によれば、今回の利上げ決定の後、2022年の４～６月期までゼロ%に維持することが見込まれている。同中銀は今年４月に、同年７月から来年12月までの間に450億スウェーデン・クローナ相当の国債買い入れ（量的緩和）を行うことを決定しており、今回の利上げ後も緩和的な金融環境が維持されるとの判断もあるのだろう。

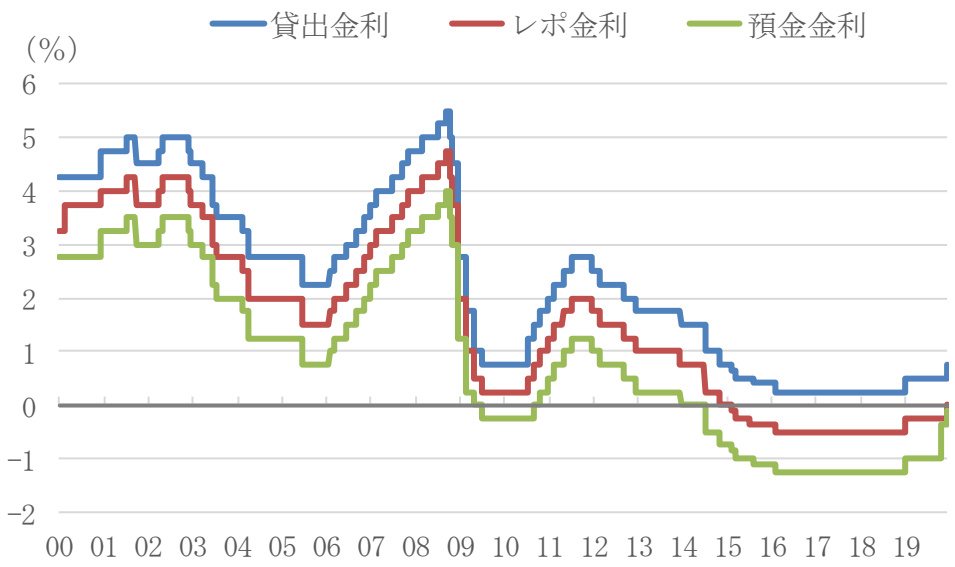
足元のスウェーデン経済は、インフレ率が１%台後半と２%の物価目標に届かず、代表的な企業景況感であるＰＭＩは今年の秋以降、好不況の分岐点である50を割り込んでいる。同時に発表された中銀の経済・物価見通しによれば、住宅ローンの影響を除く基調的なインフレ率（CPIF）は2020年と2021年に各＋1.7%、2022年に＋1.9%と、予測期間中は物価目標に届かない。実質ＧＤＰ成長率も2020年は＋1.2%と弱く、巡行速度に成長が加速するのは2021年以降の見通しとなっている。景

気・物価動向だけからは、必ずしも利上げを急ぐ環境ではなさそうだ。

同日発表された金融政策レポートの中でリクスバンクは、資産買い入れやマイナス金利の副作用についての見解をまとめている。そこでは、低金利は過度なリスクテイクのインセンティブを生み、資産価格が過大評価されたり、リスクが適正に評価されなかったり、様々な経済主体が持続不可能な形で債務を増やす恐れがあることを指摘している。また、マイナスの政策金利によって金融市場の機能が阻害される可能性を指摘している。同中銀が資産買い入れの対象とする国債市場では、流動性が枯渇気味との指摘もあるが、その他の市場は健全に機能している。一部銀行の収益が僅かに減少しているが、銀行セクター全体では高い利益率を確保している。同中銀が実施した最新の企業向けサーベイによれば、約８割の企業が過去５年間の低金利による事業環境へのプラス面がマイナス面を上回ると回答している。

同中銀は、これまでのところ多くの経済主体が資産買い入れやマイナス金利の副作用に適応していると評価している。但し、マイナス金利が恒久的に続くと受け止められた場合、多くの経済主体が行動を変化させ、経済への悪影響が高まる恐れがあると指摘している。その具体例として、現金需要が高まることを挙げている。スウェーデンでは家計の銀行預金にマイナス金利が課せられることはなく、現金需要の高まりも確認されない。これは銀行がマイナス金利政策が一時的な措置であると考えていることを反映している面もあると指摘している。つまり、マイナス金利政策の副作用は今のところ限定的だが、異例の緩和措置の長期化で経済主体の行動が変化し、副作用が顕在化することを警戒している。こうしたロジックは他国・他中銀の政策判断にも当てはまろう。

（図）スウェーデン・リクスバンクの政策金利の推移



出所：リクスバンク資料より第一生命経済研究所が作成

以上

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。