

ポイント

- 金融緩和による実体経済刺激効果は弱い
- 「現金の金利はゼロ」の現実が政策を制約
- 経済が一層減速すれば金融政策は窮地に

植田 和男 東京大学教授

一昔前には実現不可能と考
えられていたマイナス金利が
インターバンク(銀行間)市場
や国債市場の一部で発生して
いる。背景の一つは、リーマ
ン・ショックの後遺症に加え
て、その後から継続する若
干正体不明の世界経済下押し
圧力である。いわゆる世界経
済長期停滞論である。このも
とで、市場金利にも恒常的に
下押し圧力が加わってきた。

今一つは、ゼロ金利、量的
緩和という極限までの手段を
用いた主要中央銀行の金融緩
和政策が、前述の下押し圧力



マイナス圏に下げられた。
マイナス金利はインターバ
ンク市場だけでなく、短期か
ら中期ゾーンの国債金利にま
で広がっている。例えば、ド
イツ国債金利は4月後半には
9年物までがマイナスとなっ
た。日本でも一時は5年物国
債金利までがマイナス圏に沈
んだ。さらに欧州では、公的
機関債、社債の金利も一部マ
イナスとなっている。

短期金利のマイナス化は、
金融政策の直接の結果だ。一
方、国債金利のマイナス化は、
①国債買入れ目標を達成す
るためにマイナス金利(＝額
面以上の価格)でも国債を買
い入れる中央銀行のオペレ
ション(市場操作) ②担保需
要のためマイナス金利でも国
債を保有しようとする一部金

経済教室

を十分にはね返せず、限界
的にマイナス金利の領域に踏
み出しているという事情があ
る。一部の市場金利もこれに
追隨してマイナスとなった。

マイナス金利 出現の意味① 市場、長期停滞見越す

金融緩和効果を懐疑

資産価格急落のリスクも

融機関の存在③経済に対する
悲観的な見方から将来金利が
一段とマイナスになるという
予想に基づく投資家による債
券購入一などの結果だ。こ
れがポートフォリオバラン
ス効果を通じて、国債以外の
債券のマイナス化や世界中の
債券類似商品の金利低下の圧
力を発生させた。

さらに、規模の大きい地域

の金融緩和は、自国通貨高を
通じた負の影響を恐れる周辺
国や他地域の金融政策の一段
の緩和を引き起こしてきた。
何が世界経済の足を引っ張
ってきたかについては、金融
危機の後遺症、世界的な人口
増加率の低下、技術進歩の低
迷、新興国というフロンティ
アの頭打ちなどが挙げられる
が、どれが決定的かについて
の結論は得られていない。

強い経済下押し圧力に加え
て、政策金利が主要国では軒
並みゼロ近辺にあり、それ以
上大幅に下げられないことが
金融政策には制約となってきた。
ただし、現局面の異質性
は、金融緩和が資産価格に対
しては想定を上回るほどの効
果を発揮しているにもかかわらず、
その先の実体経済刺激
効果が弱いことだ。この点の
議論は別の機会に譲りたい。
いずれにせよ、実行されて
いる金融緩和の効果に対する
市場の懐疑心が強いからこ

そ、マイナス金利や異例の低
金利が続いているのである。

それではマイナス金利は救
世主となりえるのか。ECB
によるユーロ圏国債買入れ
は、マイナス金利と合わせて
実施されてより強い効果を発
揮しているようにみえる。し
かし、マイナス金利を政策的
にさらに大幅に進めること
には様々な無理やそれに伴う負
の影響があると考えられる。

一つは、現金の金利はゼロ
という点である。投資家は
他の金融商品の金利が大きく
マイナスになれば、現金をよ
り多く選好し、マイナス金利
の進行にプレキシをかける。
ただし、現金の保有コストは
無視できないし、預金や債券
には決済の利便性や担保とし
ての利用価値がある。ある程
度の債券・預金金利のマイナ

ス化は実現できても、その程
度には限界があるだろう。
現金の金利をマイナスにす
る(例えば現金にICチップ
を埋め込み、毎年適当な率で
額面が低下していく)ようにす
ることは技術的には可能だ。
だが、これは価値が安定して
いる貨幣という仕組みを基盤
とした金融制度に対する信頼
を根本から失わせるリスクを
伴う。そもそも、ある程度以
上のインフレは貨幣の実質価
値に対する信頼を失わせ、金
融制度の基盤を揺るがすから
問題なのである。現金金利の
マイナス化は同じ問題を名目
金利の次元で発生させよう。

4月後半にかけて広範化し
た欧州のマイナス金利は、そ
の後急反転した。中長期のド
イツ国債金利は12月以降の低
下をいったん帳消しにするほ
どの上昇をみせた(図参照)。
この動きはその他地域の債券
利回りにも影響を与えた。
この金利急上昇には直接の

原因が見当たらない。しかし、
やや長めの視野でみれば、昨
年後半以降の原油急落とも
に生じたデフレ懸念が行きす
ぎであり、その反動が起きて
いる面がある。実際、ドイツ
の物価連動債に現れた期待イ
ンフレ率は、4月末以降は大
きな動きはないものの、1月
初旬に底を打ち、その後ほっ
きり反転している。

金利のマイナス化、その後
の急上昇という乱高下の今一
つの背景は、国債を含む債券
市場の流動性低下(少額の売
買で大きな値動きが発生する
こと)だ。特に一部の国債市
場では中央銀行が巨額の買
入れを実行しており、一部の
銘柄は品薄となっている。ま
た、ボルカー・ルールなど預
金取扱金融機関のリスクテ
クを制限する規制強化を受け
て、金融機関はマーケットメ
ーカー(値付け業者)として

の役割を縮小させつつある。
結果として市場流動性は低下
し、ちょっとした需給変化が
大きな値動きを発生させる。

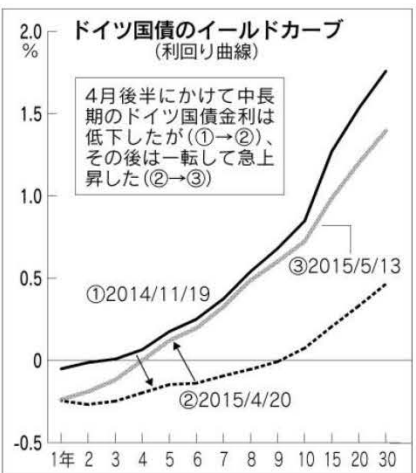
それでも依然としてかなり
の市場でマイナス金利が成立
し、その他の債券利回りも異
例に低い状況に変わりない。
これらが継続するという期待
を背景に株式、一部の不動産
市場も活況を呈している。長
期停滞論に対する懸念が底流
にあっても、そこまでは世界
経済が悪化しないだろう。他
方、実行されている金融緩和
政策が経済やインフレ率を目
立て引き上げ、その結果、
主要中央銀行のほとんどが緩
和策を近い将来に終了するこ
ともないだろう、といういわ
ゆる「ゴールドロックス(Gold
locks) シナリオ継続期
待」が資産価格を支えきった。

しかし、日米をはじめ労働
市場はかなり引き締まってお
り、潜在的なインフレ圧力を
無視できない。これが顕在化
すれば、金利が急上昇し、株
式などリスク資産価格は大崩
れするだろう。そこまできか
なくても、米連邦準備理事会
(FRB)は今年後半には利
上げを実行するといわれる。

他方、財サービス市場は緩
慢な動きが続いており、文字
通り長期停滞論の世界に近い
将来、実現してもおかしくな
い。その場合、マイナス金利
を一段と進めるわけにもいか
ず、金融政策はいよいよ行き
詰まる。やはりリスク資産価
格は下落するだろう。

両サイドのリスクをならみ
つつも、当面は中間シナリオ
の継続期待がまだ支配的だ。
だが、資産市場にとっては好
ましい状態も5年を超えた。
どちらかのリスクシナリオが
実現する可能性も以前より高
まっている。直近の欧州発の
金利急上昇はこうしたリスク
の一端を暗示している。

うえだ・かずお 51年生ま
れ。MIT博士。元日銀政策
委員会審議委員



4月後半にかけて中長期のドイツ国債金利は低下したが(①→②)、その後は一転して急上昇した(②→③)