

マイナス金利政策導入の短期的効果に関する検証[☆]

明治大学商学部教授

伊藤 隆 康

【要旨】

マイナス金利政策の導入が金融市場に与えた短期的な影響を検証した。導入決定の3カ月後と6カ月後において、中長期ゾーンを中心に国債利回りや金利スワップレートが大幅に低下した。日本国債5年物と10年物や金利スワップ5年物までが、マイナス0.1%を下回る水準まで低下した。一方、TIBOR3カ月物と6カ月物も弱含んだが、プラスの水準を維持した。6月24日に英国の国民投票でEU離脱派が多数を占めたことでリスクオフ・ムードが強まったことも、中長期ゾーンの金利低下要因である。こうした状況の下、REIT相場は上昇したが、株式相場は下落した。また、ドル円レートはドル安・円高が進み、円高進行に歯止めがかからなかった。

キーワード：日銀、マイナス金利政策、市場との対話、金融市場

[☆] 本稿は科学研究費補助金基盤研究（C）課題番号15K03556の成果の一部である。

1 はじめに

日銀は2016年1月28・29日に開いた政策委員会・金融政策決定会合で、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。マイナス金利の導入以外はこのまでの量的・質的金融緩和政策を概ね踏襲する形の政策となり、日銀は年80兆円に相当するペースでマネタリーベースを増やす金融市場調節を続ける方針の継続も決定した。本稿では、マイナス金利政策の導入が金融市場に与えた短期的な影響を検証していく。

日銀が導入した非伝統的な金融政策に関する短期的な効果を分析した先行研究には、伊藤（2011）や伊藤（2014）、伊藤（2015）などがあげられる。また、Ito（2016）は量的・質的緩和政策が、日本の中長期金利に与えた影響を分析している。

伊藤（2011）は、2010年10月5日に日銀が打ち出した包括緩和について、約3カ月という短期における効果を検証した。1年物までの金利は包括緩和の実施約3カ月後には低下しており、短期金利の引き下げ効果はあった。時間軸を通じた長期金利の安定に関しては、基金による長期国債買入があったにもかかわらず、包括緩和導入直前と比較すると上昇したことから、長期金利の低位安定効果はなかった。

伊藤（2014）は、2013年4月4日に導入を決定した量的・質的緩和が、金融市場に与えた短期的な効果を検証した。3カ月後、6カ月後において緩和効果が認められたのが、短期金利（TIBOR3カ月物、12カ月物）と株価（TOPIX）、ドル円為替レートであった。一方、東証REIT指数に対する効果はなかった。

伊藤（2015）は、非伝統的な金融政策である包括緩和政策と量的・質的緩和政策が、金融市場に与えた短期的な影響（1カ月後、12カ月後）を検証した。包括緩和政策では1カ月後、12カ月後においてプラスの影響はなかったが、量的・質的緩和政策においては、東証株価指数とドル円為替レートがプラスの効果を示した。一方、共通しているのは、1年物までの短期金利の低下効力が12カ月後においても持続していた点である。

Ito（2016a）によれば、2013年1月4日から2015年8月24日までにおいて、中長期の7年物、10年物、30年物では、国債利回りから金利スワップへの一方的な影響が確認できた。これは量的・質的緩和政策を通じて、日銀が市場から大量の国債を購入したことで国債の利回りが低下し、それに連動して金利スワップレートも低下したことを示す。また、量的・質的緩和政策は当初の思惑通りに7年以上のイールドカーブを平坦化させることに成功したといえる。

伊藤（2016）は、日銀が2015年12月18日に導入を決めた量的・質的金融緩和政策の補完措置が、金融市場に与えた影響を検証した。補完措置は導入の1カ月において株価やREIT、ドル円為替レートに対するプラスの効果はなかった。一方、平均残存期間を現在の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化するという対応とリスク回避モードの高まりを受けて、より満期の長い国債利回りや金利スワップレートが低下

する形で、イールドカーブがフラット化した。

本稿の残りの構成は、以下の通りである。第2節ではマイナス金利付き質的・量的緩和政策の内容について述べる。第3節では日銀の市場との対話と市場の反応を検証する。第4節では金融市場に与えた影響を分析する。最後に第5節でまとめる。

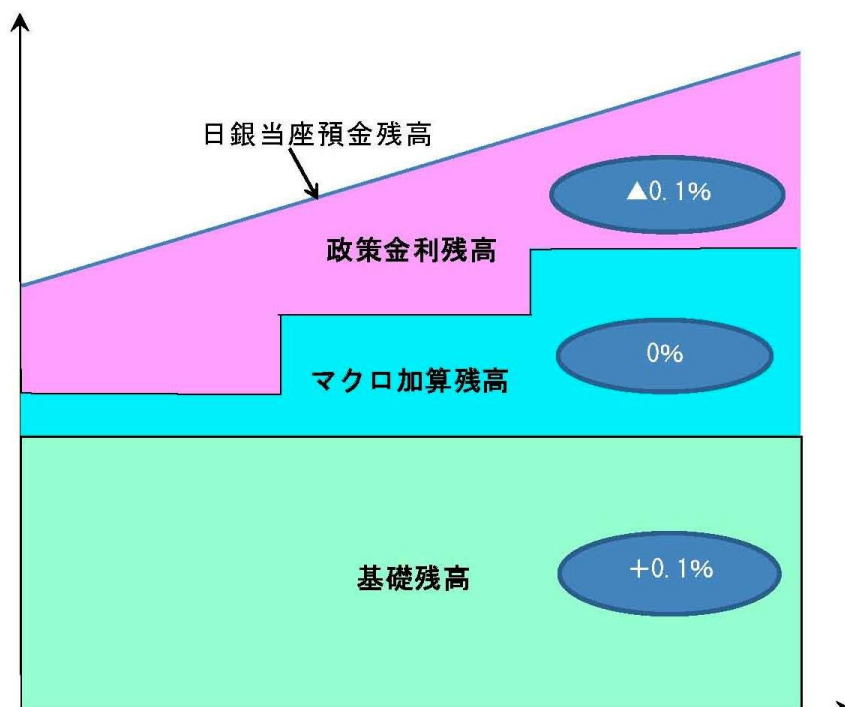
2 マイナス金利付き量的・質的金融緩和の内容

以下では日銀ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>) に掲載されている対外公表文を抜粋する形で、マイナス金利付き量的・質的緩和政策の内容をまとめた。

(1) 「金利」：マイナス金利の導入（賛成5 反対4）

金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する。具体的には、図1にあるように日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する。日銀が2016年1月29日に公表した資料によると、2015年1年間の当座預金平均残高は約220兆円で、所要準備に相当する約10兆円は従来通りゼロ金利が適用される。このため+1%が適用される基礎残高は約210兆円となる。なおマイナス金利導入当初に適用されるマクロ加算残高は、当初約40兆円（所要準備額約10兆円+貸出支援基金および被災地オペ約30兆円）である。

図1 日銀当座預金の3階層



(注) データ出所:日銀ホームページ

日銀の試算によれば、2月の準備預金積み期間における当座預金残高が260兆円であるとする、▲0.1%が適用される政策金利残高は10兆円{260兆円－210兆円(+0.1%適用の基礎残高)－40兆円(0%適用のマクロ加算残高)}になる。日銀は基準平均残高に、全ての取引先につき一律の掛目(基準比率)を乗じることによりマクロ加算残高を計算する。当初の基準比率はゼロであるが、日銀は基準比率を3カ月の頻度で見直し、マクロ加算残高を修正するとしている。

日銀は2016年6月9日、2016年6月から8月の積み期間において基準比率を見直し、マクロ加算残高を見直した。その結果、マイナス金利が適用される政策金利残高(金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額)は、平均して概ね10兆円台となる見込みであると公表した。

(2) 「量」：金融市場調節方針(賛成8反対1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

(3) 「質」：資産買入れ方針(賛成8反対1)

資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(4) 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。

3 日銀の市場との対話と市場の反応

(1) 市場との対話の問題点

日銀の黒田東彦総裁は2016年1月21日の参院決算委員会で、日銀が実施している量的・質的金融緩和について「所期の効果を発揮している」と述べ、マイナス金利政策については、「現時点でマイナス金利を具体的に考えているということはない」と民

主党の江崎孝氏への答弁で指摘した。黒田総裁は事前にマイナス金利導入を否定したが、その約1週間後にはマイナス金利の導入を決めた。黒田総裁発言から市場では事前に「マイナス金利政策の導入はない」との見方が広がっていたため、日銀の市場との対話という観点から問題を残した。

(2) 2月8日公表の金融政策決定会合（1月28、29日開催分）における主な意見

これまで議事要旨が公表されるのが金融政策決定会合終了後の1カ月程度後であった。しかし、できる限り速報性を重視し「主な意見」を、2015年12月開催分の決定会合から会合終了後の1週間後に公表することとなった。このように情報開示のスピードを速めた要因には、なるべく早く政策判断の背景を市場に伝えることにある。議事要旨は日銀法で「次の会合で承認が必要」と定められているため、会合の回数が年14回から8回に減る2016年からは、議事要旨公表までに2カ月近くかかり、市場との対話に円滑さを欠く可能性があった。

賛成派の意見として、「理論的可能性として、同じ量であれば付利を引き下げた方がポートフォリオ・リバランス効果を高め、より強い効果がある」や「マイナス金利付き量的・質的金融緩和は、イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れと合わせて、予想実質金利を一層引き下げる効果を発揮する」、「階層構造は、限界的な金利をマイナスにしつつも、金融機関収益への過度の圧迫により金融仲介機能が低下することがないように設計されている」などが、あげられている。

一方、反対派の意見として、「国際金融資本市場の不安定な動向からリスクは下方に厚いが、ただちに政策対応が必要な情勢ではない。マイナス金利導入が市場にかえって政策の限界を印象づけてしまうことを懸念する」や「マネタリーベース増加目標維持とマイナス金利導入は論理的整合性に欠ける。テーパリングと合わせて実施する筋合いの政策である。また、マイナス金利は実体経済への効果の割に市場機能や金融システムへの副作用が大きく、効果と副作用のバランスを欠く」、「既にマイナス金利を採用する他國中銀とのマイナス金利競争に陥ることを懸念する。また、中長期国債利回りのマイナス化で本行のみが最終的な買い手となり、市場から財政ファイナンスと見做されるリスクが高まる」などが、あげられている。

(3) マイナス金利に関する市場からの批判と日銀の総括的検証

日銀の国債保有比率が2016年末には4割程度に達する見込みで、国債市場の流動性低下という副作用が指摘されていた¹。また、国債利回りのマイナス化は、金融機関の収益・家計資産運用利回りの圧縮に加えて、日銀の国債買入れオペのコスト増を招い

¹ 2017年1月末の日銀による国債保有残高（額面ベースで約358兆1,977億円）が発行残高に占める割合は、初めて4割を超えた。同時期の国債発行残高は約894兆3,357億円であった。

ている。金融業界では、中期国債ファンドや MMF（マネー・マネージメント・ファンド）の運用を停止するなど、短期の資産運用商品が事実上、消滅した。

こうした状況の下、金融機関からのマイナス金利の批判として、「国債市場の流動性が細まっている」、「社債のスプレッドが信用リスクを正常に反映しなくなっている」、「身近な保険商品に影響が表れている」（生命保険協会・日本生命保険社長の筒井義信会長 2016 年 6 月 10 日の定例会見）や「マイナス金利だけで設備投資が目に見える形で増えることはない」（みずほフィナンシャルグループの佐藤康博社長 2016 年 5 月 13 日の決算会見）、「マイナス金利に伴い、今後の経済・金融に対する先行き不透明感がなかなか払拭できない」（三菱 UFJ フィナンシャル・グループの平野信行社長 2016 年 5 月 16 日の会見）などの声が上がっている。また、三菱東京 UFJ 銀行は 2016 年 7 月 13 日、日本国債の入札に参加する特別資格「プライマリーディーラー」を返上すると正式発表した。国債の落札利回りが 10 年物までマイナス化しており、償還まで新発債を保有すれば損失が発生することが返上の背景にある。

こうした市場からの批判に答え、また、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、日銀は 9 月開催の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行うことを公表した²。

4 緩和効果の検証

TIBOR（Tokyo Interbank Offered Rate）、国債、金利スワップ、株価、REIT、ドル円為替レートの終値に関して、マイナス金利政策が決定される前日の値と、3 カ月後、6 カ月後の値を比較することで、市場に与えた短期的な効果を検証した³。

国債や金利スワップレートの水準は長期ゾーンや超長期ゾーンが大きく低下し、両者のイールドカーブは大幅にブルフラット化した。特に、国債 5 年物、10 年物や金利スワップ 5 年物はマイナスの水準まで低下した⁴。しかし、TIBOR3 カ月物や 6 カ月は弱含んだものの、マイナスの水準まで低下することはなかった。

こうした動きを反映して、短期プライムレートは据え置かれた。しかし、長期プライムレートは 1.10%から 1.00%（2016 年 2 月 10 日）、1.00%から 0.95%（2016 年 3

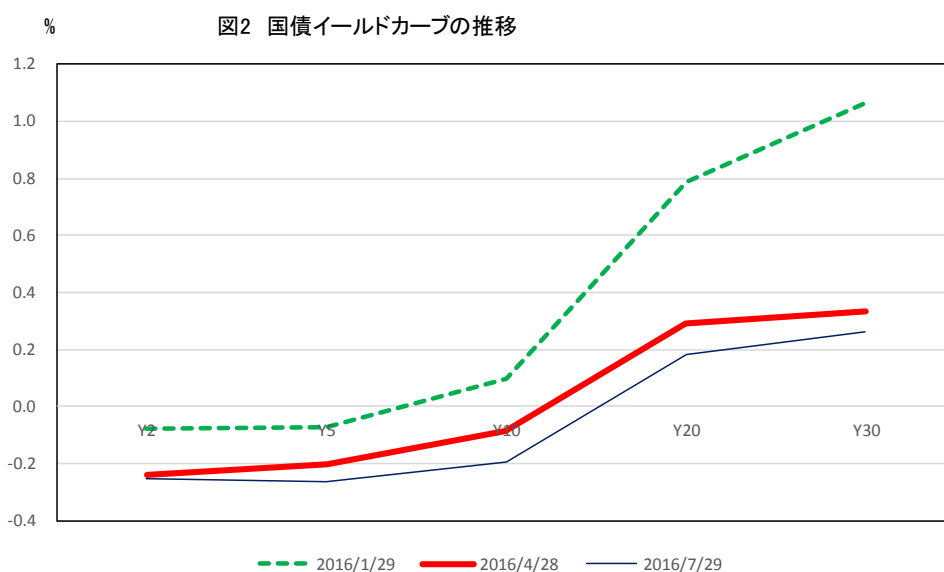
² 日銀は 2016 年 9 月 21 日に長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入を決めた。

³ 全銀協 TIBOR には日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の 2 種類がある。本稿で用いているのは、日本円 TIBOR である。全銀協 TIBOR の算出に当たっては、各リファレンス・バンク（レート呈示銀行）が、毎営業日、午前 11 時時点における 1 週間物、1 か月物、2 か月物、3 か月物、6 か月物、12 か月物の 6 種類について、市場実勢レートを全銀協 TIBOR 運営機関に呈示する。2015 年 4 月 1 日公表分から、4 か月物、5 か月物、7 か月物、8 か月物、9 か月物、10 か月物、11 か月物の計 7 種類のテナーを廃止した。TIBOR の詳細に関しては、全銀協 TIBOR 運営機関のホームページ（<http://www.jbatibor.or.jp/>）を参照。

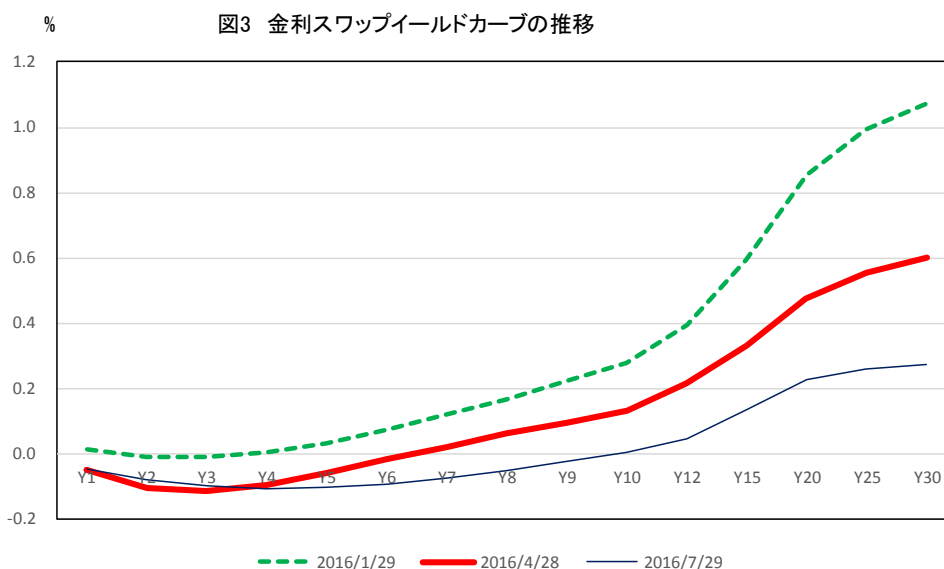
⁴ 2016 年 2 月 1 日から 7 月 29 日の間で、金利スワップ 10 年物もマイナスの水準まで低下する局面があった。

月 10 日)、0.95%から 0.90% (2016 年 7 月 8 日) に、それぞれ引き下げられた⁵。

一方、株価は 3 カ月後と 6 カ月物後ともに、1 月 29 日の水準を取り戻すことなく推移した。中長期ゾーンの金利低下の影響を受けて、REIT 市場は上昇した。この点は Ito (2016b) の中長期ゾーンの金利、特に金利スワップレートの低下が REIT 相場の上昇につながるという結果と平仄を合わせている。金利の大幅低下にもかかわらず、ドル円レートはドル安・円高が進行した。図 2 に国債イールドカーブの推移、図 3 に金利スワップイールドカーブの推移、表 1 にマイナス金利導入の効果を検証した結果、をそれぞれ示した。



(注) データ出所：日本相互証券



(注) データ出所：データストリーム

⁵ この部分のデータは日銀ホームページを参考にした。2016 年 8 月に入ると中長期金利はマイナス圏を維持したが、やや強含みで推移した。この背景には日銀が 9 月 20・21 日に開催される日銀金融政策決定会合での「マイナス金利付き量的・質的緩和政策の総括的な検証」を控えて、国債買入れ額の弾力化観測があった。

表1 マイナス金利導入の効果

	1月29日	4月28日	変化(対1/28)	効果	7月29日	変化(対1/28)	効果
金利の低下効果							
TIBOR3カ月物(%)	0.171	0.063	▲ 0.108	○	0.060	▲ 0.111	○
TIBOR6カ月物(%)	0.257	0.114	▲ 0.144	○	0.109	▲ 0.148	○
新発5年国債利回り(%)	▲ 0.070	▲ 0.200	▲ 0.130	○	▲ 0.265	▲ 0.195	○
新発10年国債利回り(%)	0.095	▲ 0.085	▲ 0.180	○	▲ 0.195	▲ 0.290	○
新発20年国債利回り(%)	0.790	0.290	▲ 0.500	○	0.180	▲ 0.610	○
新発30年国債利回り(%)	1.065	0.335	▲ 0.730	○	0.260	▲ 0.805	○
金利スワップレート5年物(%)	0.033	▲ 0.060	▲ 0.093	○	▲ 0.104	▲ 0.136	○
金利スワップレート10年物(%)	0.275	0.131	▲ 0.144	○	0.004	▲ 0.271	○
金利スワップレート20年物(%)	0.853	0.475	▲ 0.378	○	0.225	▲ 0.628	○
金利スワップレート30年物(%)	1.073	0.599	▲ 0.474	○	0.273	▲ 0.800	○
資産価格上昇効果							
日経平均株価指数(225)(円)	17518.30	16666.05	▲ 852.25	×	16569.27	▲ 949.03	×
東証REIT指数(ポイント)	1781.00	1924.44	143.44	○	1869.32	88.32	○
ドル高・円安効果							
ドル円為替レート(円)	120.63	108.40	▲ 12.23	×	103.63	▲ 17.00	×

(注) データ出所:

TIBOR(全国銀行協会)

国債(日本相互証券)・金利スワップ(データストリーム)

日経平均株価・東証REIT指数(データストリーム)

5 まとめ

本稿では、マイナス金利政策の導入が金融市場に与えた短期的な影響を検証した。導入決定の3カ月後と6カ月後において、TIBORや国債利回り、金利スワップレートが低下した。TIBOR3カ月物や6カ月物はプラスの水準で推移したが、日本国債5年物と10年物や金利スワップ5年物までが、マイナス0.1%を下回る水準で推移した。

TIBORは実際に短期の貸出取引に用いられる基準レートであるため、レート呈示銀行がマイナス金利を呈示することはなく、プラスの水準を維持した⁶。一方、長期の国債利回りがマイナスの水準に低下した背景には、次のような要因が考えられる。マイナス幅が拡大したベシススワップ取引を用いて海外勢が円資金を有利に調達し、国債を購入するインセンティブが高まった。この点の検証は今後の課題としたい。

2016年6月24日に英国の国民投票でEU離脱派が多数を占めたことで、リスクオフ・ムードが世界的に強まったことも、中長期ゾーン金利の大幅低下要因である。こ

⁶ 2016年7月現在の日本円TIBORのレート呈示銀行は15行である。内訳は、みずほ銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行、横浜銀行、三菱UFJ信託銀行、みずほ信託銀行、三井住友信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行、BNP銀行、信金中央金庫、商工組合中央金庫、農林中央金庫である。

うした状況の下、REIT 相場は上昇したが、株式相場は下落した。また、ドル円レートはドル安・円高が進み、円高進行に歯止めがかからなかった。

マイナス金利政策の導入について、金融政策決定会合の約 1 週間前に黒田総裁が導入を否定していたにもかかわらず導入が決定されたことで、日銀の市場との対話という観点から問題を残した。

【参考文献】

伊藤隆康 (2011) , 「日銀の包括緩和政策に関する短期的な効果の検証」『新潟大学経済論集』第 90 号, pp.237-247.

伊藤隆康 (2014) 「日銀による量的・質的緩和政策の金融市場に対する短期的な効果の検証」『新潟大学経済論集』第 96 号, pp.149-156.

伊藤隆康 (2015) , 「非伝統的な金融政策が市場に与えた短期的な効果の検証ー包括緩和政策と量的・質的緩和政策の比較」『平成 25 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』ゆうちょ財団, pp.10 - 18.

伊藤隆康 (2016) , 「量的・質的緩和政策の補完措置に関する市場との対話と短期的効果に関する検証」『平成 27 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』ゆうちょ財団, pp.23 - 30.

全銀協 TIBOR 運営機関ホームページ (<http://www.jbatibor.or.jp/>)

日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>)

Ito, T. (2016a) , Japanese Long-Term Interest Rates under the Quantitative and Qualitative Easing Policy Analysis of JGB and IRS Markets. *Macrotheme Review*, Vol.5, pp.1-12.

Ito, T. (2016b) , The Reaction of Japanese REIT Market to Interest Rate and Stock Price: Comparative Analysis of the Periods before and after Abenomics, *International Journal of Monetary Economics and Finance*, Vol.9, pp.319-329.