

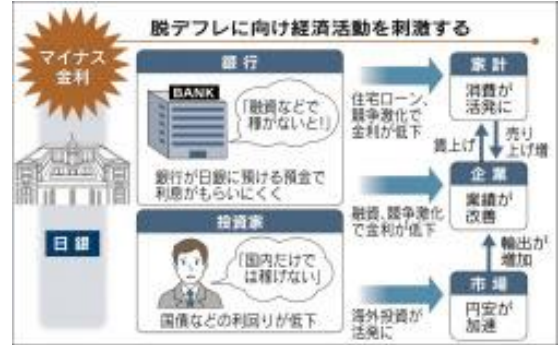
# マイナス金利の波紋（含、不動産）

2月の1か月間の動きを追う

2016年2月29日

## （マイナス金利の導入の概要）

1月29日、原油安と中国など新興国経済の減速が、デフレ脱却の機運を腰折れさせかねない状況下、黒田日銀総裁は金融政策について、「融資に回さない金をなぜ持っているのですか」と民間金融機関に融資の積極化を促すことによって、従来の量的質的金融政策にはなかった、その意味で三次元ともいわれる「マイナス金利」の導入という未踏の領域に踏み込む政策決定を公表した。2月3日の講演会では、黒田日銀総裁はマイナス金利導入の理由について「2%の物価目標の達成が当初の想定よりも時間がかかっている」ためであると説明したうえで、「欧州（の中銀）の知見を踏まえて量的・質的金融緩和を一段と発展、強化させることとした」とも述べた。そして、マイナス金利は、「中央銀行の歴史の中でおそらく最も強力な枠組みだ」と評価した上、「企業や家計の経済活動に好影響をもたらす」と語った。



（注）1月31日日経朝刊による。

## （マイナス金利の適用対象）

日銀は1月29日の段階では、当座預金の一部にマイナス0.1%の金利を課すことを決めたものの、対象の規模を示していなかった。日経新聞の2月4日の報道によれば、1月29日の段階で、日銀の当座預金残高約250兆円のうち240兆円（超過準備預金に相当）には、引き続き年0.1%の金利を支払い、残り10兆円（法定準備預金に相当）の金利は0%であったものが、マイナス金利が適用される2月16日以降は、今後、年80兆円程度増える見通しの日銀当座預金のうち、その大半の金利は0%とし、マイナス金利を適用する政策金利残高は10兆円～30兆円にとどめる方針であるとのことである。マイナス金利の対象を広げないのは、マイナス金利の導入を発表してから、国債利回りは大幅に低下しており、マイナス金利の対象が少額でも幅広い金利にマイナスへの圧力がかかると日銀が判断したことに加え、超過準備の付利0.1%がなくなることに伴い、確実に減少する銀行収益への悪影響を抑える狙いもある。すなわち、仮に当座預金全てがマイナス金利となれば金融機関全体で年2000億円以上の損失が生まれるが、対象が10兆～30兆円なら損失は200億円前後にとどまる見通しであり、金融仲介機能を損なうおそれが少ないと判断されたためである。



（注）2月4日日経朝刊による。

## マイナス金利導入後の量的質的（三次元）金融緩和の内容

政策手段	内容
1. マイナス金利	・ 金融機関が保有する日銀当座預金にマイナス金利を適用 ・ 具体的には、当座預金を適用金利別（0.1%（基礎残高）、0.0%（マクロ加算残高）、▲0.1%（政策金利残高））の3段階に分けることで、金融機関の収益や金融仲介機能に配慮
2. 量的目標	・ マネタリーベースの残高は「年間80兆円に相当するペースで増加」という従来の目標を維持（上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）の買い入れ拡大（ETFは年間3兆円、J-REITは年間300億円）
3. 質的補完措置（注）	・ 日銀が購入する長期国債の平均年限を7～12年で維持等
4. 2%の物価上昇目標	・ 達成時期を平成28年後半から平成29年前半へ先送り

（注）QQE（量的質的金融緩和）の補完措置の主なものは以下のとおり。

（1）新たなETF買い入れ枠の設定

⇒現在の年間3兆円の買い入れに加え、

新たに3000億円を追加（2015年11月末残高は6.5兆円）

（2）長期国債買い入れの平均残存年限の長期化

⇒7～10年から、7～12年に長期化

（3）J-REITの買い入れ限度額の引き上げ

⇒現在の年間900億円の買い入れに加え、銘柄別の買い入れ限度額を当該銘柄の発行済み投資口の「5%以内」から「10%以内」に引き上げ（2015年11月末残高は0.26兆円）

### （マイナス金利の持つ意味について）

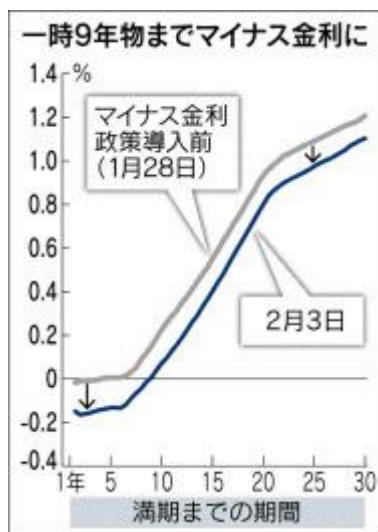
第一に、マイナス金利の導入は、名目金利がマイナスにはならないという制約を打破したという点で金融政策の大きな転換点であると評価される。新たに導入された名目金利をマイナスに下げれば、金融機関が余剰資金を日銀当座預金に預けたままにするのではなく、金融市場での運用を通じて、企業設備投資や家計の消費が刺激されると考えられるからである。そうであれば、さらに、それが物価上昇を通じて、人々の予想インフレ率を高めることにより、実質金利の低下がもたらされる（実質金利=名目金利-期待インフレ率）。もっとも、この点については、金融機関の収益悪化が融資の縮小を招くとの見解も少なくない。

第二に、より長期的には、日本の成長力の長期停滞の下で、自然利子率は既にマイナスに落ち込んでいるとも言われており、期待インフレ率を高めて実質金利を自然利子率を下回る低い水準にまで誘導することができれば、デフレ均衡を脱出するうえで、今回のマイナス金利がプラス要因として働くことが期待されるが、マイナス金利はこれに寄与するものである。これについて、2月22日日経朝刊において、日経新聞社の滝田洋一編集委員は、「冷静に考えれば、マイナス金利政策は魔界に扉を開く策でもない代わりに、経済の困難を一気に打開する魔法の杖でもない」として、マイナスになっていると危惧される自然利子率の上昇=潜在成長力の回復が先決であると論説した。

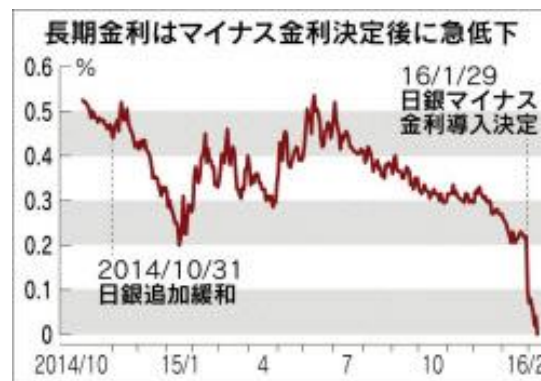
第三は、今回のマイナス金利政策により、短期金融市場における金利を引き下げることを通じて短期金融市場でマイナス金利が常態化するだけでなく、マイナス金利の下では、日銀の買いオペに応じることが金融機関のコスト増要因になる以上、日銀は相応の高い価格（低い金利）を金融機関に払わないといけないので、長期国債についても従来よりゼロに近い、あるいはゼロを割り込む金利水準が定着し、イールドカーブ全体が押し下げられることが予想されていた。このことについては早くも2月3日の債

券市場で、長期金利の代表的な指標である新発 10 年物国債利回りが一時、0.045%に低下、過去最低を更新しただけでなく、償還までの期間が 9 年の債券まで利回りがマイナスに沈んだ。こうした中で 2 月 9 日には、長期金利の指標となる新発 10 年物国債の利回りが、初めてマイナス 0.035%まで低下し、返済期間の長い資金の借り手が利息を貰うという異例の事態に突入した（2 月 25 日には、新発 10 年国債の利回りは-0.065%と過去最低の水準で取引を終了し、長期金利の低下圧力は次第に強まっている様相である）。2 月 13 日の日経朝刊で野口悠起雄早大ファイナンス総合研究所顧問は「マイナス金利政策をどう評価するか」についてのインタビューに対し「日銀が国債を割高な価格で買い取ることは、（銀行の収益を支えるために）将来の国債の値下がりコストを日銀ひいては将来の国民が負担を負うことになる」との懸念を表明している。

なお、マイナス金利の影響は順次広がりを見せており、2 月 17 日には、金融機関同士の貸借で翌日決済するいわゆる「無担保コール翌日物」の取引で、最低金利はマイナス 0.05%を記録した。金機関融機関が、資金を日銀に預けておくままにして、0.1%の金利分の損をするより、0.1%を下回る範囲であれば、損失を抑えられると判断されたためである。しかし、このような取引への抵抗感も強く、このところ短期のコール市場の取引は通常の 4 分の 1 に当たる日額 5 兆円程度に縮小している状況である。預金金利の引き下げの表明も相次いでいる。しかし、一部の信用金庫などには、この機会に安定した資金量を確保しておきたいと、逆に預金金利の引き上げを表明するところも現れた。将来の動きの不確実性が高まる中で、金融業界には、想定外のものを含めて、しばらくは様々な錯綜した動きが生じそうである。



(注) 2 月 3 日、日経朝刊による。



(注) 2 月 9 日、日経夕刊による。

第四に、日銀のマネタリーベースを今後とも年間 80 兆円のペースで増やすという量的質的緩和の基本政策からすると、マイナス金利は、銀行の国債売り惜しみを通じてマネタリーベースを限界的には削減するという逆の効果を持つ側面があり、厳密な意味では従来の量的質的金融緩和政策と整合的であるとは言い切れないという問題がある。また、先行してマイナス金利を導入している ECB や、非ユーロ圏のスウェーデン、デンマーク、スイスなどでも、現在それが個人の預金金利にまでには影響を及ぼさないように歯止めをかけて運用されているが、どこまでシステム的な担保があるのかは必ずしも明確には

なっていない。この点、日銀の黒田総裁は1月18日の衆議院予算委員会での質問に対し、「個人預金にマイナスが付く可能性はないだろう」と確定的な答弁を避けており、個人の預金金利が、制度的にはマイナスになる可能性を完全には否定し切れていないことが気付きである。

なお、2月10日の日経経済教室では翁邦雄京都大学教授は、自然利子率の趨勢的な低下によって、期待への働き掛けによる実質利子率低下が壁に突き当たっている以上、金利概念を復活させるマイナス金利誘導政策の導入はある意味でやむを得ないものの、預金金利の低下を伴わないマイナス金利の拡大は必然的に金融機関の経営を困難な状態に追い込むと警告している。これに関連して、NHKの2月12日の「毎朝ラジオ」番組の中で、小幡績慶応大学准教授は、マイナス金利は銀行行動を融資縮小に向かわせるので、本来はやめるべき政策だと述べている。

第五は、マイナス金利政策には実質金利への働きかけ以外に、内外金利差を通じた自国通貨安が、結果として円高阻止の効果をもたらす側面があると考えられる。ところが現実には、米国の景気回復が必ずしも順調とは言えないこと（例えば1月の雇用統計では景気の動向を敏感に映す非農業部門の雇用者増加数は15.1万と目安の20万人以上を下回った）やFRBのイエレン議長が2月10日に米国政策金利の追加利上げについて減速発言をしたこともあり、米国の金利引き上げに対する観測が後退気味となり、期待されていた円安効果は打ち消されているのが現状である。

この点、2月8日の日経朝刊経済教室において、植田和男東大教授は「為替相場もマイナス金利に一時強く反応した。しかしここには大きなリスクが潜んでいる。金融緩和の波及経路が通貨安に集中すればするほど各国が自国通貨安を避けようとするので、世界全体としては緩和効果がゼロに近づく」と指摘した。

その他、当面考えられるマイナス金利の副作用としては、第一に、いずれの金融機関も、今後収支の悪化が避けられないが、中でも、海外展開に活路を見出す余地の少ない地方銀行等において、既に進行している再編の動きが加速される可能性があること（2月26日の日経朝刊は、「ふくおかFG」（従来に福岡銀行、親和銀行（長崎県）、熊本銀行の統合体）と長崎県の「十八銀行」が2月26日に統合を発表した背景に、マイナス金利による収益環境の悪化があると報じている）、第二に、日銀の金利操作の余地が広がるというメリットが生ずる一方で、2013年4月以来の量的質的緩和政策の打ち止め感が否定できなくなること、第三に、マイナス金利政策はないと1月中旬まで明言していた日銀総裁発言が裏切られたことで、今後の市場との対話、フォワードガイダンスを重視する日銀の政策決定に悪影響が及ぶ恐れが生じることなどが考えられる。

2月29日の日経朝刊は一面で、「アベノミクス」を「評価しない」が50%で、「評価する」31%を大きく上回る結果となった、日本経済新聞社とテレビ東京の共同調査（実施日2月26日～28日；有効回答数1306件）の結果を報道した。昨年2月以降「評価しない」が5割に届くのは初めてで、アベノミクスの成果が思うに任せない状況が、国民の間に懐疑的な見方を広げているのが気付きである。

### （デフレ回帰の恐れ）

マイナス金利はむしろデフレ回帰の恐れを強めると警告するのが櫻川昌哉慶応大学教授である。2月9日の日経朝刊経済教室において、名目利子率=実質利子率+期待物上昇率というフィッシャー方程式を用いて以下のように説明する。

	名目利子率	実質利子率	期待物価上昇率
①過去 20 年	0%	+1%	▲1%
②マイナス金利	マイナス金利	+ $\alpha$ %	▲ ( $\alpha + \Delta \alpha$ ) %

ここ 20 年来の平均的な状況は GDP の代理変数と見ることのできる実質利子率は+1%、(期待)物価上昇率が▲1%であり、名目利子率がゼロであった。名目利子率を長期にわたりゼロに据え置くと、実物資産の収益率を示す実質利子率とマイナスの期待物価上昇率で示される貨幣の収益率とが等しくなるので、実物資産へのシフトが起きるところか逆に貨幣で資産を保有しようとすることから生じる「流動性の罫」により、経済の拡大にとって望ましくない動きが生じ、2014 年春以来、そこからの脱却が目指されているものの、未だ実現できないでいる現在の状況下で、名目金利をゼロに据え置いて人々の期待に働きかける政策を引き続き継続するだけにとどめず、さらに名目金利をマイナスに下げて、そのマイナス金利が金融市場一般に及ぶようになると、貨幣の収益率が実質利子率を上回るため、人々は銀行に預金をしなくなり、金融仲介機能の劣化を通じて銀行の信用創造が縮小し、デフレ不況が深刻化してしまうと指摘した。

また、本来、短期のカンフル剤であった量的質的金融緩和が長期化し、それが短期金利のみならず長期金利にまでマイナス金利が及ぶような局面になると、預金へのペナルティが課されて人々の不安をあおるだけでなく、政府の財政再建の必要性への認識も希薄になり、それを先送りする誘因になりかねないとも警告している。

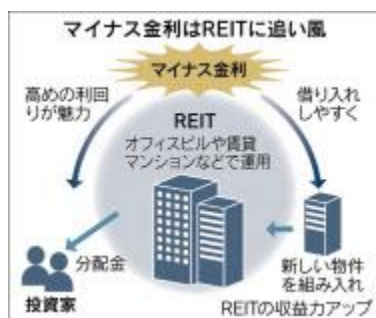
以上のことから、桜川教授は、日銀は、出口戦略の明示により、人々のマイナス金利の長期化予想を排しつつ、マイナス金利政策の副作用を含めた総効果をよく見極め、賢明な判断を行うよう求めている。

### (マイナス金利と不動産市場)

マイナス金利により経済活動が活発になれば所得効果を通じて、一般論として言えば、不動産市場にはプラスの需要効果が生ずる。やや具体的に指摘すれば、第一に、消費税の引き上げを控え、イールドカーブ全体の下シフトの中で、住宅ローン金利の引き下げが住宅建設の促進に繋がること<sup>(注)</sup>、第二は、金融機関の不動産業向け融資態度が従来よりも緩む可能性があり、これが物流、ホテル、ヘルスケアなどの実物不動産投資を促進すること、第三は J-REIT の予想分配金利回りと 10 年国債利回りの差で示されるスプレッドが、リート会社の借入金支払利息の低下に伴う分配金の増加による分配利回りの上昇及び国債利回りの低下により拡大し、J-REIT 投資が活発化し、これが一部で実物の不動産投資を増加させる経路となることなどが考えられる。2 月 16 日の日経朝刊 21 面では、クレディ・スイス幹部のナネット・ヘシュラー・フェデルブ氏の所見として、スイスでのマイナス金利導入が、企業や機関投資家などの法人預金に手数料が課されるようになったこと、資金運用が不動産にシフトしたこと、為替リスクヘッジコストが高まり、海外投資資金が国内に戻り、不動産のほか国内株に流入したことを紹介し、日本でも、賃料収入が見込める不動産投資信託 (REIT) などの有利性が高まると指摘した。2 月 26 日の

<sup>(注)</sup> 2 月 14 日日経朝刊 3 面では「欧州マイナス金利の影」と題し、デンマークでは 3 年半前に導入されたマイナス金利の低下が、住宅ブームを引き起こし、一部の地域では 5 年間に価格が 4 倍になるなどのバブル的様相を呈し、政府が融資規制を強化するなどの措置を講じたことなどが報道されている。

日経朝刊は2面で「REIT時価総額時価（約11兆5700億円）最大、マイナス金利下、利回り魅力」と題する記事を掲載している。



**利回りが高い主なREIT**

名称	分配金利回り	主な投資対象
イオンリート	4.1%	商業施設
大和ハウス・レジデンス	3.8%	賃貸住宅
GLP	3.7%	物流施設
ジャパン・ホテル	3.5%	ホテル
森トラスト総合	3.4%	オフィスビル

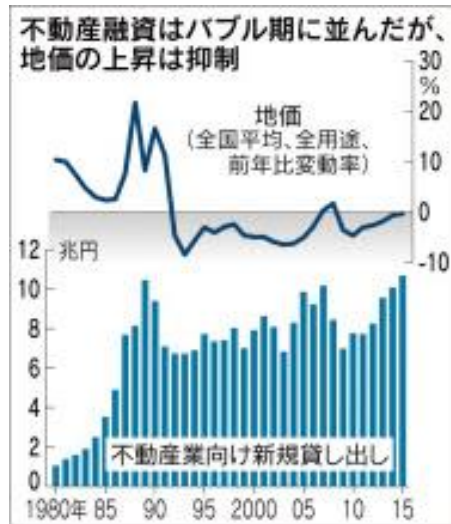
(注)年換算の予想利回り

(注)2月26日、日経朝刊による。

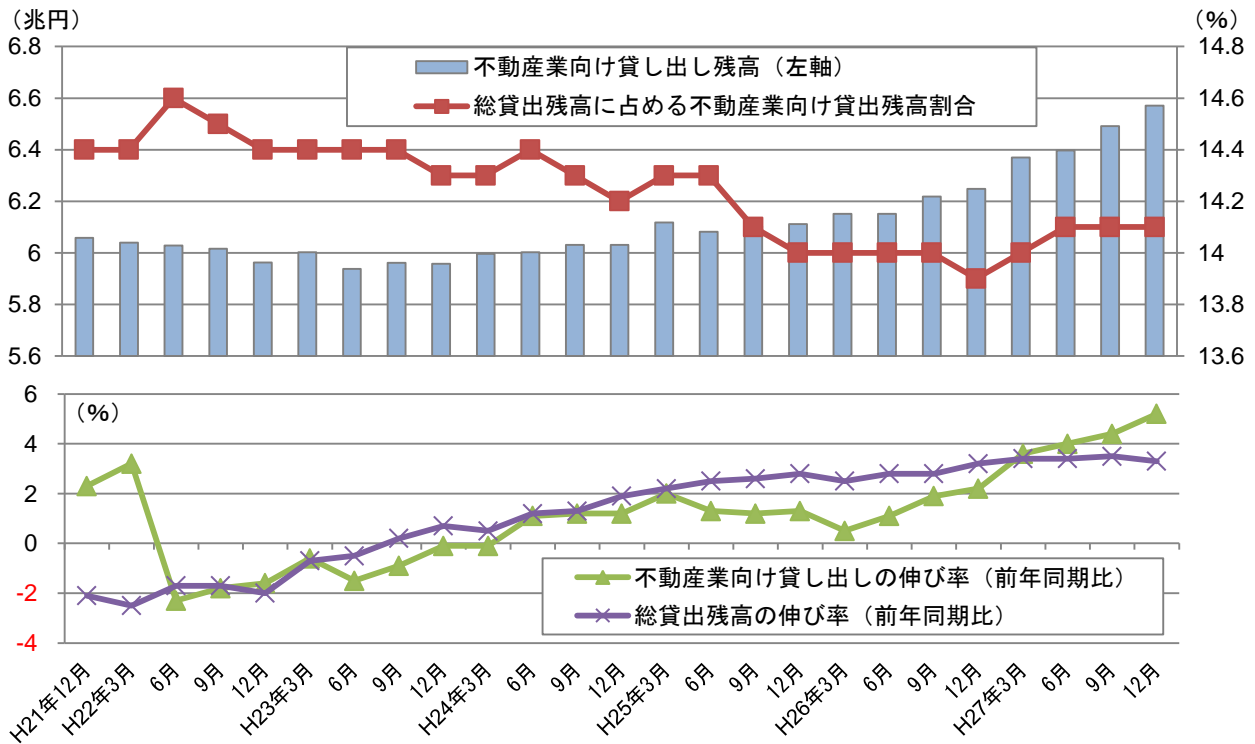
しかしマイナス金利が人々の不安を増幅させ、投資の低迷を通じて期待成長率を低下させるとすれば、長期的に不動産価格が下落するので、不動産が収益資産として、広く投資の対象とはなりにくいであろう。好調と言われるREIT相場がさらに上がれば、利回りが下がるので注意が必要な局面であり、こうした中で、マイナス金利が開始された翌日の2月17日の日経朝刊一面は、「建設費の高止まりで販売が鈍る不動産業界では、マイナス金利の波及効果に期待が高まる」と報道しつつも、「効果は未知数」と総括した。

#### (このところ増える不動産業向け融資)

2月21日日経朝刊は一面トップ記事で、2015年の不動産業向け新規貸出額（10.7兆円）がバブル期の1989年の新規貸出額（10.4兆円）を上回る急増（2015年の対前年比の増加率は6.1%）を示したことを報じている。また、融資残高ベースでも、不動産業向け融資残高はこのところ全産業平均に比して高い伸び率となっており、マイナス金利の下で、これがどのように推移するのか、今後の動向が注目される場所である（本レポートは2月27日現在で記述した）。



(注) 2月21日、日経朝刊による



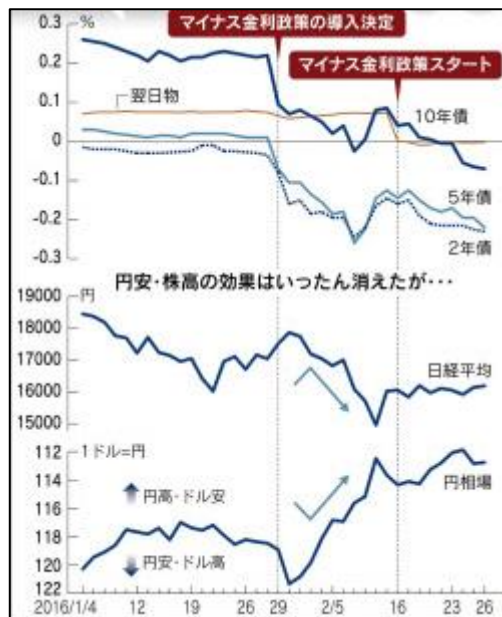
(注) 日銀統計月報により、土地総合研究所が作成。

(参考) 不動産市場への影響

住宅ローン	<ul style="list-style-type: none"> <li>・3メガ銀の住宅ローン金利（10年固定型、最優遇）は年1.05%。市場動向を踏まえ一段の引き下げを検討する。10年固定型は長期金利、変動型は短期金利にほぼ連動して決まるためだ。</li> <li>・長期固定ローンのフラット35の金利が一段と低下。住宅金融支援機構によると、返済期間35年以下（融資率9割以下）の取扱金融機関の最低金利は1.48%と、9カ月ぶりの低水準。3月に過去最低（1.37%）を更新し、1.25%となった。</li> </ul>
不動産業向け融資	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不動産業向け融資残高は2015年以降、全産業平均を上回る率で増加している。2015年12月末現在の総貸出残高の対前年同期比増加率は2.3%に対し、不動産業向け融資残高の同増加率は5.2%。</li> </ul>
J-REIT市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・東証リート指数は比較的堅調（1620(1/20)⇒1882(2/25)（+16.2%））</li> <li>・日経平均株価は下落（16416.19(1/20)⇒16140.34(2/15)（▲2.7%））</li> </ul>

(注) 土地総合研究所作成

(参考) マイナス金利の影響（総括）



(注) 2月27日、日経新聞朝刊による。

(荒井 俊行)