

金融市場パネル(Financial Markets Panel)

第38回会合:資料



2016年04月21日

株式会社野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部長

井上 哲也

金融ITイノベーション研究部 主任研究員

竹端 克利

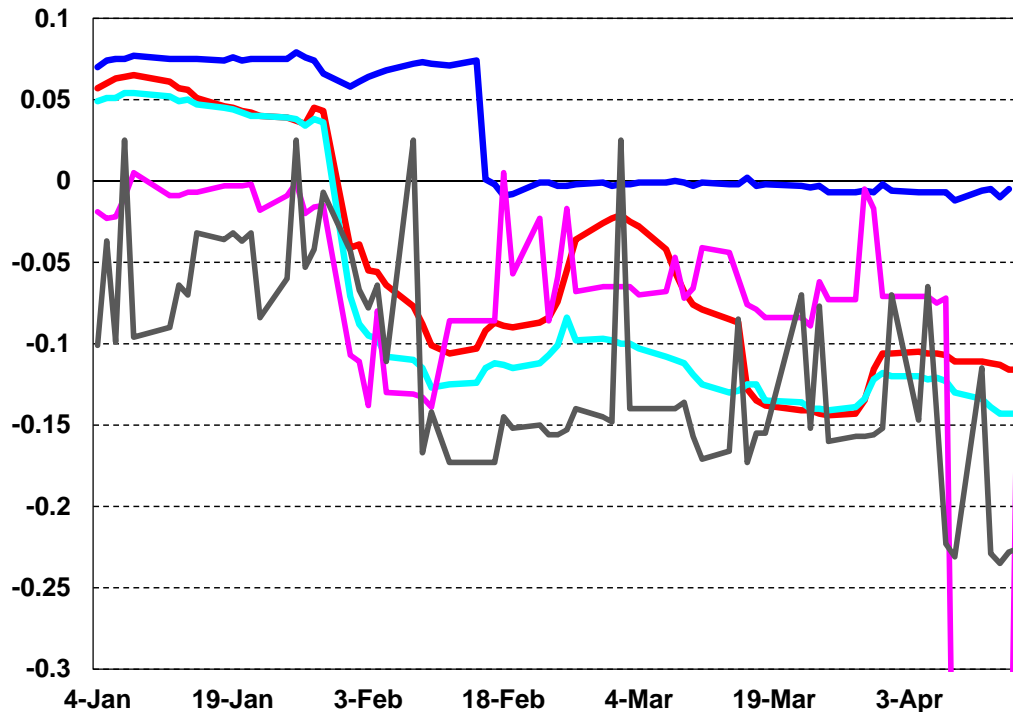
1. マイナス金利導入後の金融経済

1. マイナス金利導入後の金融経済

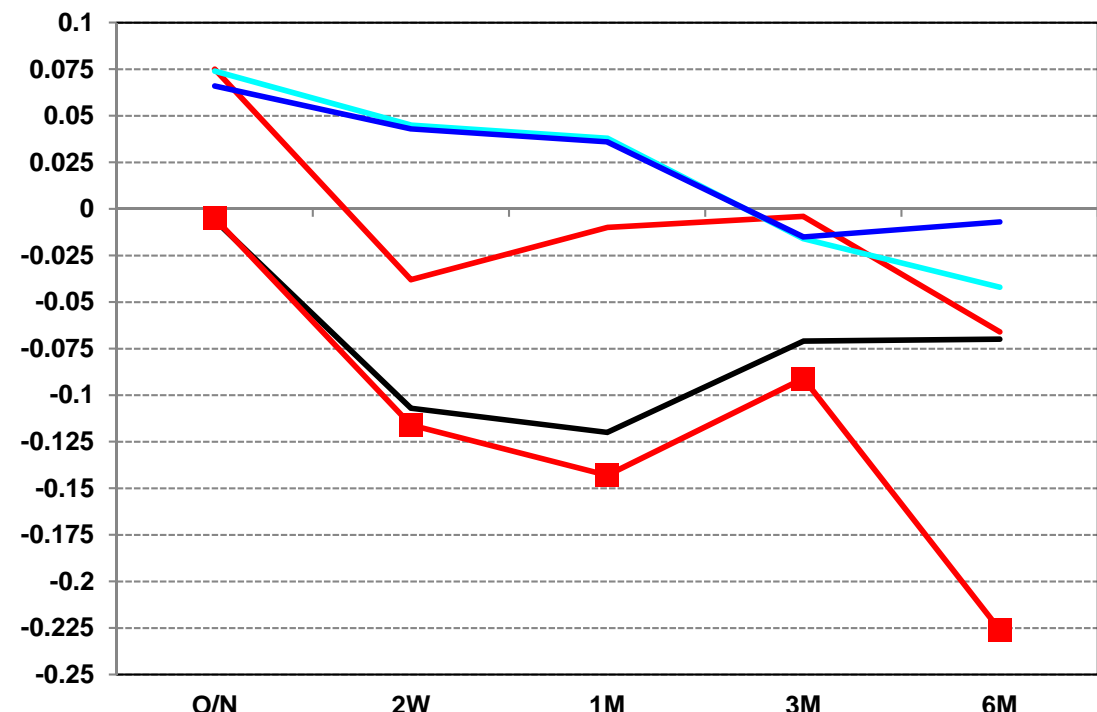
■ 短期金利 (1)

- ・ 短期金融市場の動きにはいくつかの特徴がみられる。
 - 1) ターム物金利全般: 1月末の政策決定の時点から下落を始めた。
 - 2) コールレート(無担保O/N: 平均): マイナス金利開始日に下落したが、その後は0%近辺で推移している。
 - 3) レポレート: 一旦下落した後、3月初にかけて反発したが、再び軟調になっている。
 - 3) TBレート: 大きな振れを伴いつつも徐々に水準を切り下げている。

＜左＞ 短期金利の推移 (%), ＜右＞ 短期のイールドカーブ (%)



— Call rate (O/N) — Repo rate (2W) — Repo rate (1M)
— TB(3M) — TB(6M)



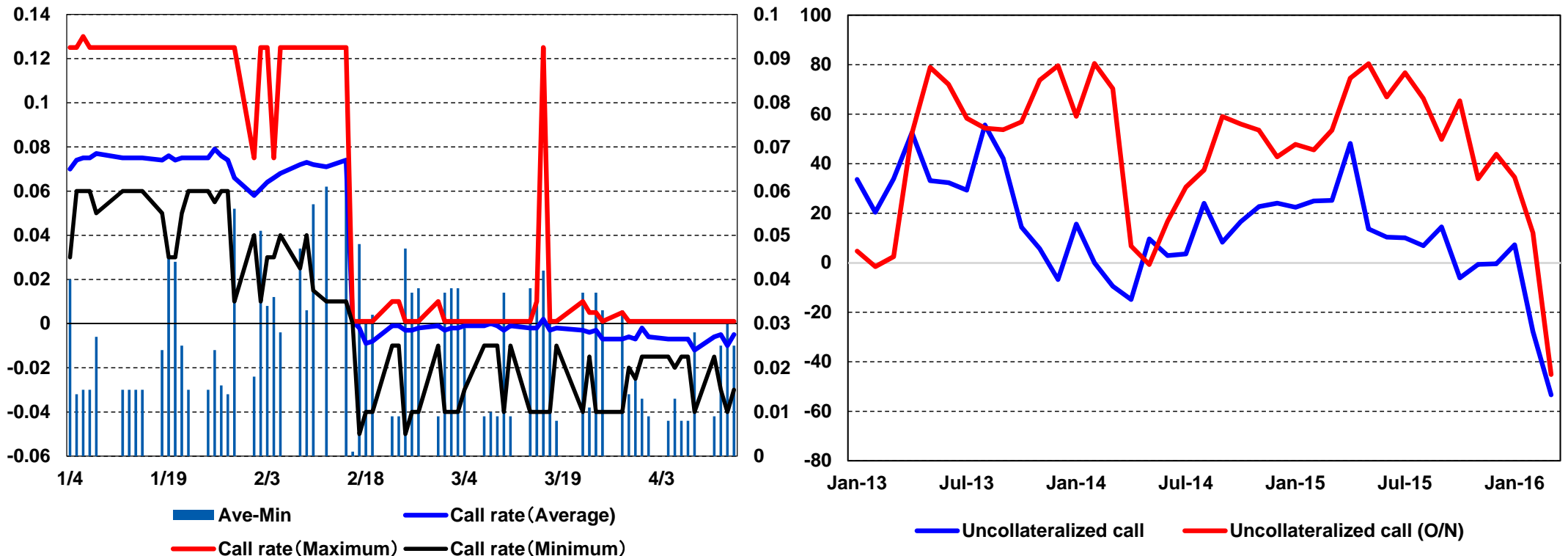
— 18-Dec — 28-Jan — 29-Jan — 31-Mar ■ 15-Apr

1. マイナス金利導入後の金融経済

■ 短期金利 (2)

- ・ マイナス金利の導入以来、無担コールレートの日中のばらつきは顕著に縮小した。特に最高レートと平均レートの差がかなり縮小した。この間、コール市場の平均残高をやや長い目でみると、決して一方的に減少トレンドだった訳ではない。もっとも、昨年中盤以降には総残高とO/N取引の分の残高の双方において、前年比の伸び率は深くマイナスとなっている。

<左> コールレートの推移 (%), <右> コール市場の平均残高(前年比%)

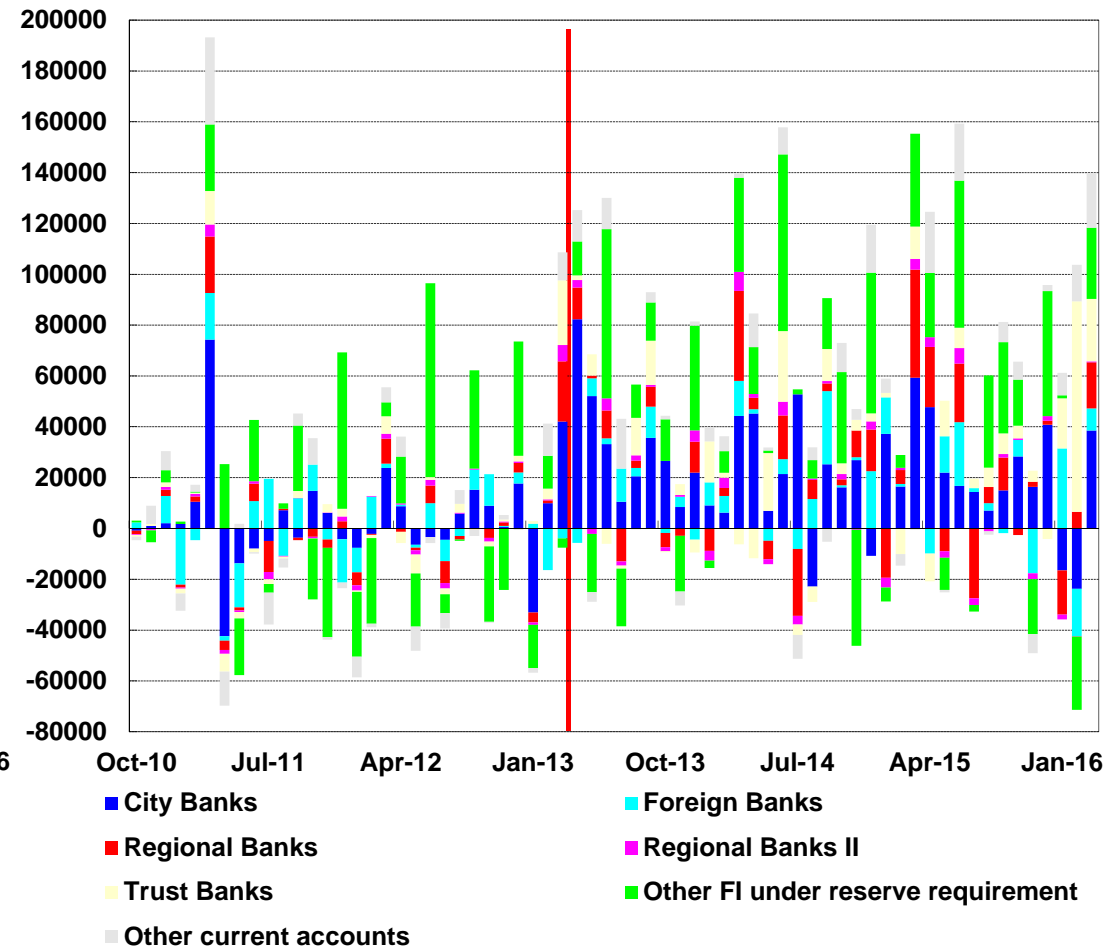
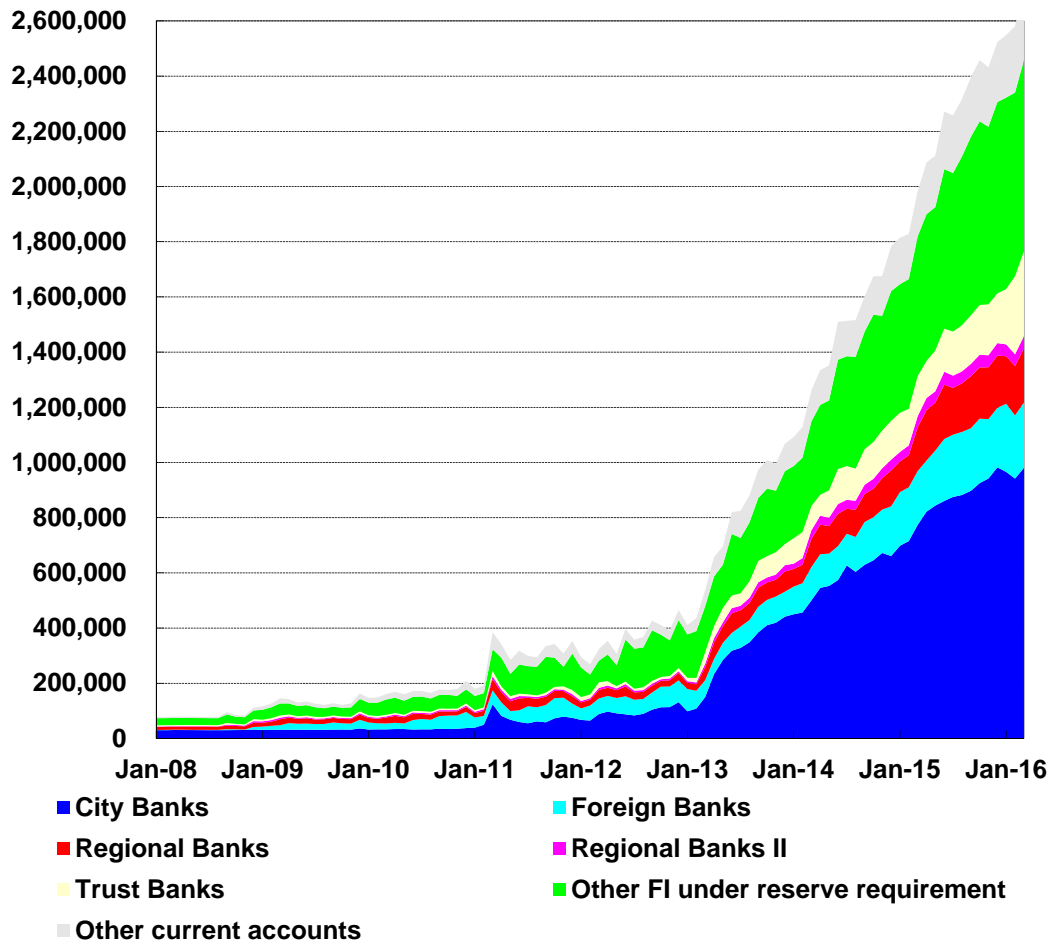


2. QQEの柱としてのマイナス金利

■ 業態別の当座預金保有

- 「量的・質的金融緩和」の導入以来、メガバンクの当座預金残高が顕著に増加した。加えて、その他の当座預金取引先や地方銀行の増加も目立つ。なお、足許での信託銀行の増加は技術的要因によるとされる。

＜左＞残高, ＜右＞フロー (いずれも億円)



1. マイナス金利導入後の金融経済

(参考) 日銀による試算(2016年1月)

(億円)

d.÷a.

	a	b	c	d	マイナス金利適用残高の割合
	当座預金残高	プラス金利適用残高	ゼロ金利適用残高	マイナス金利適用残高	
都市銀行	965,560	813,680	135,570	16,310	2%
地方銀行	172,190	136,160	29,780	6,250	4%
第2地方銀行	42,990	36,430	4,120	2,440	6%
外国銀行	247,230	205,700	600	40,930	17%
信託銀行	200,300	154,190	22,700	23,410	12%
その他の準備預金制度適用先	693,970	531,620	39,790	122,560	18%
準備預金制度非適用先	212,050	186,450	5,560	20,040	9%
合計	2,534,290	2,064,230	238,120	231,940	9%

※上記の数値は、16年2月16日から実施される当座預金のマイナス金利適用スキームを16年1月分の計数に適用した試算値。

1. マイナス金利導入後の金融経済

(参考) 業態別日銀当座預金(2016年2月16日～3月15日の実績)

(億円)

	a	b	c	d	d÷a.
	当座預金残高	プラス金利 適用残高	ゼロ金利 適用残高	マイナス金利適用 残高	マイナス金利 適用残高の割合
都市銀行	941,790	813,590	122,050	6,150	1%
地方銀行	178,730	148,730	27,390	2,600	1%
第2地方銀行	42,780	38,390	3,950	450	1%
外国銀行	228,650	207,490	610	20,560	9%
信託銀行	283,090	154,130	29,310	99,650	35%
その他の準備預金制度適用先	665,150	534,260	38,130	92,760	14%
準備預金制度非適用先	200,330	189,040	2,620	8,670	4%
合計	2,540,520	2,085,630	224,060	230,840	9%

1. マイナス金利導入後の金融経済

(参考) 業態別日銀当座預金(2016年3月16日～4月15日の実績)

	a	b	c	d	(億円) d÷a.
	当座預金残高	プラス金利 適用残高	ゼロ金利 適用残高	マイナス金利適用 残高	マイナス金利 適用残高の割合
都市銀行	980,300	813,290	145,850	21,160	2%
地方銀行	196,890	151,680	39,090	6,120	3%
第2地方銀行	43,140	38,710	4,360	70	0%
外国銀行	237,320	209,560	620	27,140	11%
信託銀行	307,670	161,850	31,080	114,740	37%
その他の準備預金制度適用先	693,190	536,200	42,980	114,010	16%
準備預金制度非適用先	208,530	189,100	5,430	14,000	7%
合計	2,667,040	2,100,390	269,410	297,240	11%

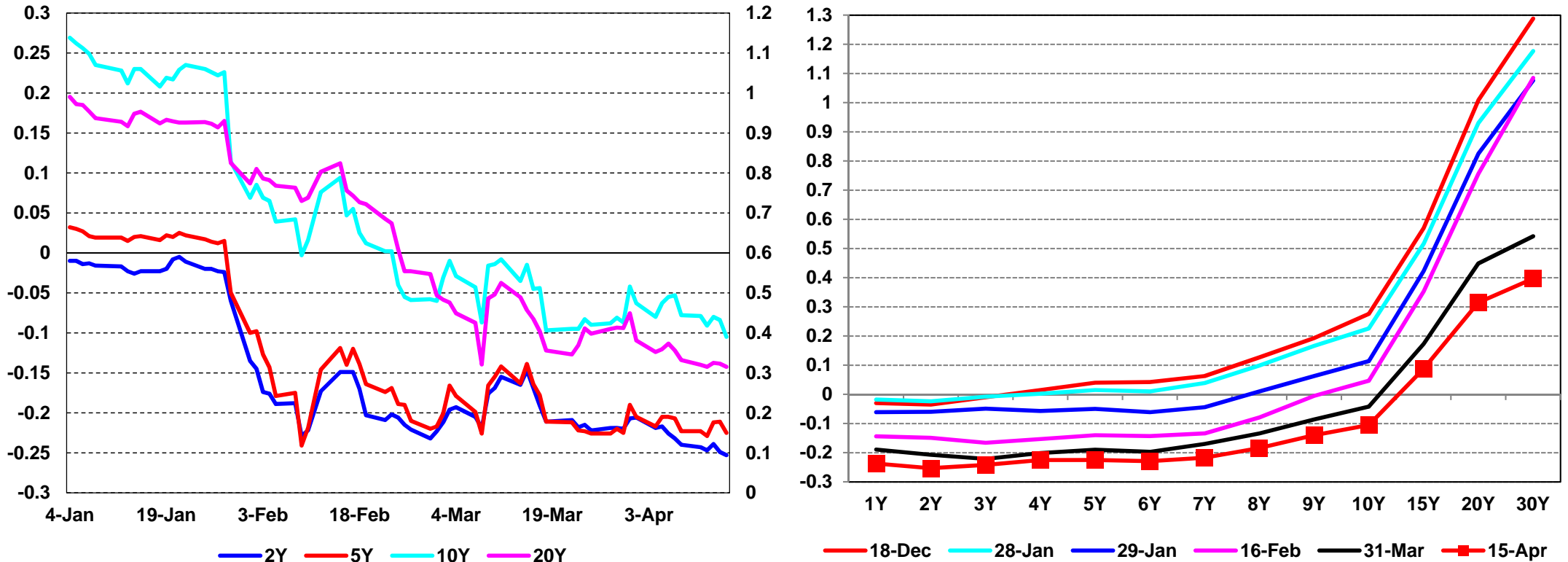
1. マイナス金利導入後の金融経済

■ 長期金利

・ 長期金利の動きにもいくつかの特徴がみられる。

- 1) 1月の政策決定後から、年限を問わず下落を開始した。
- 2) 一方、2月中旬のマイナス金利の適用時点では目立った反応はみられなかった。
- 3) その後は、中短期債の利回り低下が緩やかになる一方で、長期債や超長期債の利回り低下が進んだ結果、イールドカーブの長期以降のフラット化が進行した。

＜左＞ 国債利回り (%), ＜右＞ 国債のイールドカーブ (%)



1. マイナス金利導入後の金融経済

■ 国債市場の機能 (1)

- 本年2月の日銀による債券市場サーベイは、マイナス金利政策の導入後に国債市場の機能が顕著に悪化したことを示唆している。なかでも、活発な取引を行う参加者の数や「板」の厚みに関して、回答者の強い懸念が示された。

債券市場サーベイ(DI)

DI		Feb2016	Nov2015	Aug2015	May 2015	Feb 2015
Degree of market function	current	-36	-13	-5	-5	-25
	change	-69	-15	-8	+10	-72
Bid ask spread	current	-33	+11	+18	+5	-12
	change	-69	0	+10	+8	-65
Thickness of trading board	current	-49	-13	-16	-30	-45
	change	-69	-18	-10	-5	-75
Number of counterparties	change	-28	-30	-33	-7	-18
Lots sizes	change	-23	-20	-15	-13	-30
Dealing with expected prices	current	+5	+36	+51	+40	+15
Dealing with expected lots	current	+5	+26	+36	+21	+5

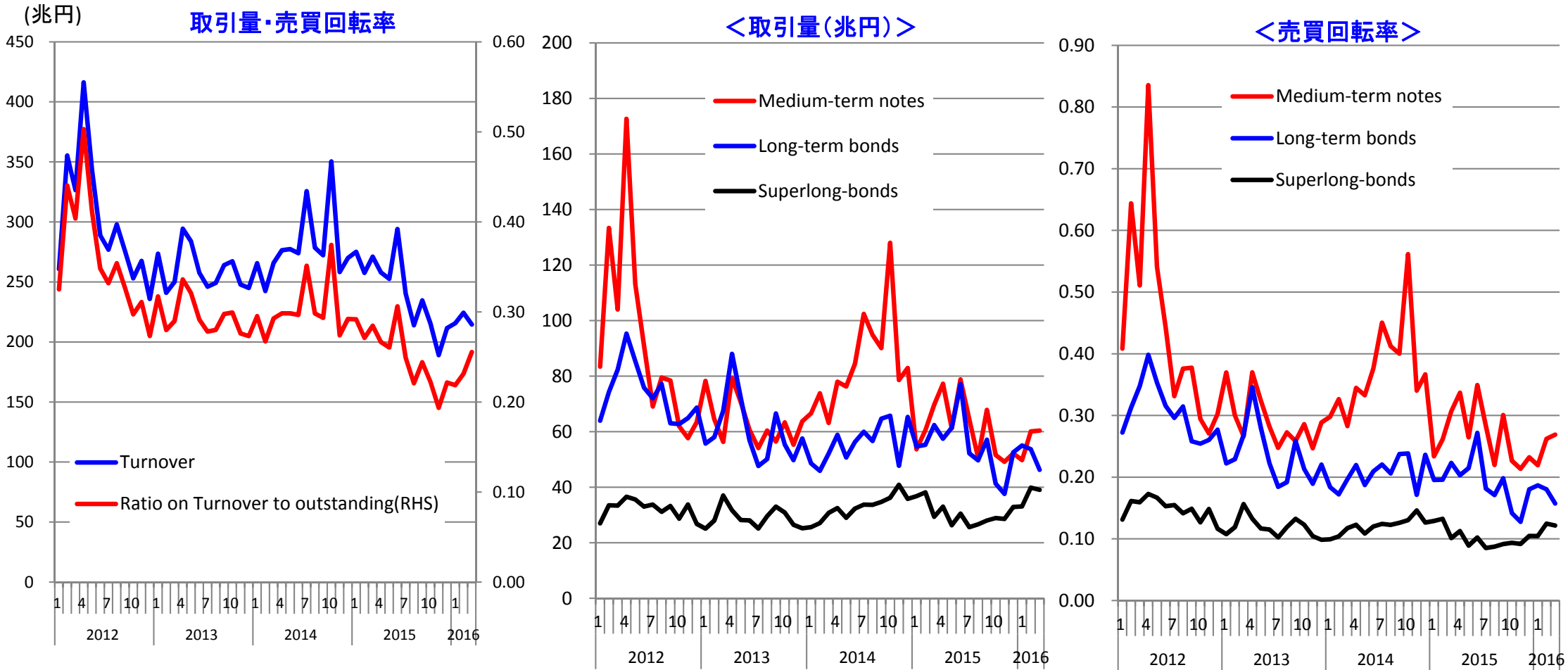
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 財務省、日本証券業協会

■ 国債市場の機能 (2)

- 取引高や売買回転率は、「量的・質的金融緩和」の導入以降に低下傾向を示してきたが、特に昨年以降はそれが明確になっている。種類別には、超長期再よりもむしろ中期債や(本来流動性が高いはずの)長期債でこうした傾向が明確である。

取引量・売買回転率(種類別)

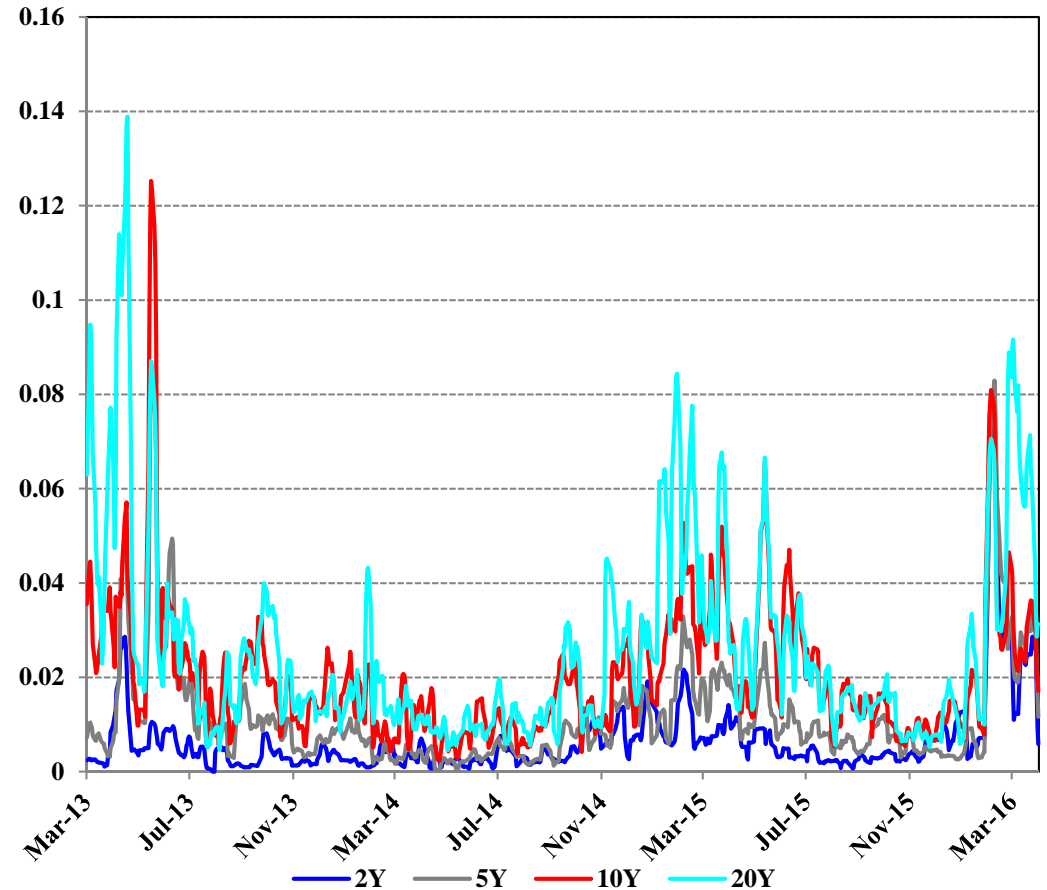
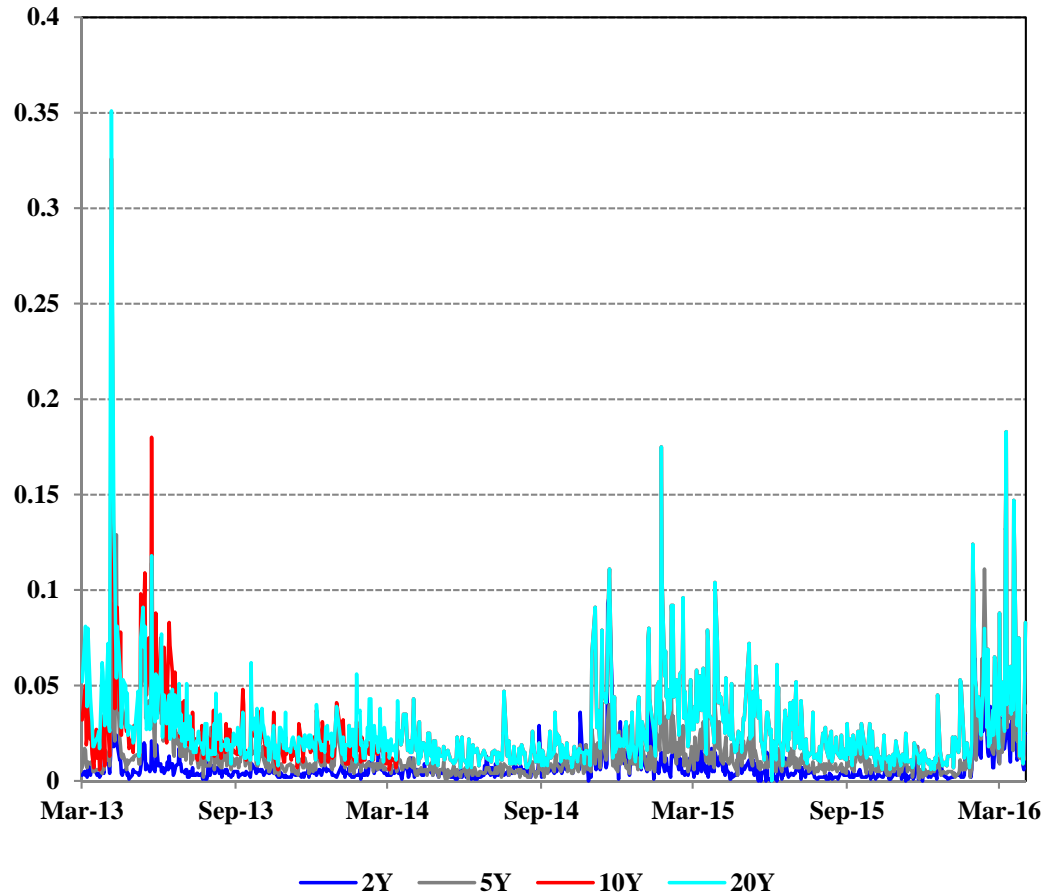


1. マイナス金利導入後の金融経済

■ 国債市場の機能 (3)

- ・ 本年入り後、国債利回りのボラティリティは上昇している。もっとも、他の金融市場のボラティリティ上昇に影響された面もあることに注意する必要がある。また、そうしたボラティリティの程度は、2013年4月に「量的・質的金融緩和」が導入された際に比べても、相対的に小さい。

<左> 日中の利回り変動幅(%), <右> 利回りの標準偏差(15営業日)

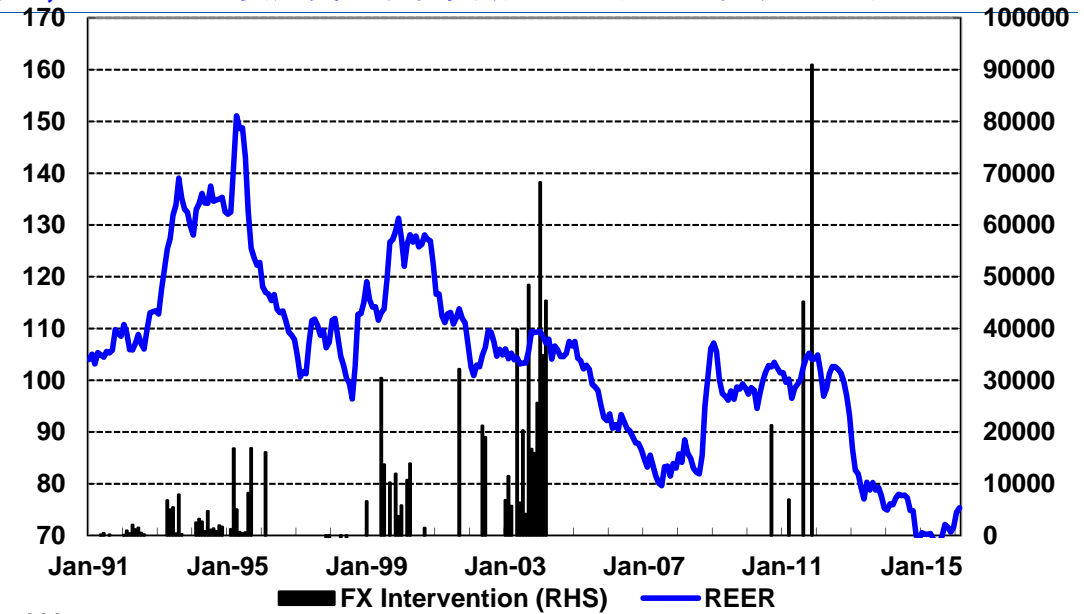
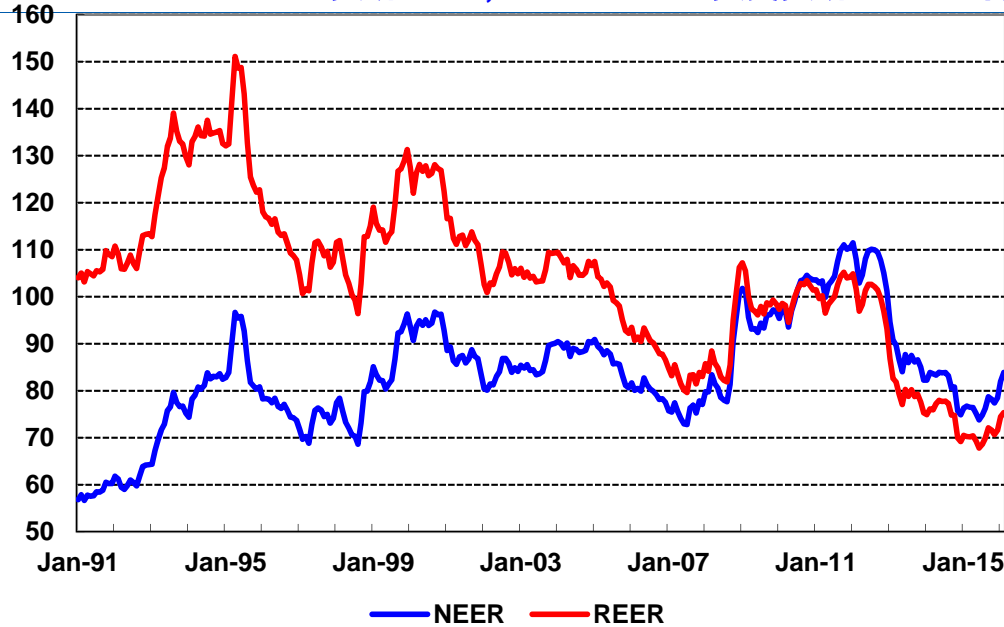


1. マイナス金利導入後の金融経済

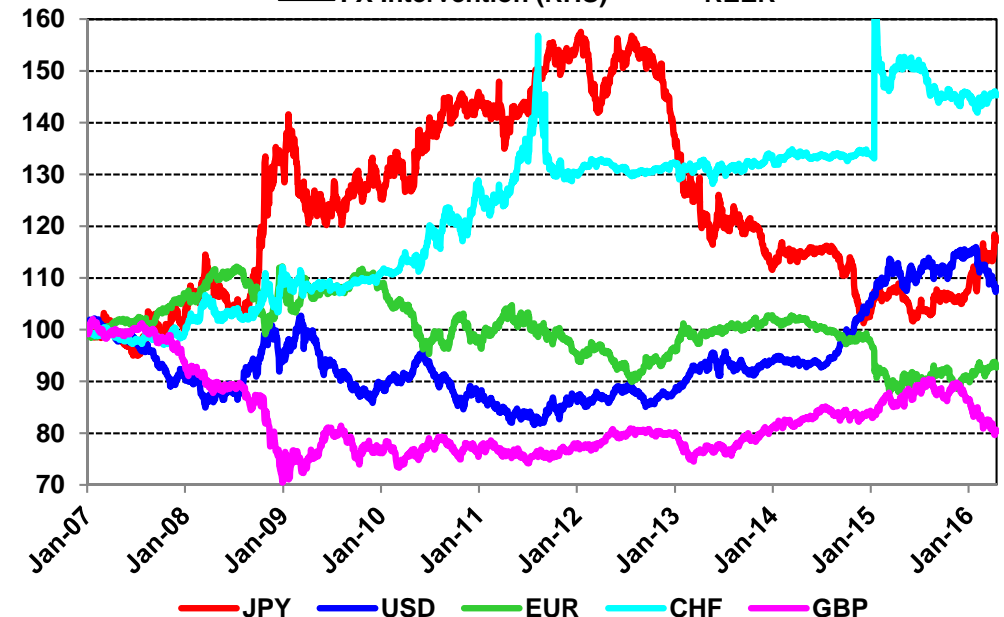
■ 実効為替レート

資料：日本銀行, 財務省, Bank of England

＜左＞円の実効レート, ＜右上＞円の実質実効レートと為替介入, ＜右下＞主要通貨の名目実効レート (2007年1月=100)



- ・ 円の実質実効レートは2015年中盤に過去25年で最低の水準まで低下した後、足許にかけて反発している(ボトムからの上昇率は約11%)。一方、名目実効レートは、2015年中盤に金融危機前の水準で底を打った後、同様に反発している。
- ・ 金融危機前の2007年初との対比で名目実効レートをみると、昨年中は、久しぶりに米ドルが円よりも高水準で推移したが、本年入り後は再び円の方が高い水準となっている。



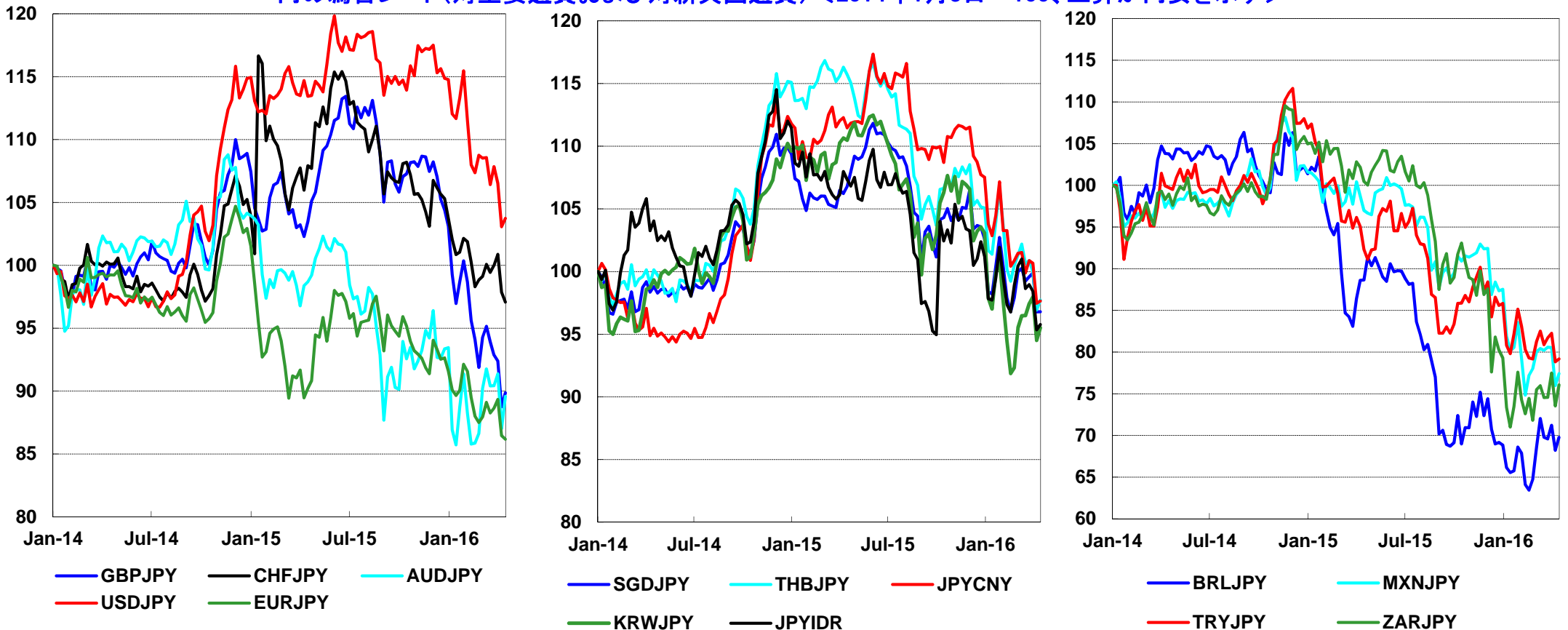
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: Thomson Reuters

■ 為替レート

- ・ 総じて見れば、昨年中盤に円相場のトレンドは変化し、対主要通貨と対新興国通貨ともに円高基調を辿っている。この間、対アジア通貨や対スイスフランの上昇率や変動パターンは対ドルと似ており、ドル高調整に伴う面が大きかったことが示唆される。これに対し、対ユーロや対英ポンド、対豪ドルや対新興国通貨(非アジア)での上昇は、インパクトやパターンが異なることから、各通貨に固有の問題が相対的に重要であったことが示唆される。

円の為替レート(対主要通貨および対新興国通貨) <2014年1月3日=100、上昇が円安を示す>



1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 財務省, 日本銀行

■ 貿易収支

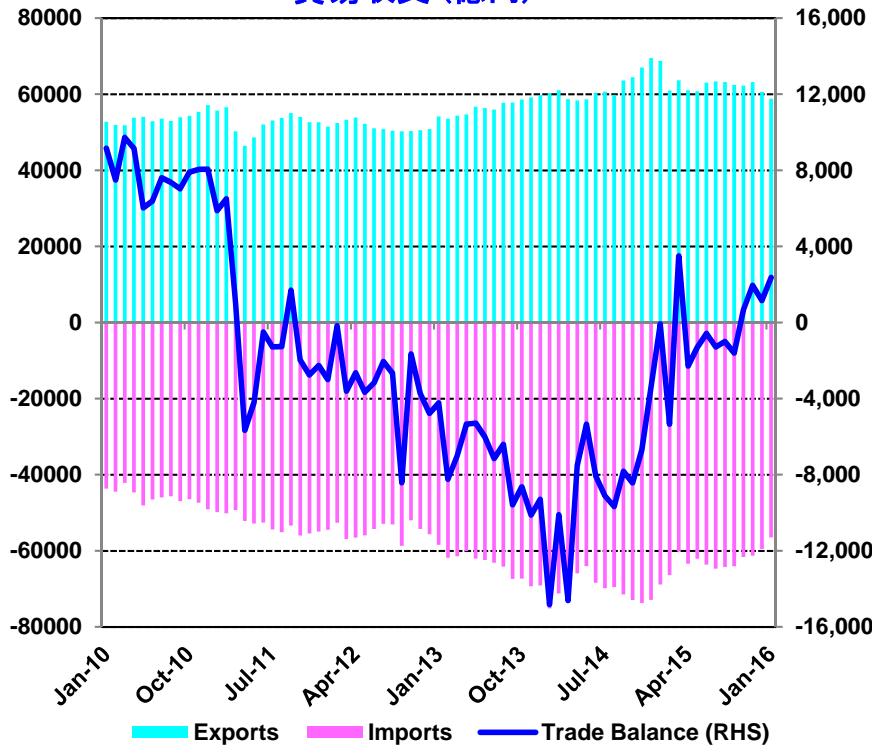
- ・ 貿易収支は昨年初から明確な改善傾向を辿っている。
- 輸出は横這い圏内で推移しているが、輸入が明確な減少を続けている。輸入に関しては、価格や為替の効果を含む素材関係の減少が大きいですが、最終消費財やIT関連財も振れを伴いつつ基調の弱さが伺われる。

<左> 輸出の地域構成 (2015年, %), <右> 輸入の品目別構成 (2014年, %)

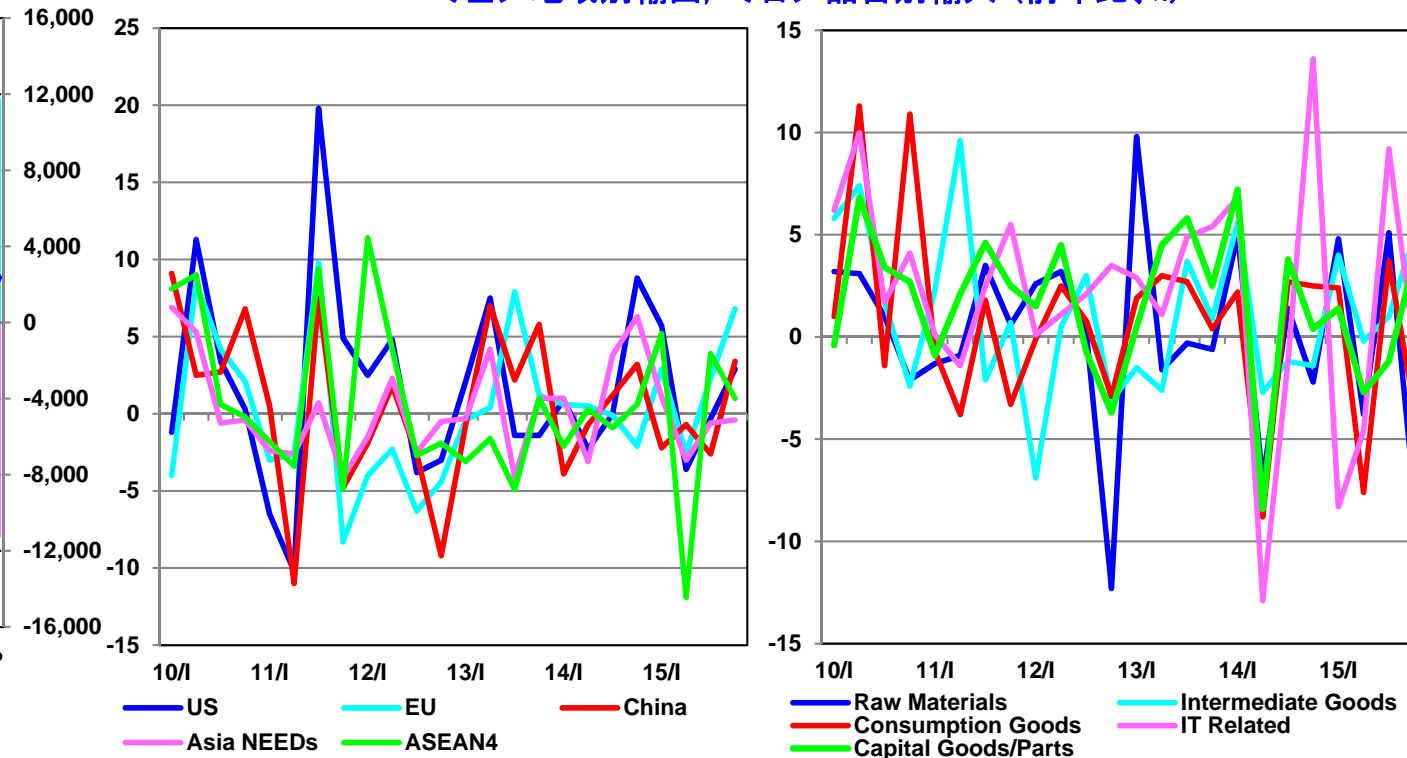
US	EU	China	Asia NEEDs	ASEAN4
20.1	10.6	17.5	21.7	9.8

Raw material	Inter-mediate goods	Consumption goods	IT-related goods	Capital goods and parts
38.8	13.3	7.7	13.0	12.3

貿易収支 (億円)



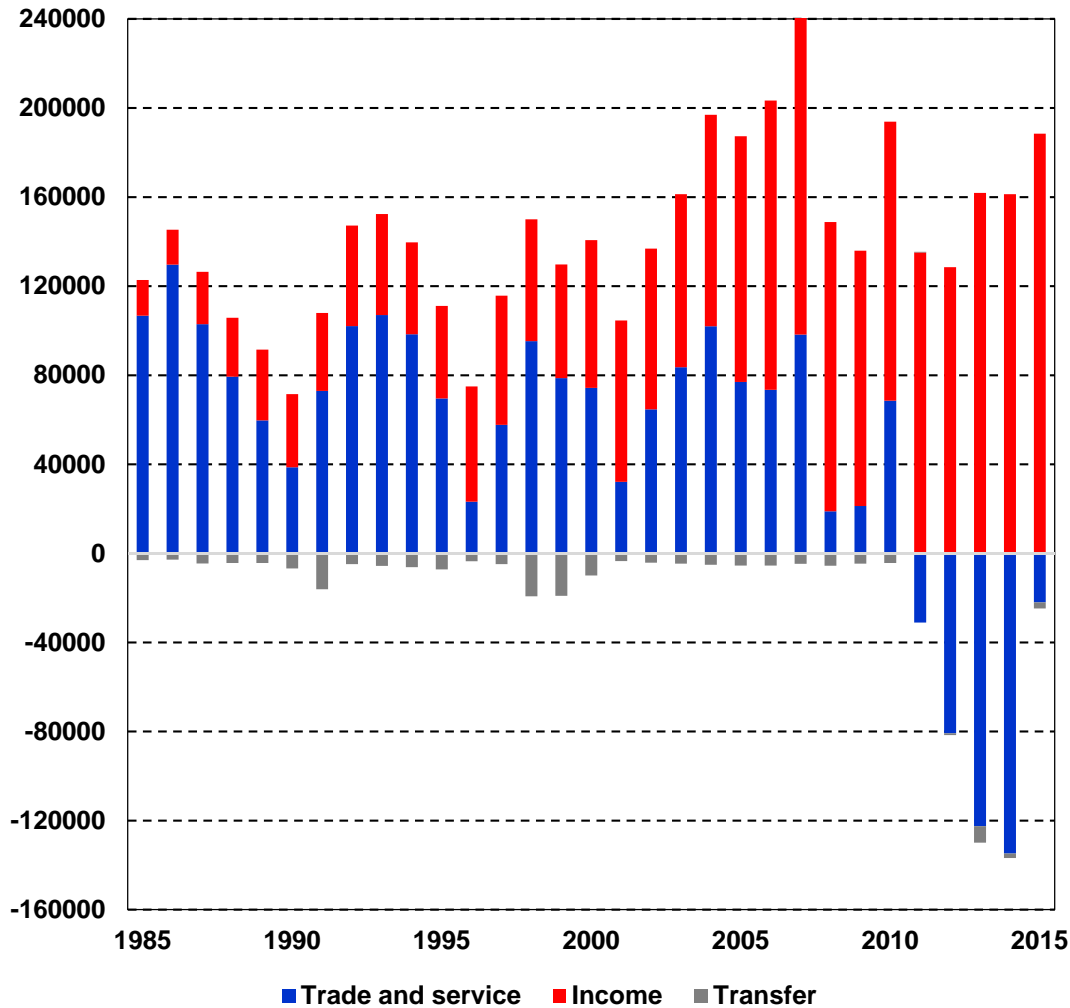
<左> 地域別輸出, <右> 品目別輸入 (前年比, %)



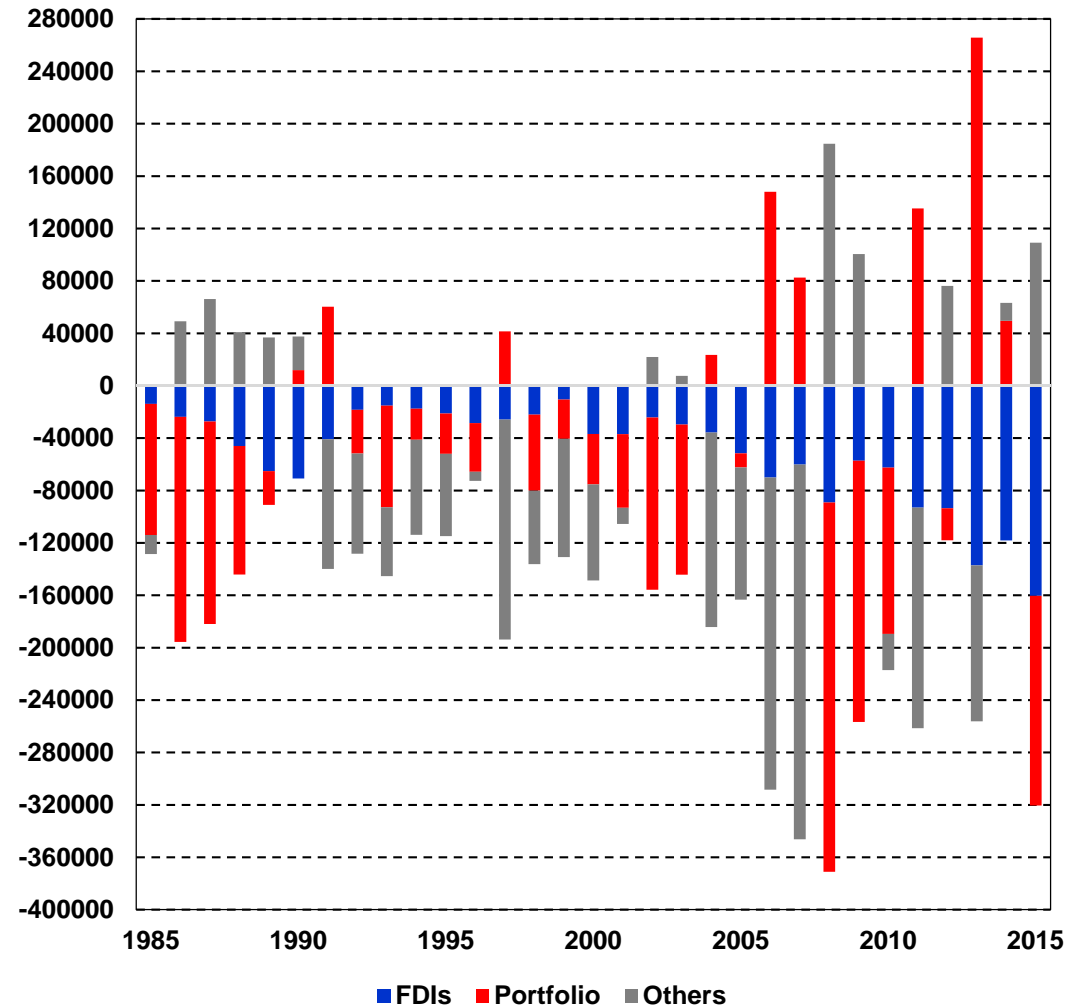
1. マイナス金利導入後の金融経済 (参考) 国際収支の長期時系列

資料: 財務省, 日本銀行

経常収支 (億円)



金融収支 (億円)



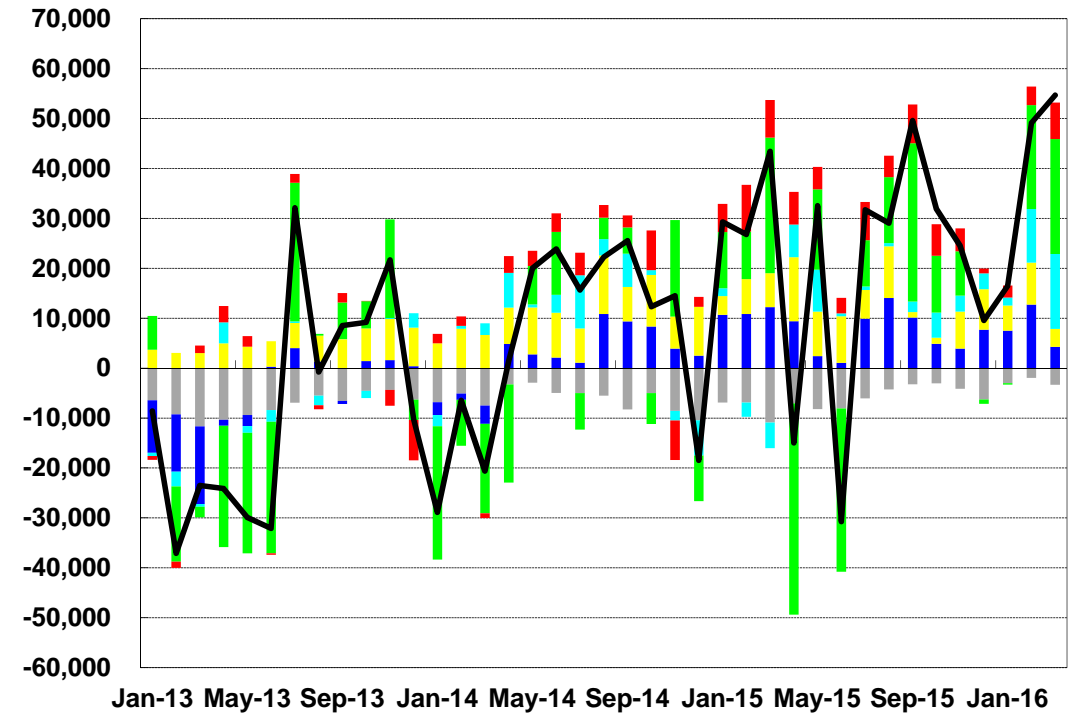
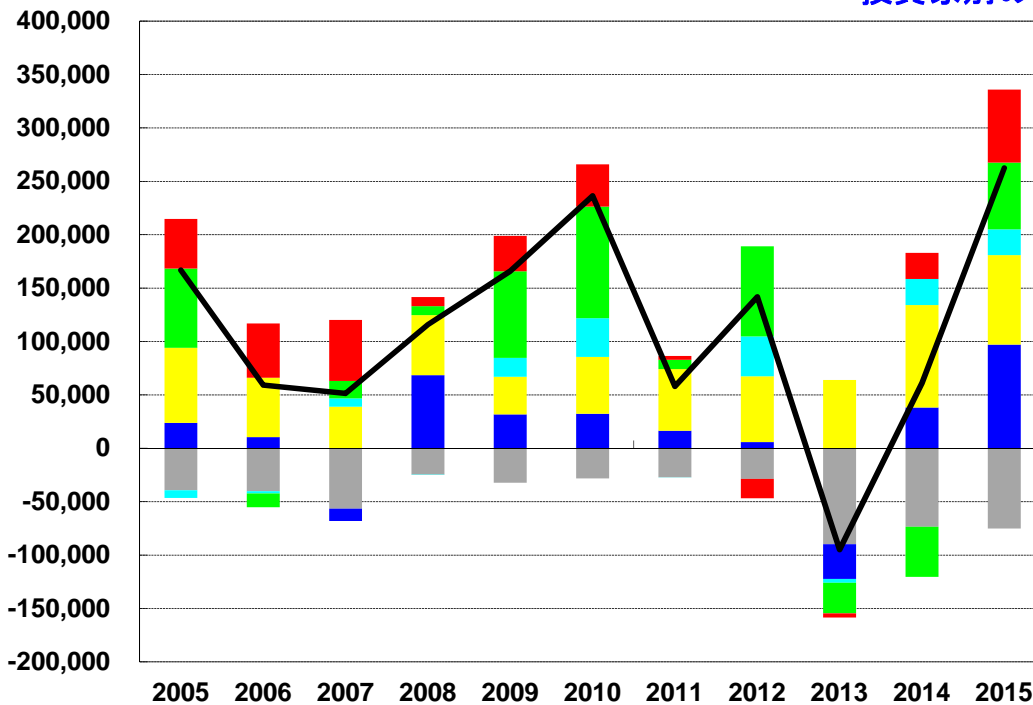
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 財務省

■ 対外証券投資 (1)

- 年間合計額で見ると、2015年は過去10年で最大の対外証券投資を記録した。この点は、QQEの効果として期待されていた「portfolio rebalancing」がラグを持って具現化したとみることもできる。
- 月次で見ると、昨年秋以降に停滞気味であった対外証券投資は、本年2月以降は顕著な回復を見せた。投資家別には、銀行、生命保険、信託、投資信託などの動きが目立つ。マイナス金利導入後の長期金利の低下を思い起こすと、これも”portfolio-rebalancing”の一環と言える。

投資家別の対外証券投資 (ネット: 億円)



■ Investment trust ■ Bank ■ Life insurance
■ Broker/Dealer ■ Trust bank ■ Other
— Total

■ Investment trust ■ Bank ■ Life insurance
■ Broker/Dealer ■ Trust bank ■ Other
— Total

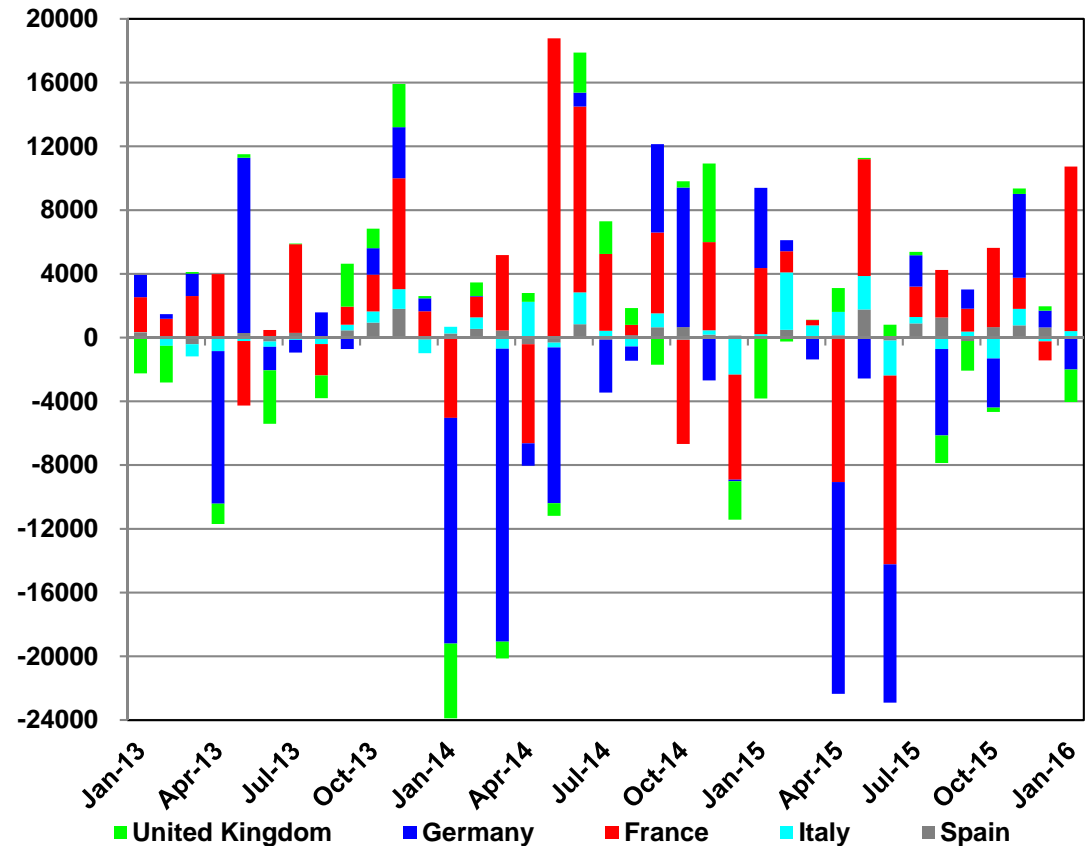
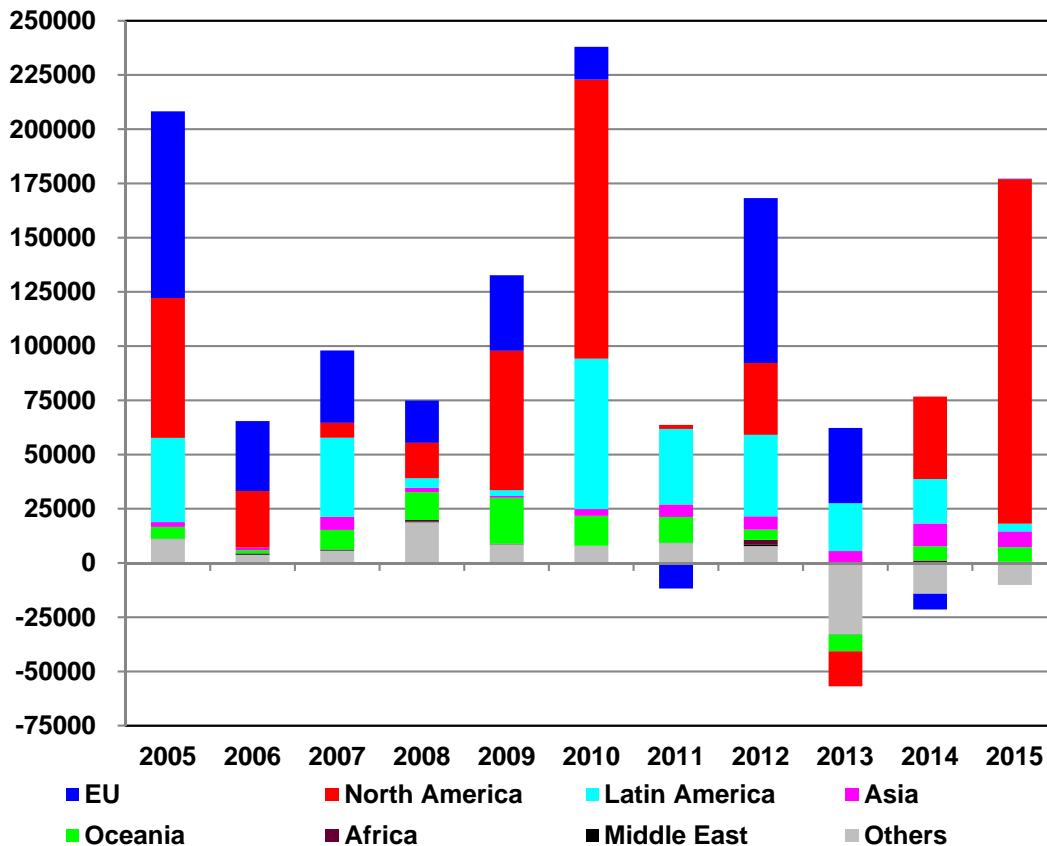
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 日本銀行

■ 対外証券投資 (2)

- ・ 地域別の対外証券投資には興味深い特徴がみられる。
 - 本邦投資家は、昨年後半から米国長期債への投資を再び増やした。
 - その一方で、昨年を通じて、ドイツを中心とする欧州主要国の長期債に対する投資は低迷していた。もっとも、本年初にはフランスの長期債に対する投資が積極化した。

地域別の長期債投資 (ネット: 億円) [<左>グローバル, <右>EU主要国]



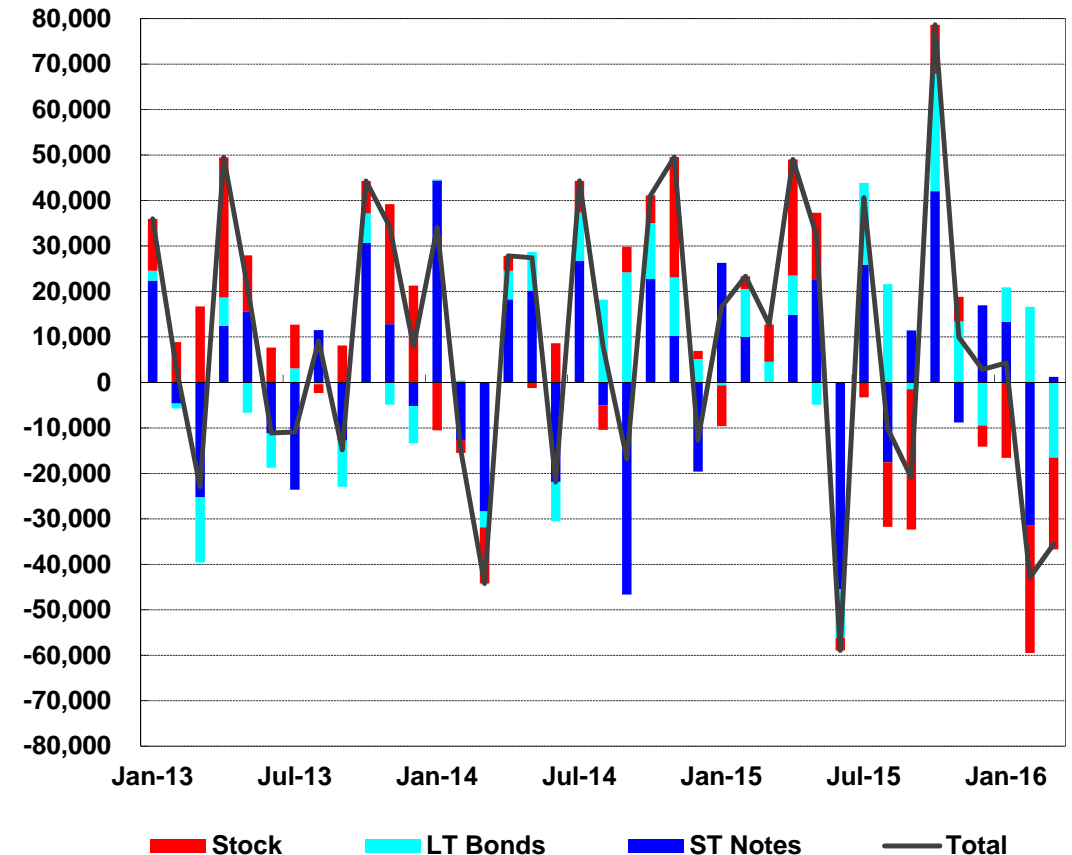
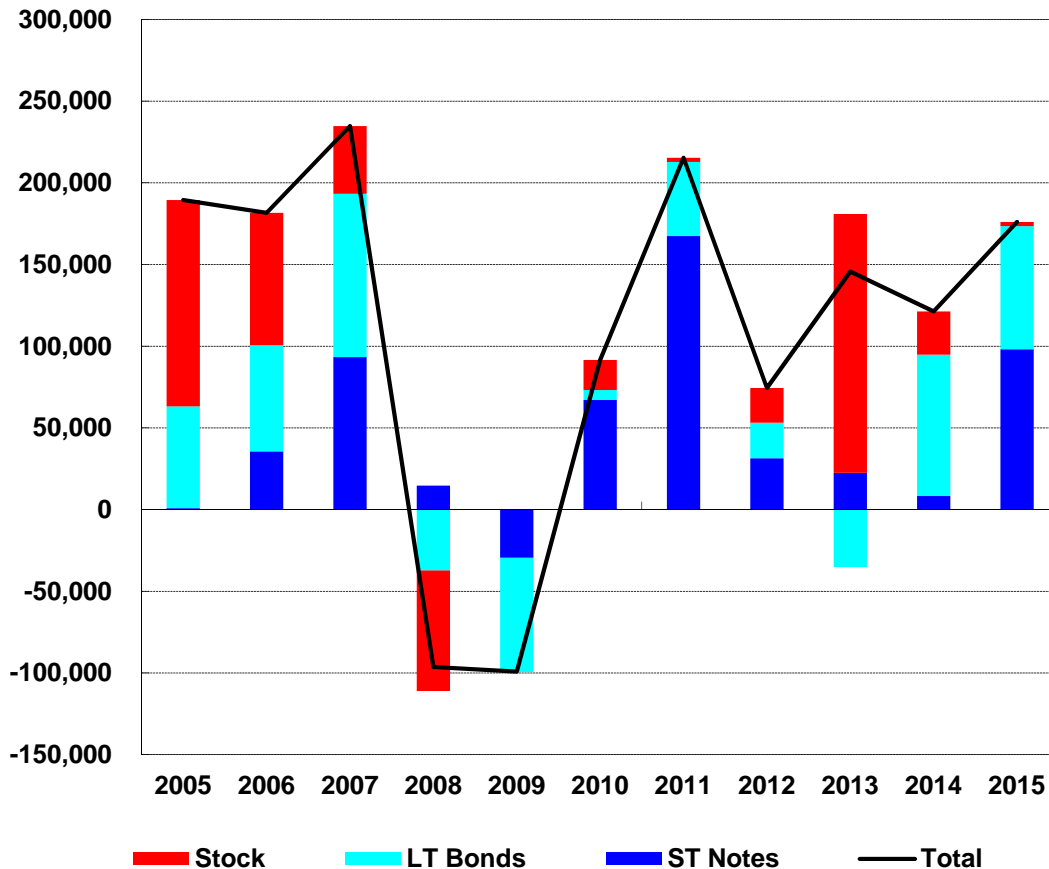
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 財務省

■ 対内証券投資

- ・ 昨年の対内証券投資を累計すると、株式はネットではほぼゼロとなり、短期債の貢献が大きかった。この間、月次のデータをみると、昨年後半から足許にかけて株式のネット流出が目立つ一方、短期債は昨年10月に顕著な流入を記録したほか、中長期債も足許でネット流出に転ずるまでは流入気味であったことがわかる。

証券種類別の対内証券投資 (ネット: 億円)



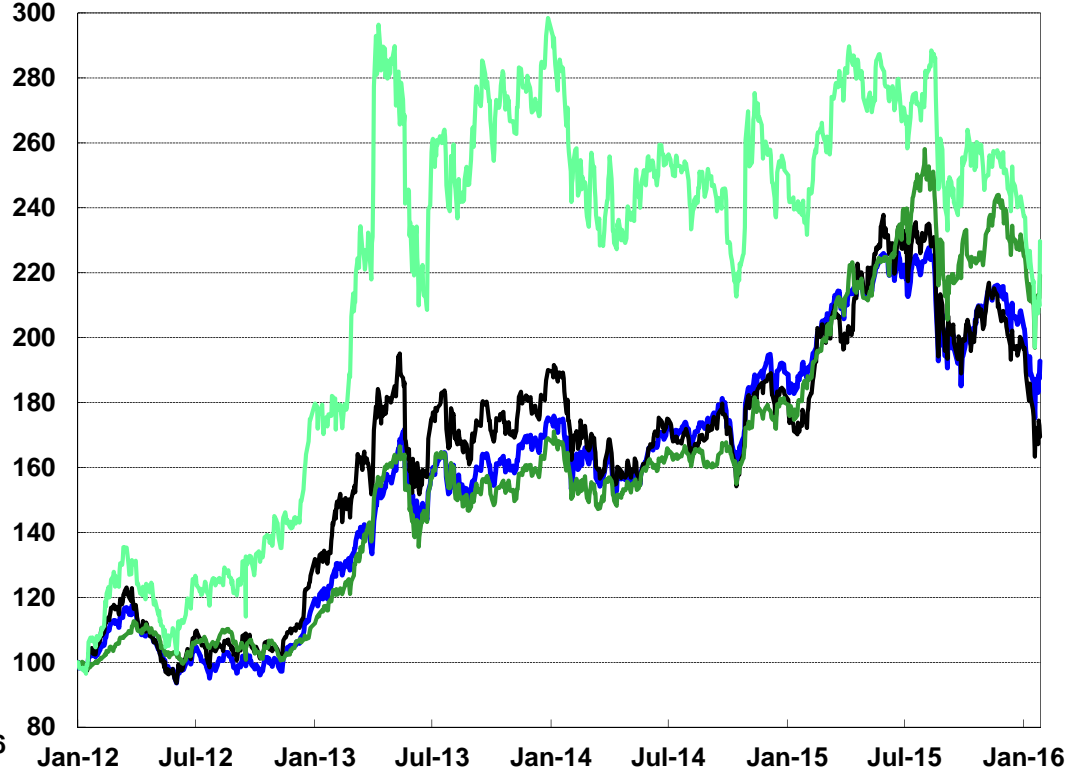
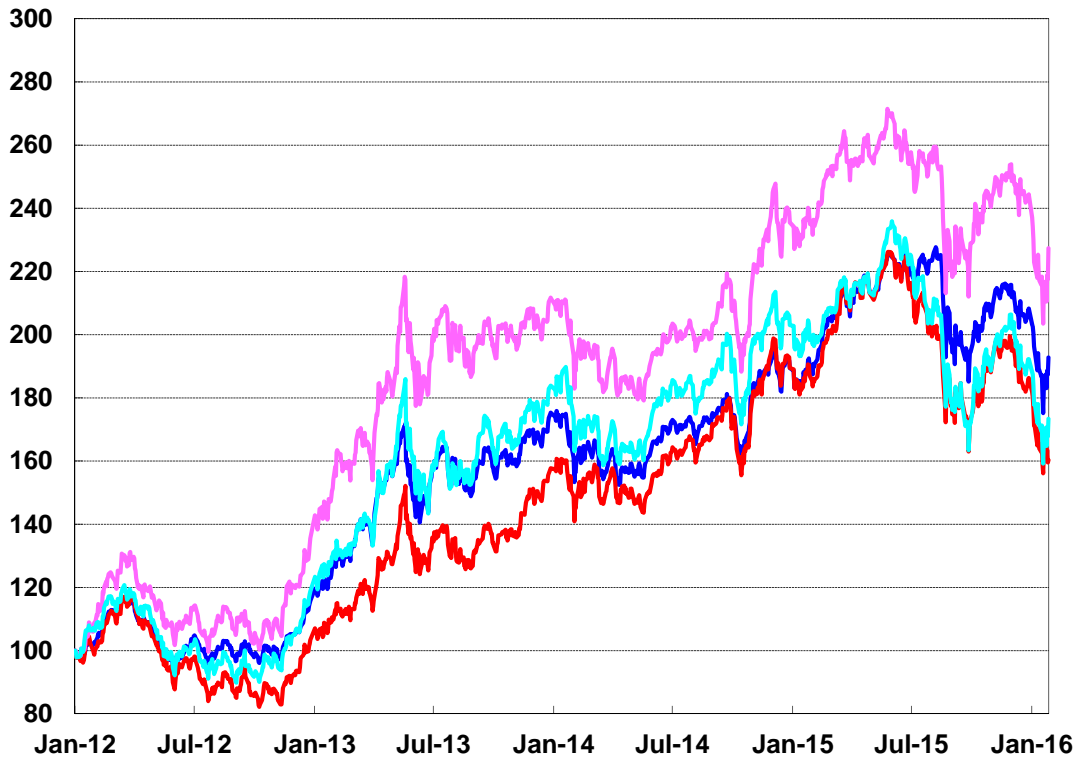
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: Thomson Reuters

■ 株式市場

- 国際金融市場が不安定化する中で、株価も年初から大幅な下落となった。業種別にみると、主力産業については概ね同程度の比率での下落であったのに対し、銀行に限らず金融関連の下落率がより深刻になった。

業種別の株価指数の推移 (2012年1月初 = 100)



— TOPIX
— Electronic Machinery
— Transportation Machinery
— General Machinery

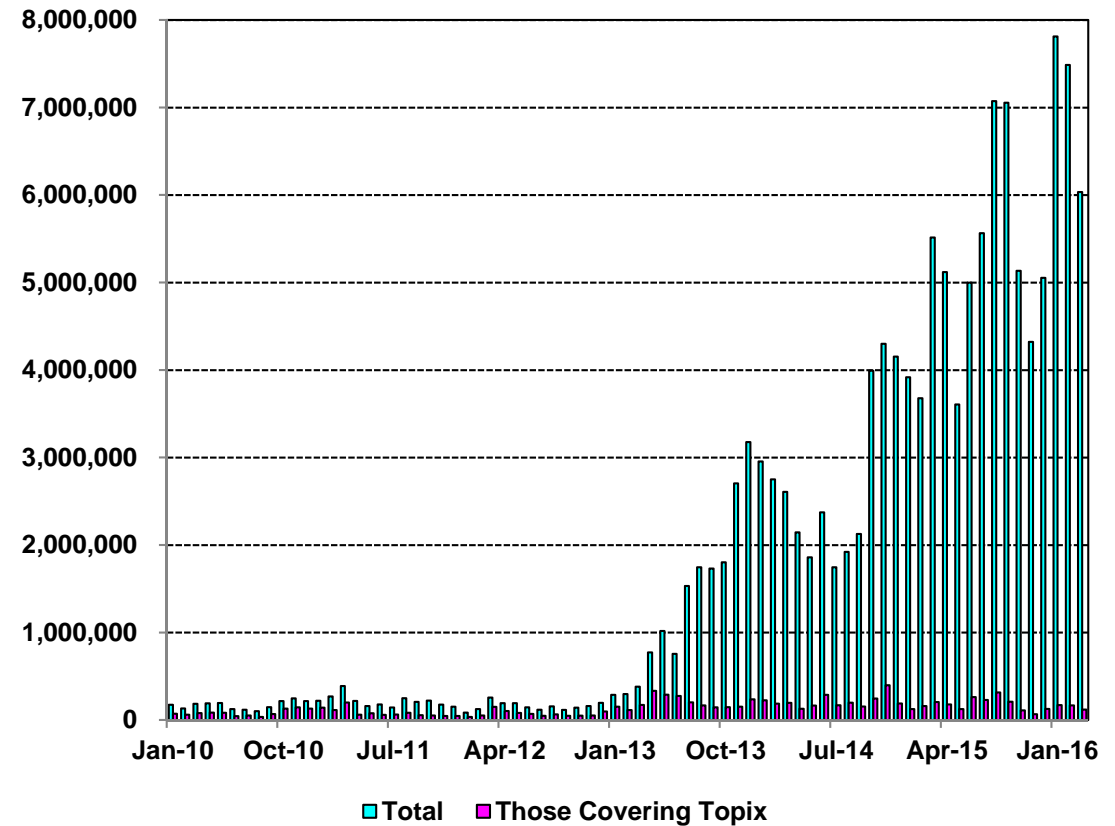
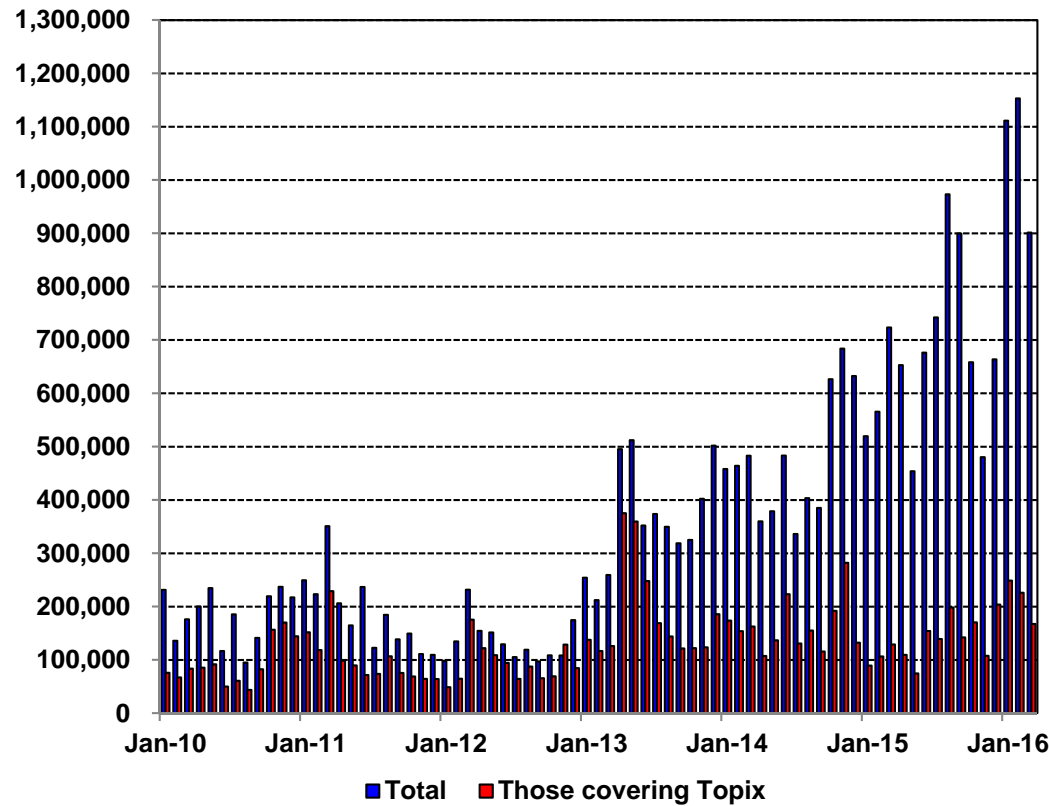
— TOPIX — Bank — Retail — Real Estate

1. マイナス金利導入後の金融経済

■ ETF市場

- ・ 本年入り後、ETFの取引は取引高と取引金額の双方の面で顕著に増加している。

<左> 日本取引所におけるETFの取引高 (千枚)
 <右> 日本取引所におけるETFの取引額 (億円)

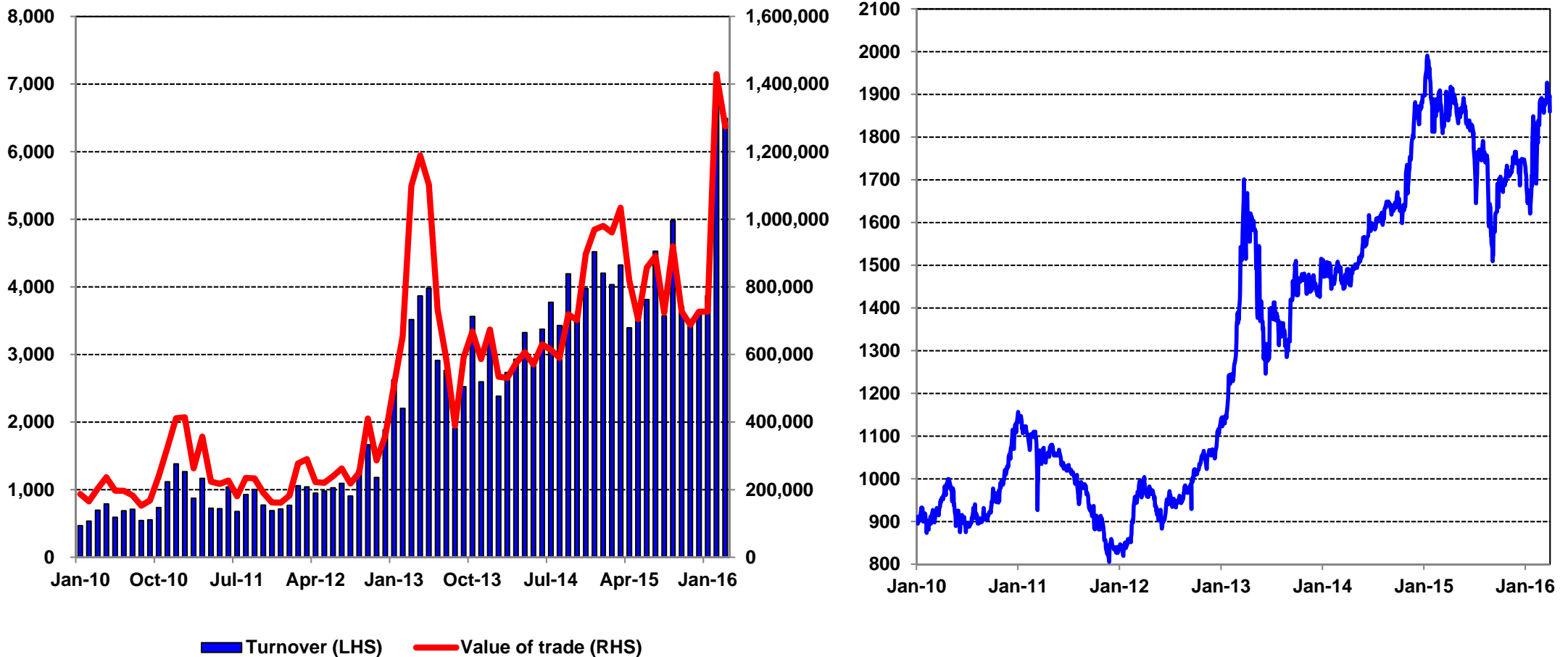


1. マイナス金利導入後の金融経済

■ J-REIT市場

・J-REITについても同様の傾向が見られる。市場では、マイナス金利導入後の”Search for yield”の強まりによる面を指摘する向きがみられる。

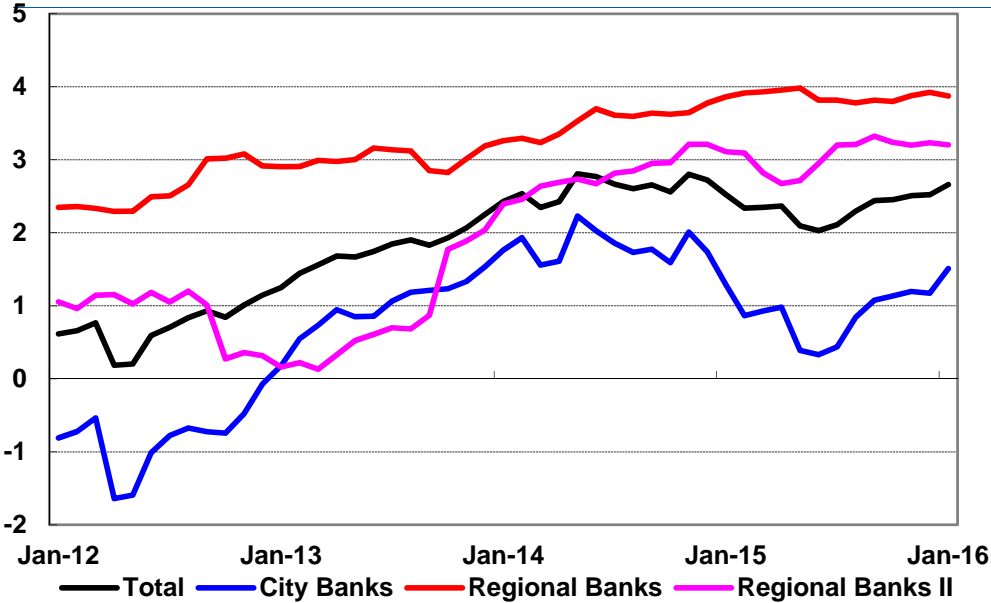
<左> 日本取引所におけるJ-REITの取引高と取引額 (千枚、億円)
 <右> J-REITの価格指数



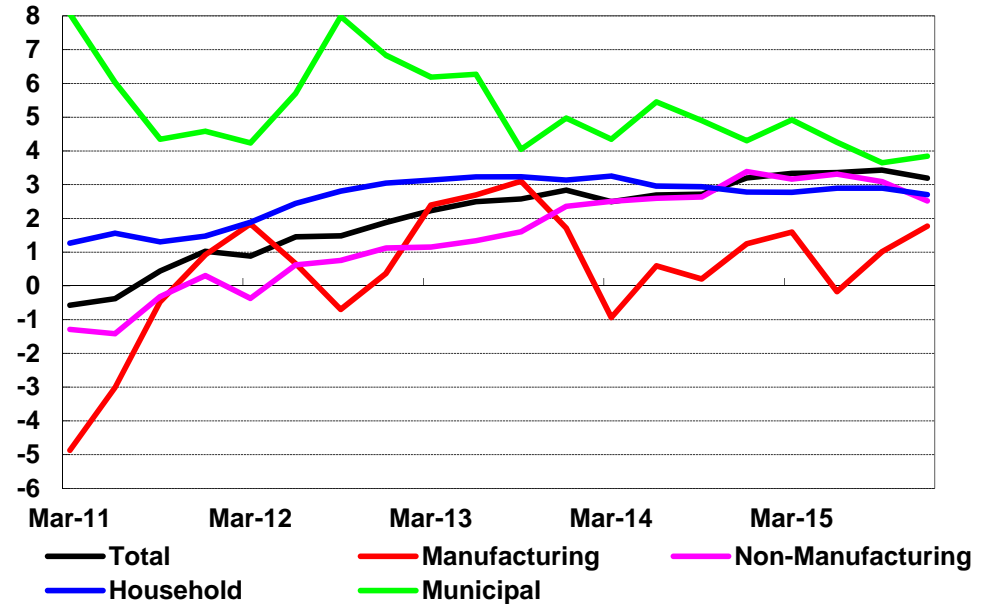
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 日本銀行

■ 銀行貸出 (1)

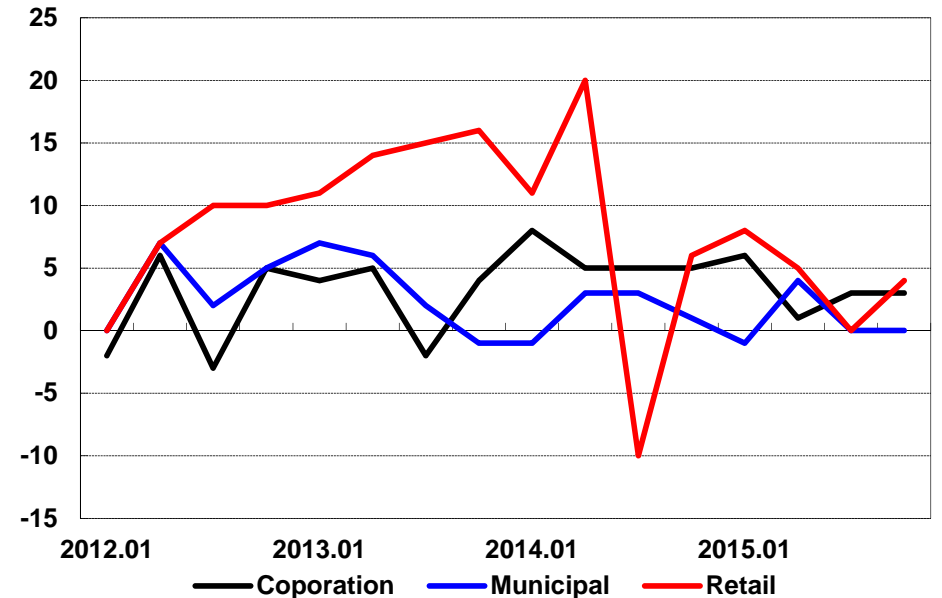


貸出残高の増加率 (前年比 %)



- ・ 総じて見れば、銀行貸出のモメンタムは昨年初以降に停滞気味となっている。そうした下では、業態別には地銀、業種別には非製造業向けが比較的堅調である。この間、地公体向けや個人向けには減速が伺われる。
- ・ 銀行貸出に対する個人の需要は大きく振れた後に停滞気味となった。その他については横這い圏内で推移している。

貸出需要 (DI)



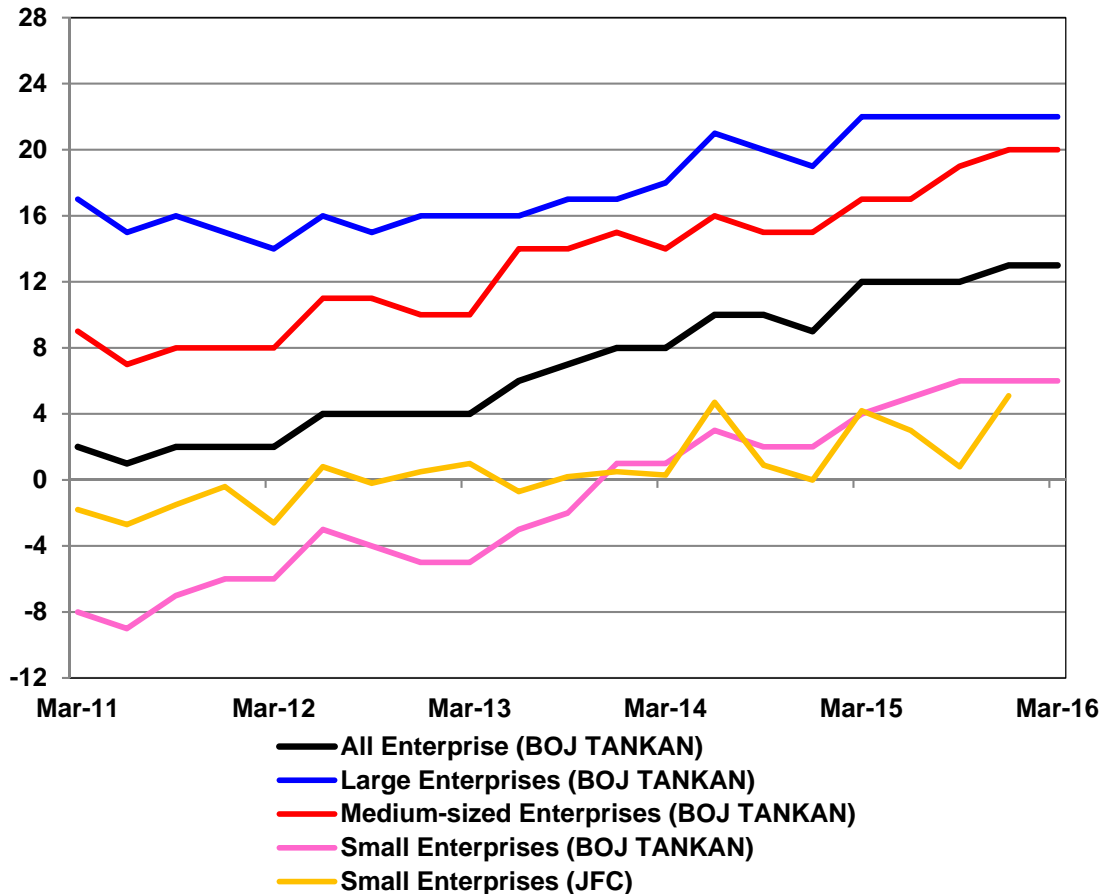
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 日本銀行、日本政策金融公庫

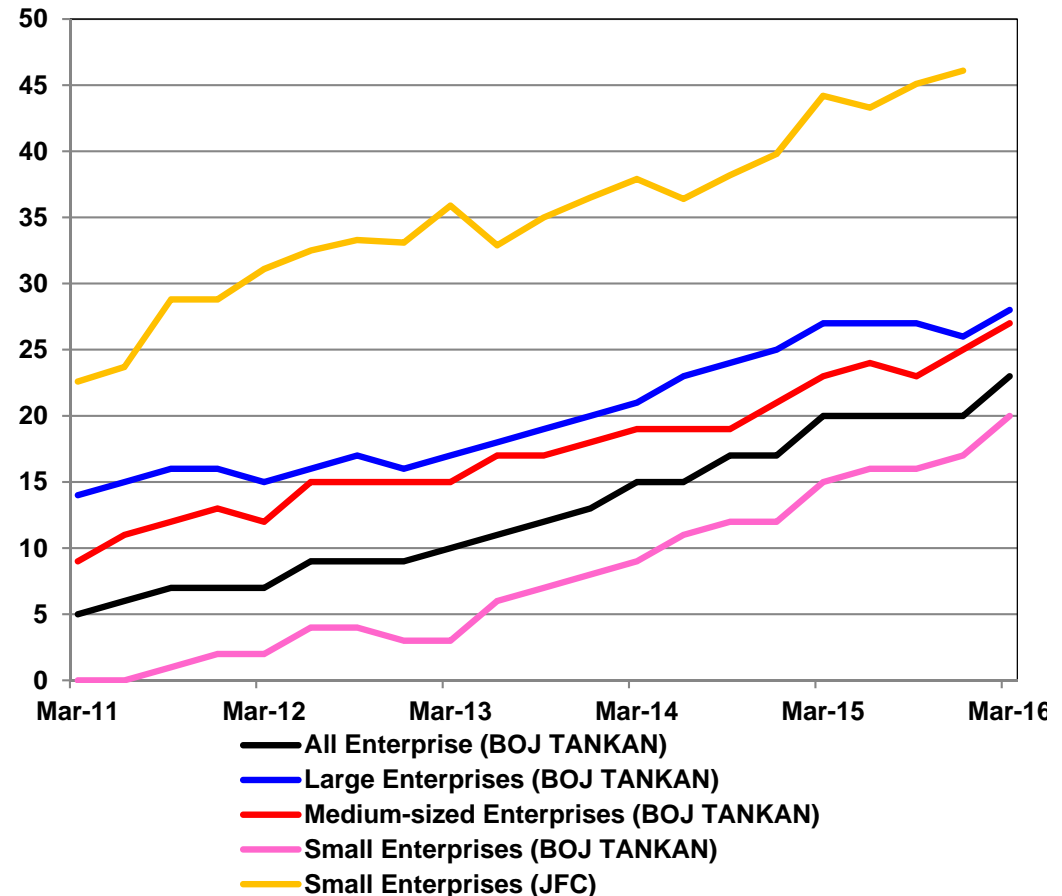
■ 銀行貸出 (2)

- 企業規模別の貸出需要と貸出供給には、ともにばらつきが見られる。その上で、貸出需要の緩やかな改善は昨年初以降に頭打ちとなっている。これに対し貸出供給は、引続き前傾化の傾向が続いている。時間を通して見た場合、特に中小企業向けでそうした傾向が顕著である。

企業規模別の貸出需要(DI)



企業規模別の貸出供給(DI)

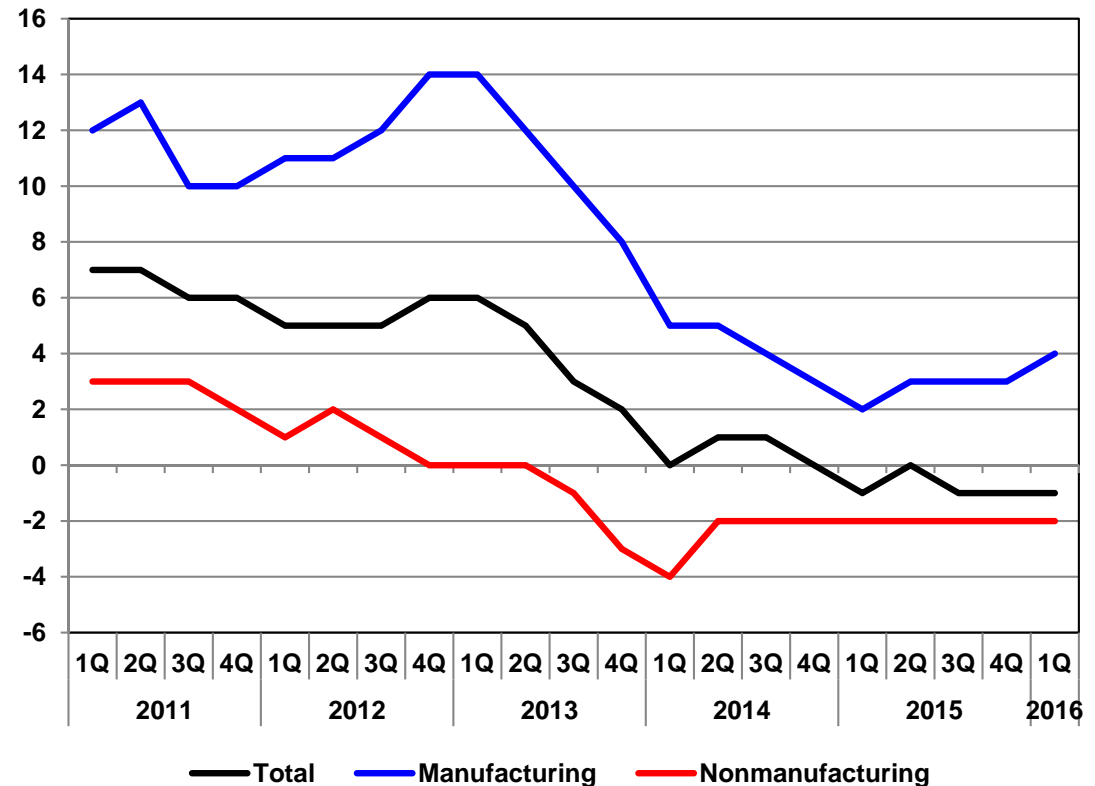
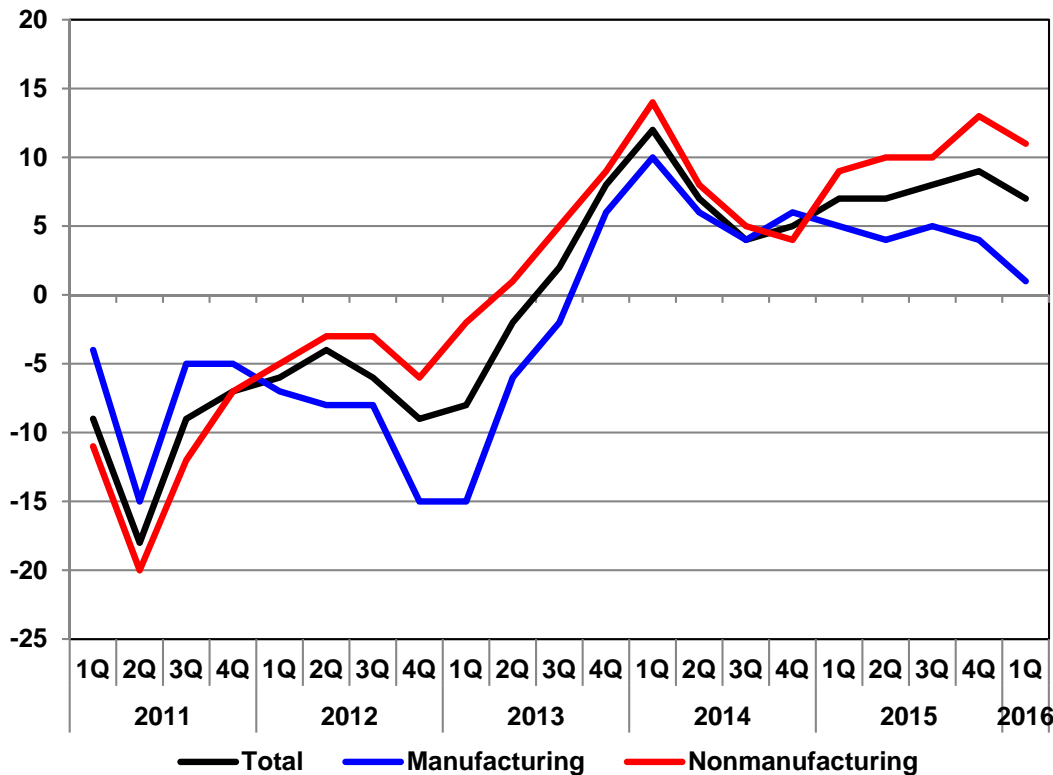


1. マイナス金利導入後の金融経済

■ 企業のセンチメント

- 業況判断の改善の動きは2014後半にかけて頭打ちとなった後、業種によるばらつきが大きくなっている。つまり、非製造業が再び改善を辿ったのに対し、製造業は2013年後半の水準まで後退している。
- これに対し、設備判断の改善の動きは昨年前半まで続いていた。もっとも、その後は製造業が若干ながら悪化したほか、非製造業も横這いに転じている。

＜左＞業況判断DI, ＜右＞設備判断DI

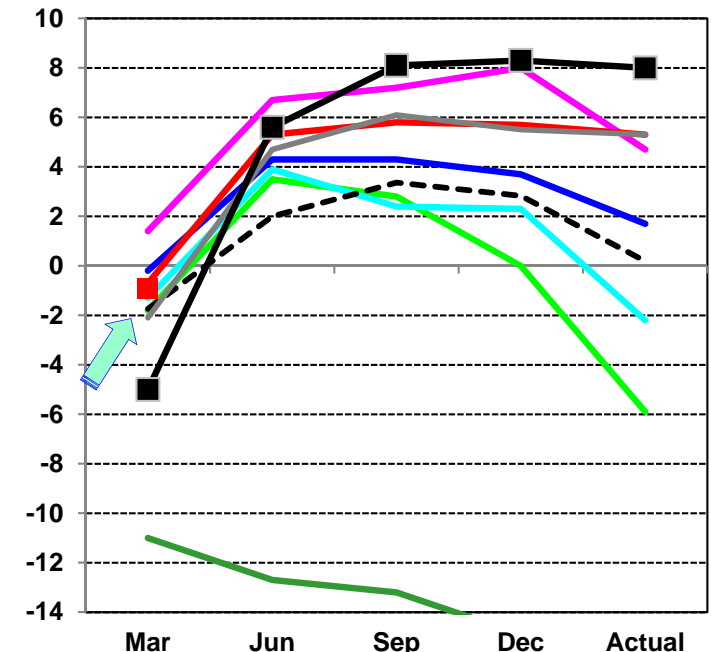
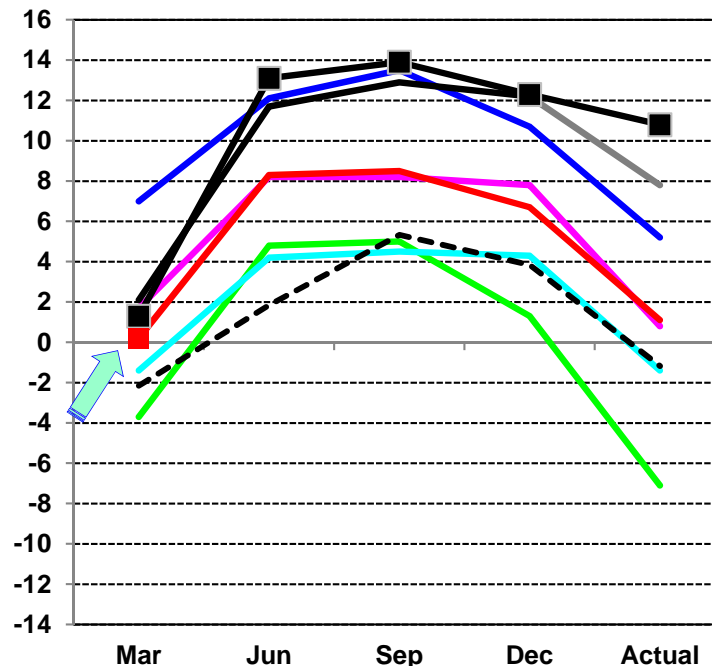
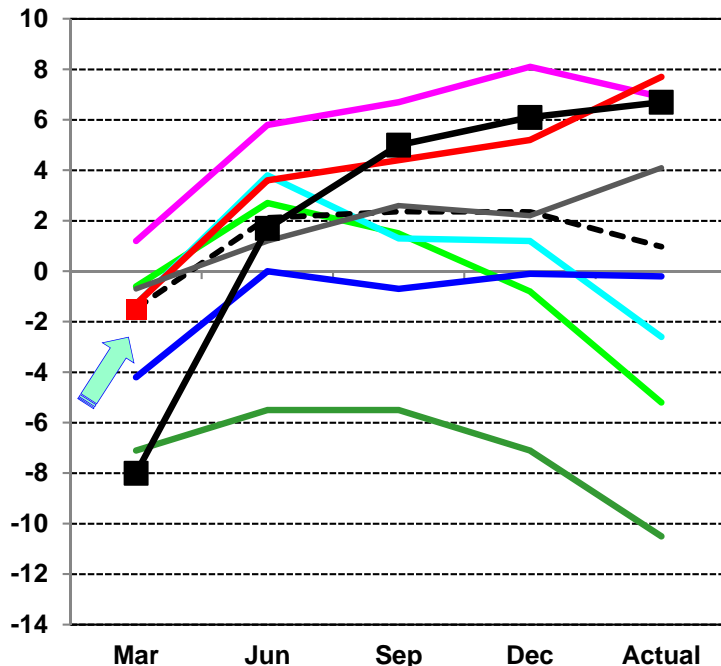


1. マイナス金利導入後の金融経済

■ 設備投資

- 短観によれば、2015年度の設備投資(対前年比)は金融危機後で比較的高い伸びとなった。非製造業だけでなく、製造業も一年度末にかけて計画が縮小するパターンは繰り返されたが総じて堅調であった。マクロの設備投資とのギャップは、企業規模別の格差が拡大したことを示唆する。
- 現時点で今年度計画を検討することは早計であろうが、非製造業と製造業ともに、金融危機後の平均的な伸び率とそう遠くない水準からスタートした。

<左> 非製造業, <中央> 製造業, <右> 全産業 (前年比, %)



2008 (green line), 2009 (dark green line), 2010 (cyan line), 2011 (blue line), 2012 (magenta line), 2013 (red line), 2014 (grey line), 2015 (black line with squares), 2016 (red line with squares), Average (2007-2014) (dashed black line)

2008 (green line), 2009 (dark green line), 2010 (cyan line), 2011 (blue line), 2012 (magenta line), 2013 (red line), 2014 (grey line), 2015 (black line with squares), 2016 (red line with squares), Average (2007-2014) (dashed black line)

2008 (green line), 2009 (dark green line), 2010 (cyan line), 2011 (blue line), 2012 (magenta line), 2013 (red line), 2014 (grey line), 2015 (black line with squares), 2016 (red line with squares), Average (2007-2014) (dashed black line)

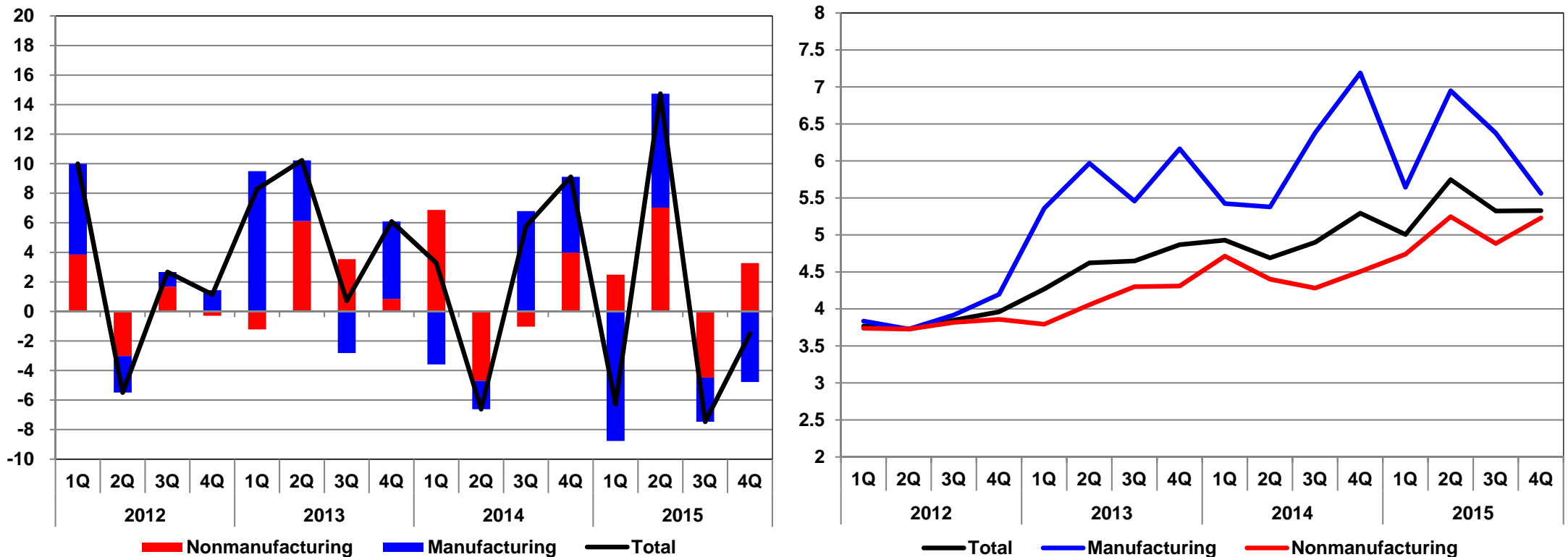
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 財務省

■ 設備投資

- ・ 経常利益は緩やかな増加を辿ってきたが、昨年は大きな振れを伴いつつ停滞感が明確になった。製造業が第2四半期を除いて前年比マイナスになったほか、非製造業もマイナスに転ずる時期が見られた。
- ・ これに比べると、売上高経常利益率は緩やかな上昇トレンドを総じて維持している。もっとも、2014年からは製造業の振れが大きくなるとともに、足許では2013年頃の水準に回帰する兆しも見られる。

<左> 経常利益の伸び率, <右> 売上高経常利益率 (%)

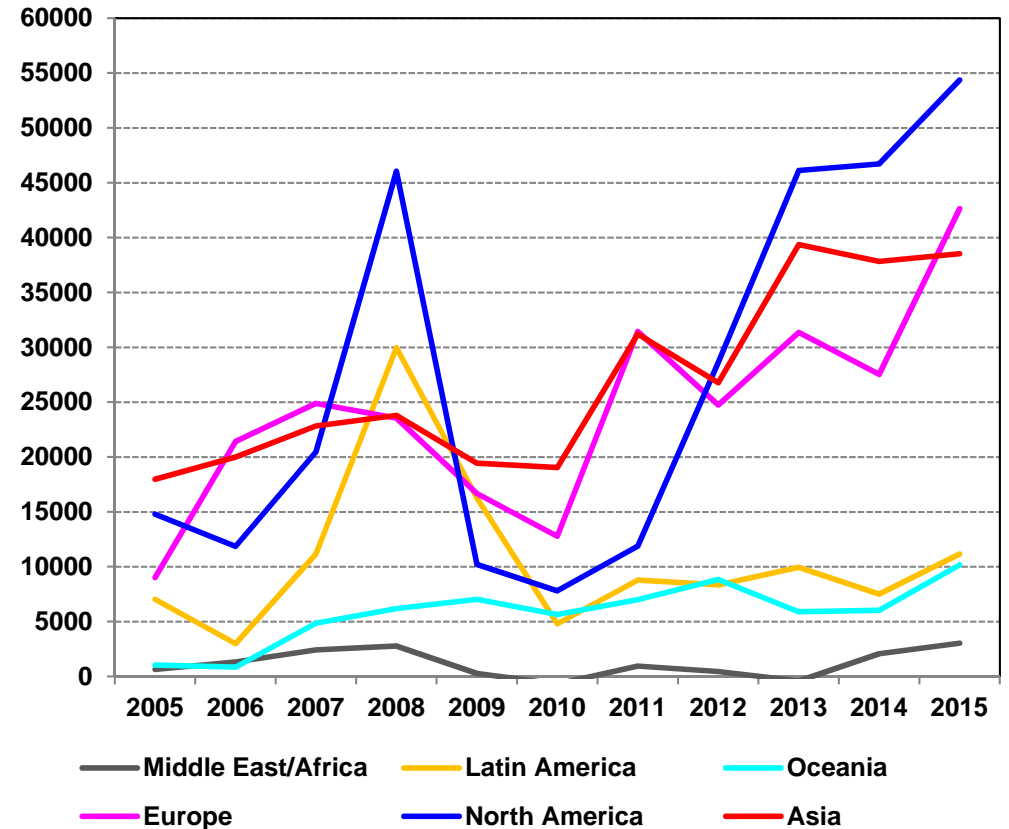
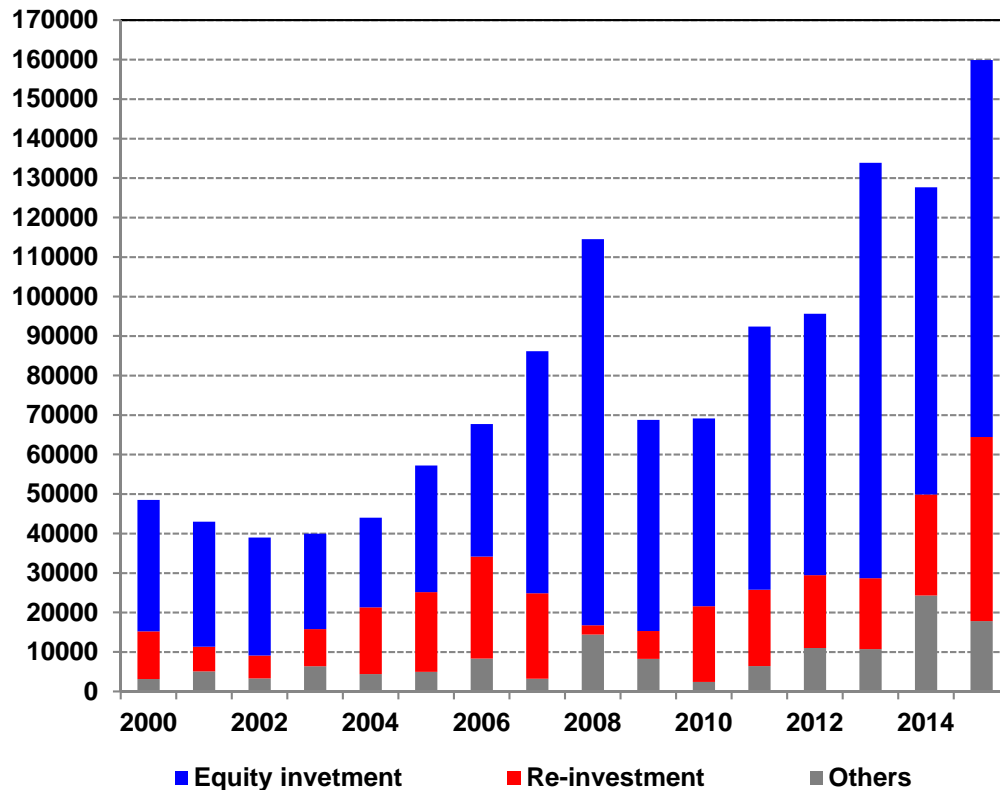


1. マイナス金利導入後の金融経済

■ 対外直接投資

- ・ 対外直接投資は加速的に拡大してきた。昨年の実績は直近のピークであった2013年を2割強も上回る16兆円に達した。この点は、企業による“portfolio rebalancing”と理解することもできる。
- ・ 世界的な金融危機以降、アジア向けのウエイトが高まっていたが、近年では北米向けや欧州向けも顕著に増加している。この点は、①中国向け投資の減速とアジア域内での「china+1」の困難化、②先進国における戦略的なM&Asの増加といった特徴を反映しているとみられる。

＜左＞投資手段別実績, ＜右＞投資地域別実績 (いずれも億円)



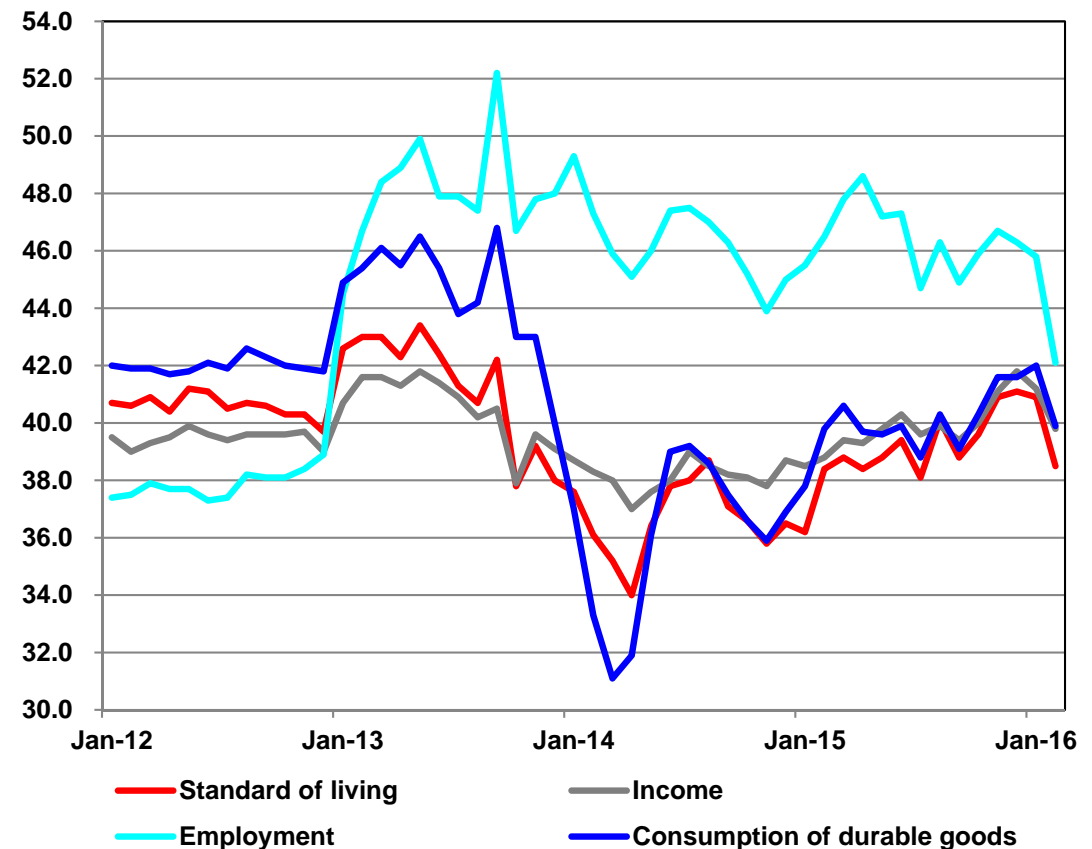
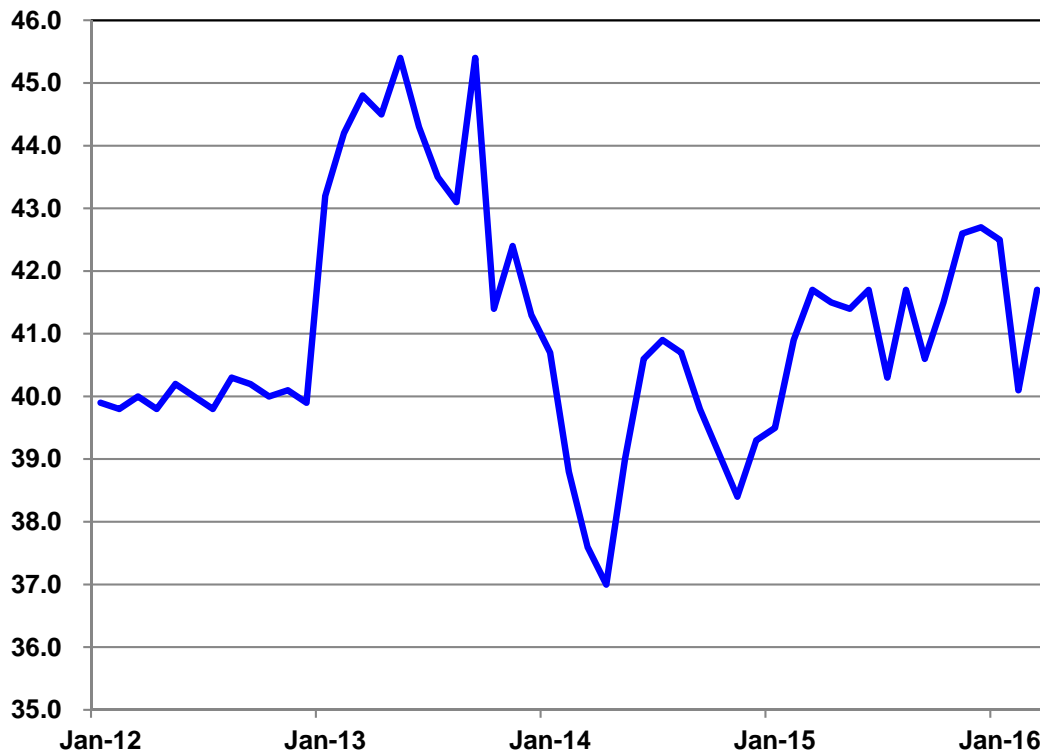
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 内閣府

■ 家計のセンチメント

- ・ 内閣府の消費者態度指数によれば、家計のセンチメントは足許で再び軟化している。「構造的」な要素に加えて、株価や円相場の不安定化や経済成長期待の後退が不安心理の背後にあるとみられる。
- ・ 内訳をみると、堅調な労働市場にも関わらず、雇用指数の急落が注目される。

消費者態度指数とその内訳



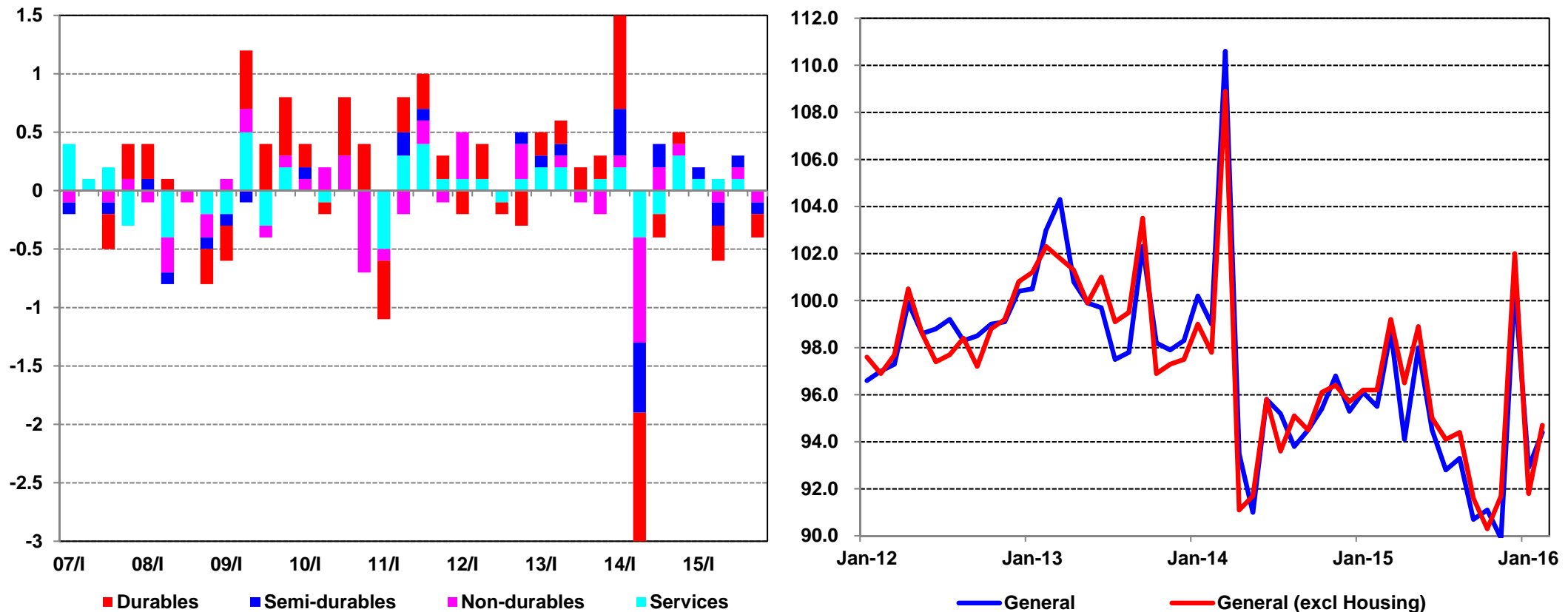
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料：内閣府, 総務省

■ 個人消費

- ・ 昨年中は、第2四半期と第4四半期の2回に亘って、内容別の個人消費支出が全てマイナスとなった。この点は、一時的要因だけに帰することは難しいとの印象を受ける。
- ・ 実際、消費支出指数も昨年末に大きなスパイクを起こすまでは、一貫して減速トレンドを辿っていた。その際のボトムは、(1回目の消費税引上げが行われた)2014年春とあまり変わらなかった。

<左> 内容別の個人消費支出 (対GDP寄与度, %), <右> 消費支出指数



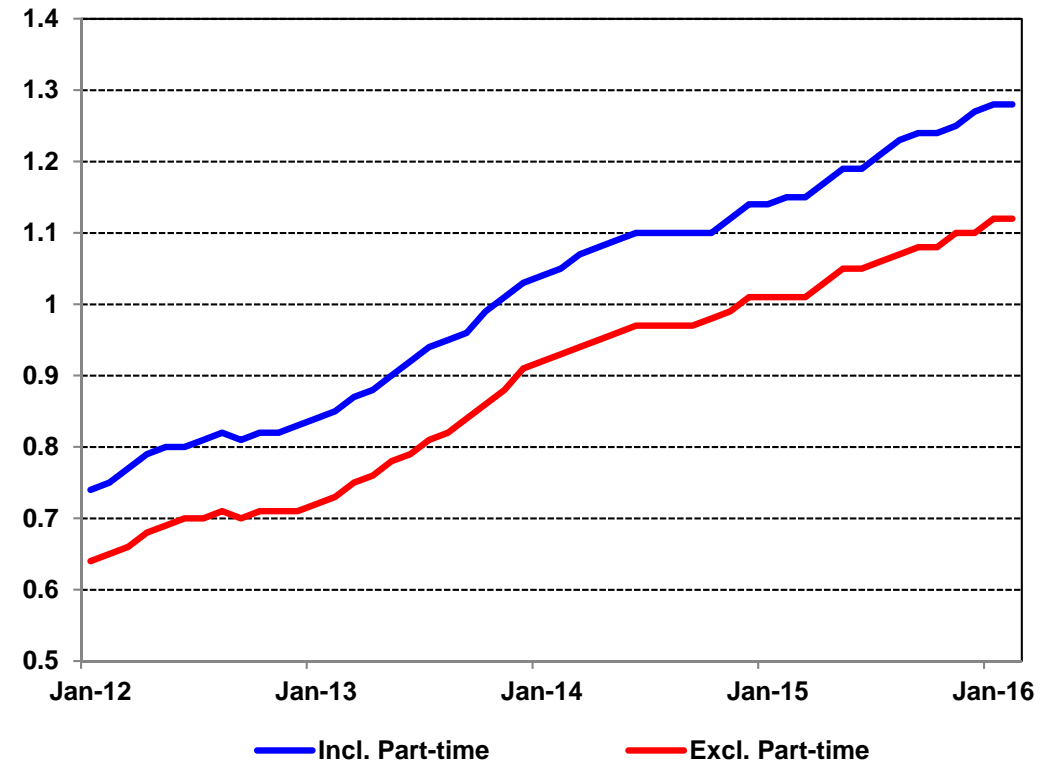
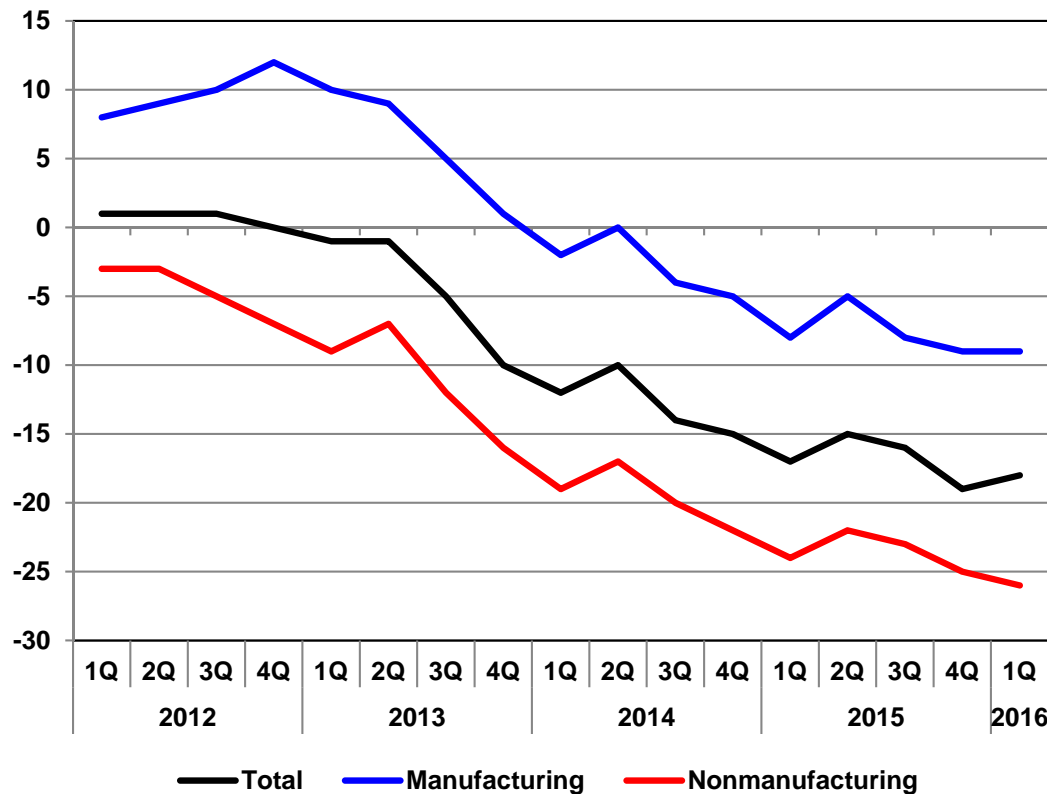
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 日本銀行、厚生労働省

■ 雇用

- マクロの雇用は極めてタイトな状況にある。もっとも、日銀短観による雇用判断DIは、労働市場の状況に関しても非製造業と製造業で異なる面があることを示唆する。しかも、こうした労働の需給逼迫に拘わらず、賃金の上昇は加速していない。この点は、非製造業の多くの業種で生産性上昇が低位に止まっている点と関連する可能性がある。

＜左＞雇用判断DI(日銀短観), ＜右＞有効求人倍率



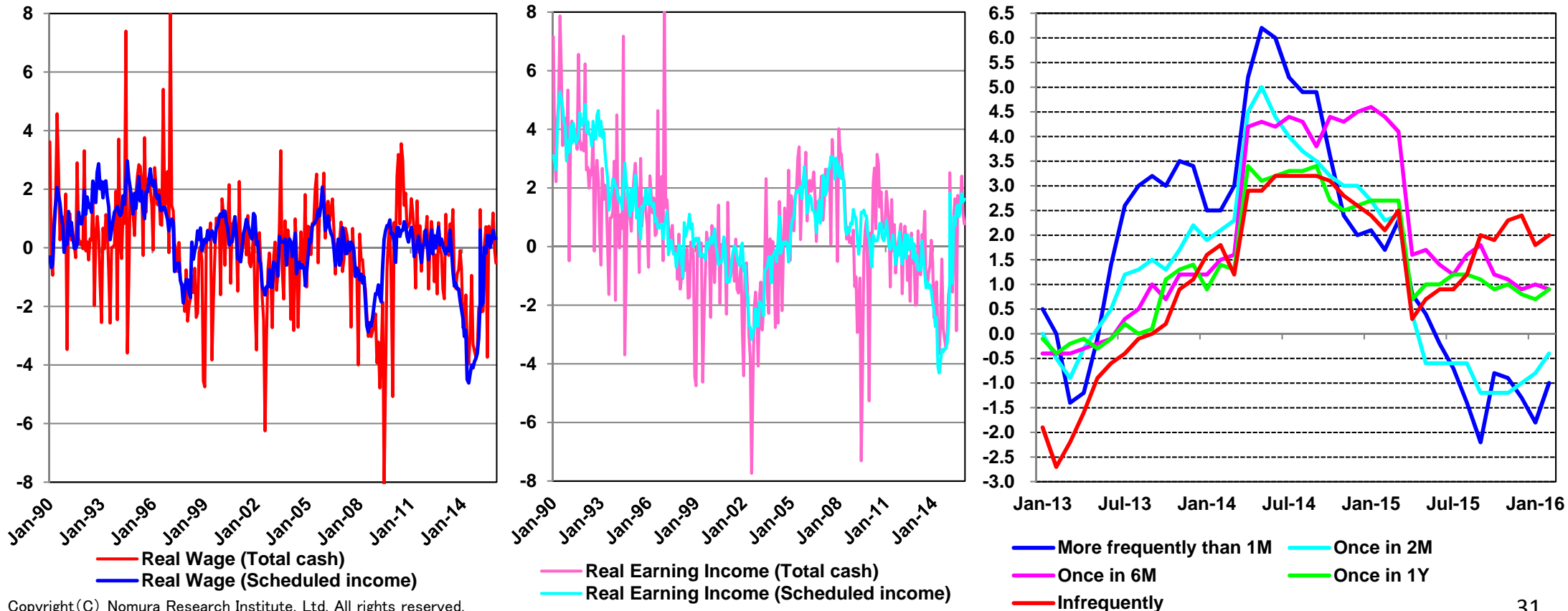
1. マイナス金利導入後の金融経済

資料: 総務省、内閣府

■ 実質購買力

- ・ 実質賃金の伸び率は、インフレの減速に伴って顕著に回復した後、足許ではゼロ近傍に止まっている。また、実質所得も同様のパターンで推移し、足許では年率2%弱の増加となっている。
- ・ 消費者物価指数の上昇率は、昨年後半以降は、最も購入頻度の高い財ほどマイナスとなるなど、消費税率引上げの行われた2014年とは逆パターンが生じている。

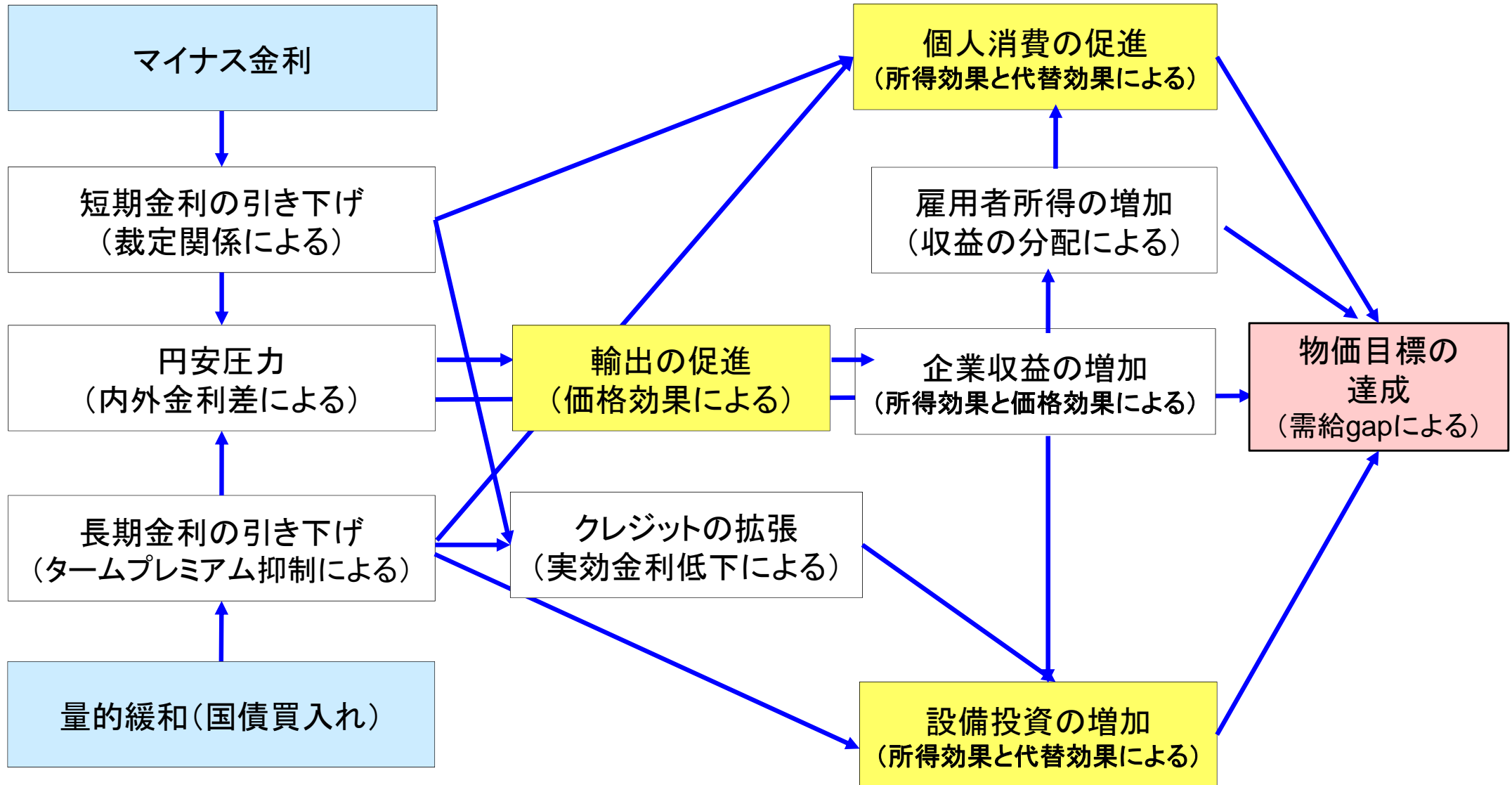
＜左＞実質賃金伸び率(消費者物価による), ＜中央＞実質雇用者所得伸び率(消費者物価による),
 ＜右＞購買頻度別消費者物価上昇率(前年比, %)



2. QQEの柱としてのマイナス金利

2. QQEの柱としてのマイナス金利

■ 「量的緩和」との補完性



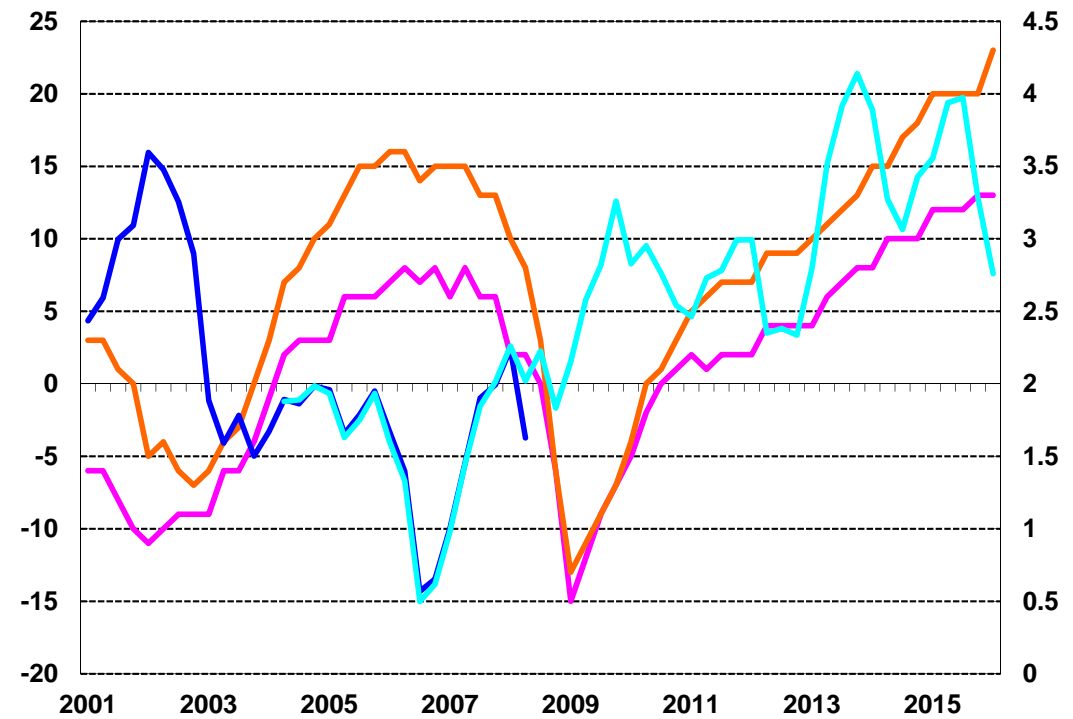
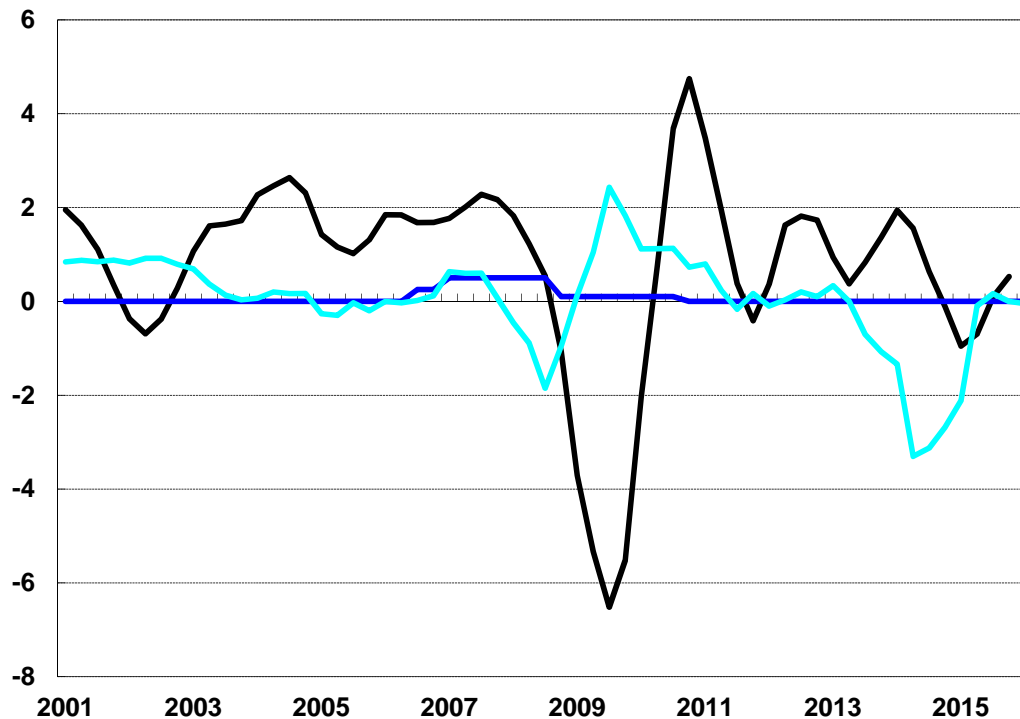
2. QQEの柱としてのマイナス金利

資料: 日本銀行, 内閣府, 総務省

■ Financial conditions (1)

- ファンダメンタルズに関連する指標から見ると、financial conditionは区々の動きとなっている。低迷する経済成長率と不安定なマネーサプライの動きはタイト化の方向を示している。もっとも、銀行による貸出スタンスの前傾化や企業の高水準の資金ポジションは緩和方向を示している。

＜左＞実質GDP成長率と政策金利 (%)
 ＜右＞流動性の状況とマネーサプライ (DI, %)



— Real GDP Growth Rate (Annual, 4QMA)
 — Policy Rate (Nominal)
 — Policy Rate (Real)

— Liquidity Position of Corporations (DI: LHS)
 — Banks' Stance toward Lending (DI: LHS)
 — Money Supply (M2+CD, Annual)
 — Money Stock (M2, Annual)

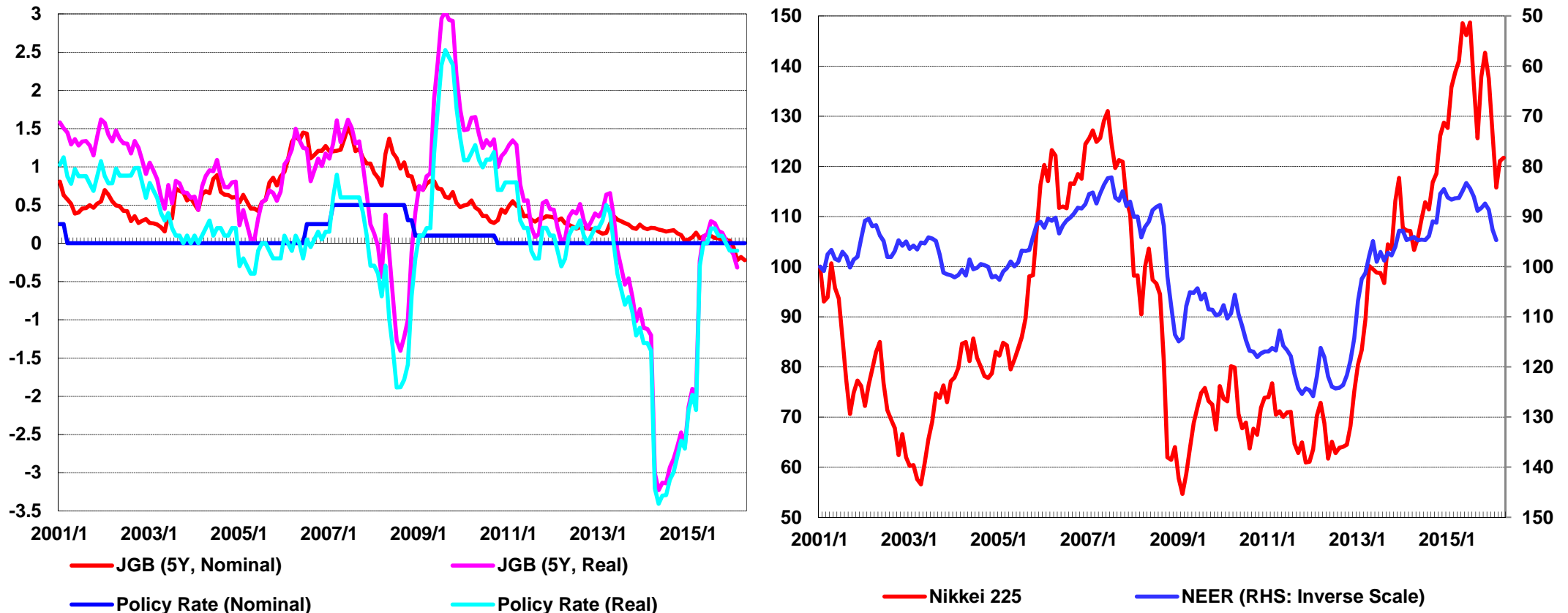
2. QQEの柱としてのマイナス金利

資料: 日本銀行, 総務省, Thomson Reuters

■ Financial conditions (2)

- 市場に関する指標からみると、financial conditionはタイト化の方向で推移してきた。確かに、名目金利と実質金利の緩やかな下落は緩和方向の効果をもたするが、株価の不安定化と下落や円相場の反転上昇は顕著にタイト化の効果をもたする。

＜左＞国債5年物金利と政策金利 (%)
 ＜右＞円の名目実効レートと日経225指数 (2001年1月=100)



2. QQEの柱としてのマイナス金利

■ 金融機関の対応

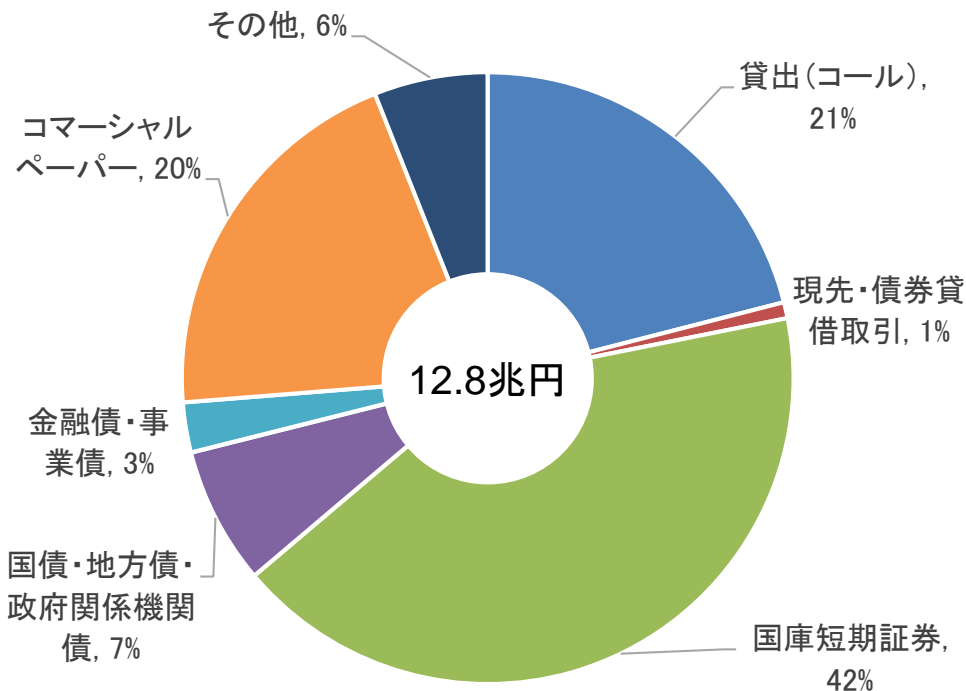
- 金融機関はマイナス金利のコストの移転の観点から、様々な対応を講じている。これらの対応は、住宅ローン金利の大幅な引き下げも含めて、家計を含む幅広い経済主体の強い関心を生むことになった。

銀行	法人預金	金利引下げ	<ul style="list-style-type: none"> 業態を問わず多くの金融機関が実際に引き下げた模様 ただし、マイナス金利の導入は当面限定的とみられる
		手数料引上げ	<ul style="list-style-type: none"> 大手行を中心に、(最低残高の設定を伴う)口座維持手数料の導入に向けた動きが伺われる
	個人預金	金利引下げ	<ul style="list-style-type: none"> 業態を問わず多くの金融機関が実際に引き下げた模様 利回りの引下げは普通預金等の流動性預金が中心であるが、一部には定期性預金の利回り引下げも伺われる もっとも、マイナス金利を実際に導入した先は見られない模様
		手数料引上げ	<ul style="list-style-type: none"> 実績は目立たないが、今後についてははっきりしない
ファンド	MMF	<ul style="list-style-type: none"> 運用結果がマイナス利回りとなるリスクを考慮し、MMFは募集中止となった 実際、MMFの一部は償還をしている 	

2. QQEの柱としてのマイナス金利 (参考)MMF/MRFの規模

資料: 日本銀行、内閣府、Board of Governors of the Federal Reserve System, Bureau of Economic Analysis

日本のMMF/MRFの資産構成



注) 値は2015年9月末値

MMFの市場規模の日米比較

	日本	米国
(a) MMF残高	12.0 兆円	2.6 兆ドル
(b) 名目GDP	498.9 兆円	17.9 兆ドル
(c) M2残高	921.6 兆円	12.1 兆ドル
経済規模に対する割合 (a)÷(b)	2.4 %	14.6 %
通貨流通量に対する割合 (a)÷(c)	1.3 %	21.7 %

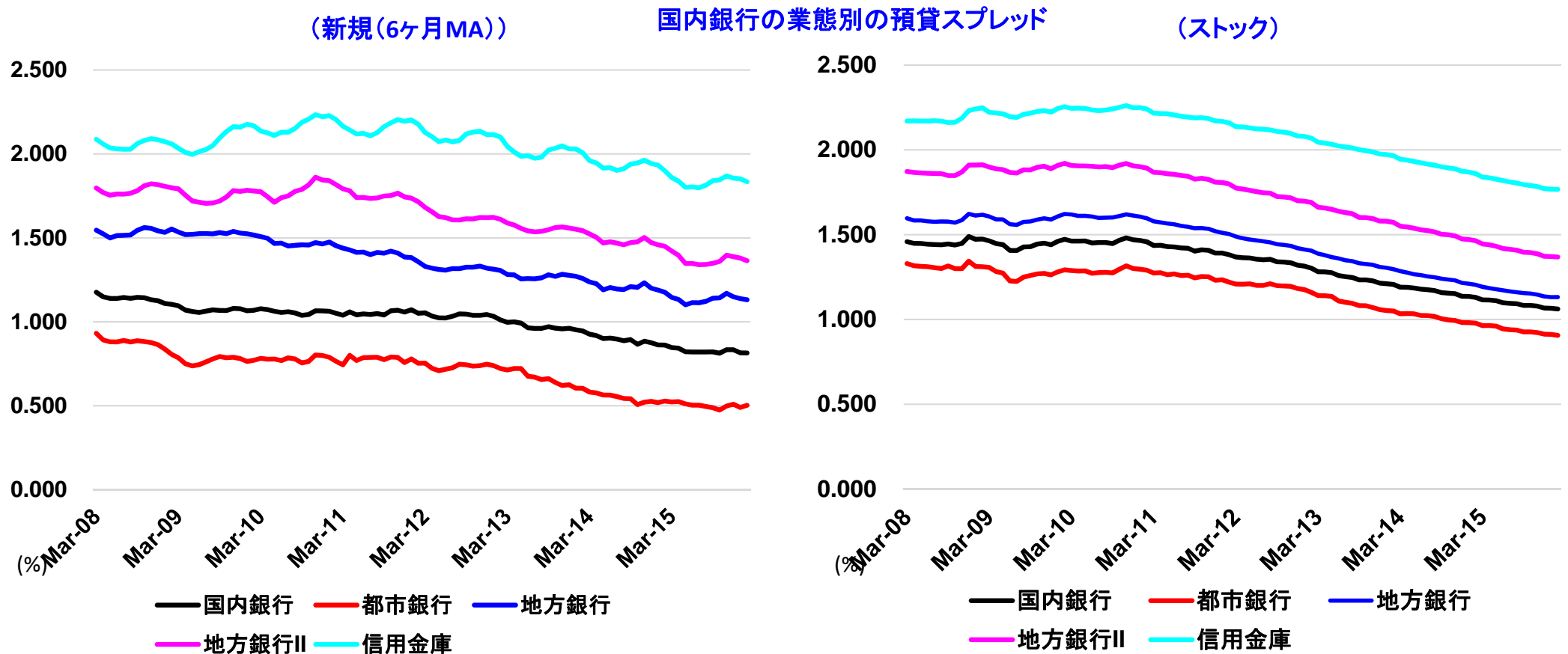
注1) MMF及びM2は2015年末の値。名目GDPは2015年暦年値。

注2) 日本のMMFにはMRFも含む。

2. QQEの柱としてのマイナス金利

■ 銀行の収益環境(1)

- 金融機関の預貸スプレッドは、業態を問わず減少トレンドで推移してきた。足許では、メガバンクの新时期貸出に歯止めがかかりつつあるようにも見えるが、ストックでみた場合の低下は続いており、かつ業態間の格差にも大きな変化はない。

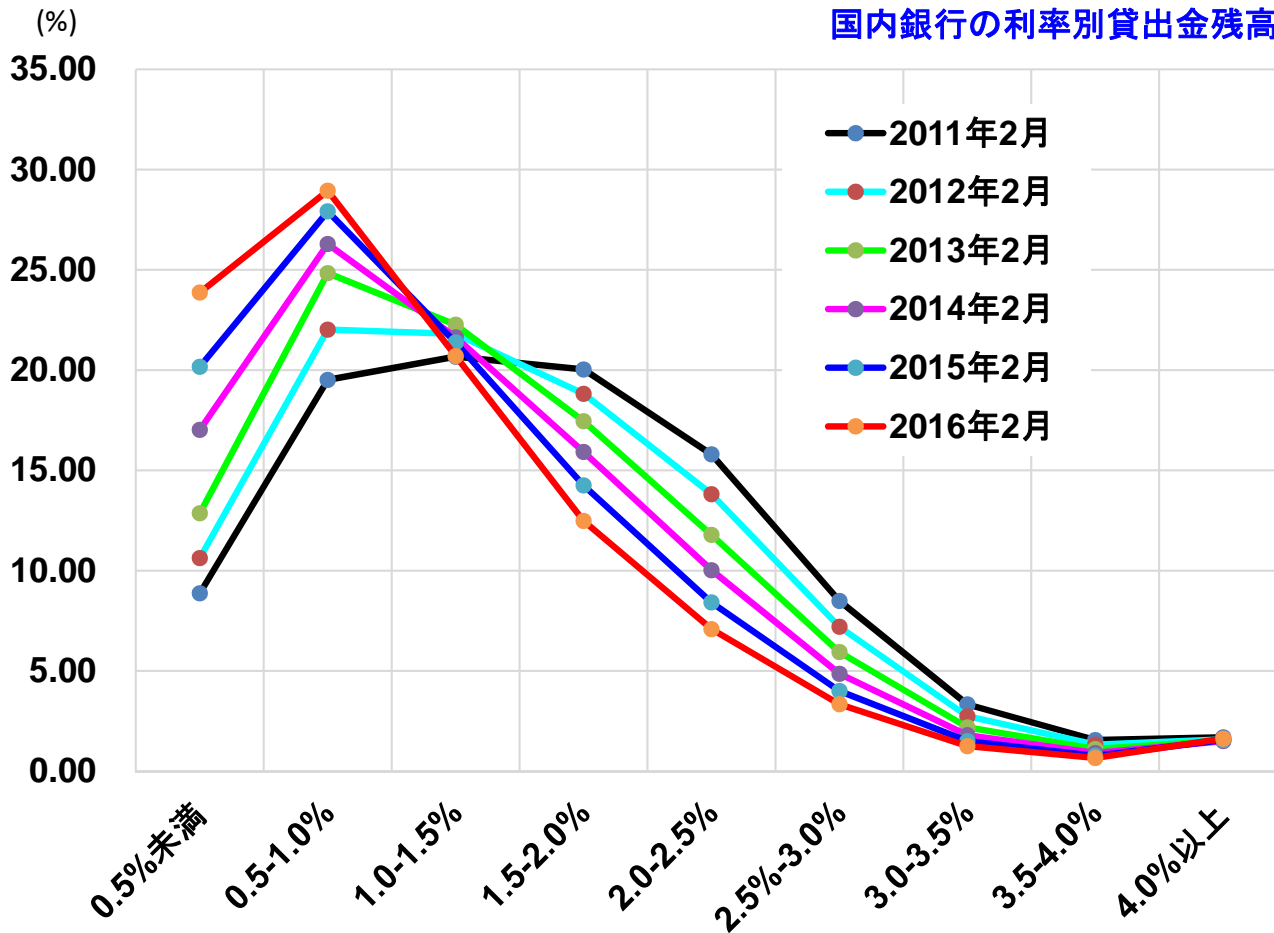


注) 預貸スプレッド=貸出金利-預金金利。貸出金利は「貸出約定平均金利」の業態別金利を使用。預金金利は国内銀行の定期預金・普通預金の平均金利を使用。

2. QQEの柱としてのマイナス金利

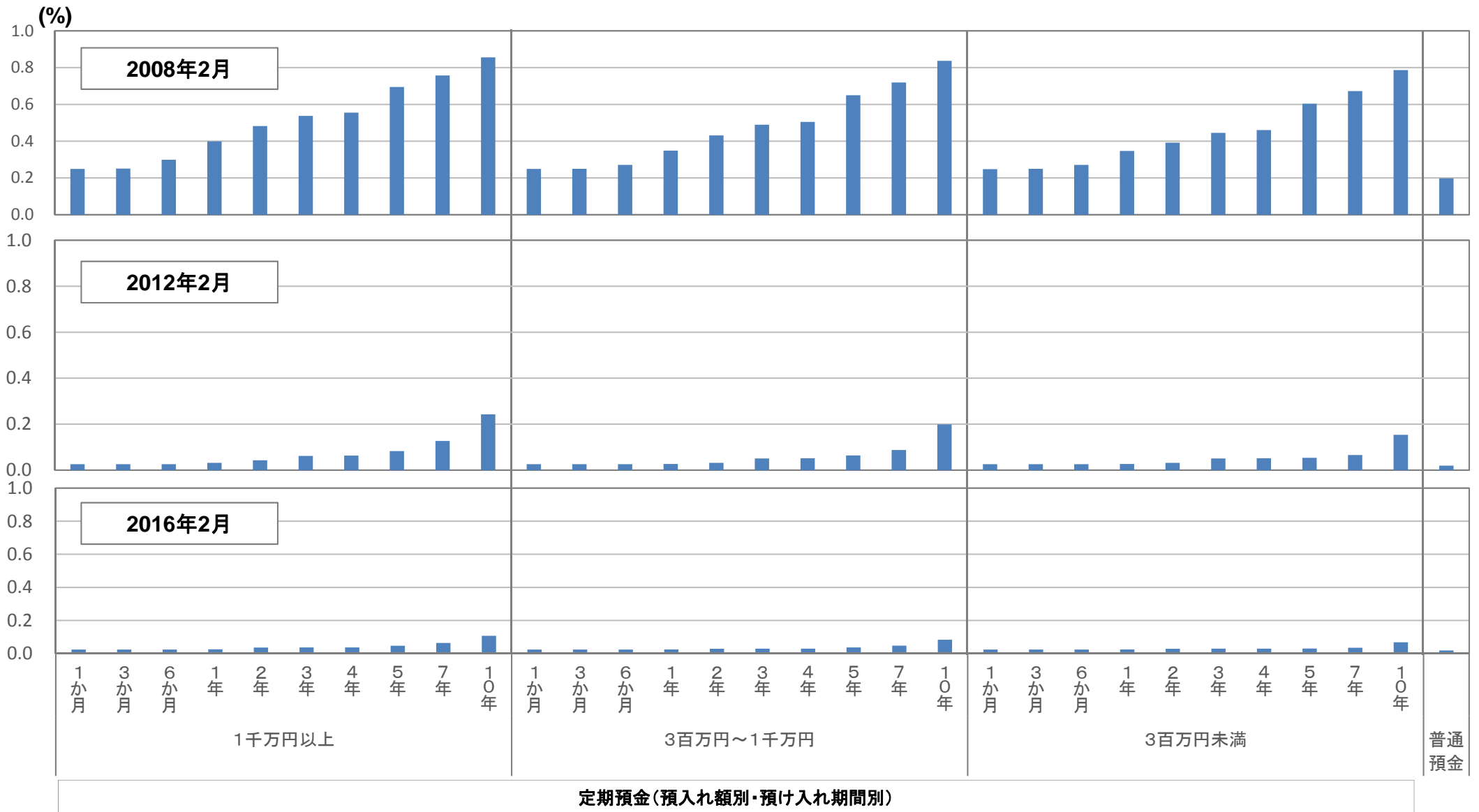
■ 銀行の収益環境(2)

- ・貸出金利の継続的な低下を映じて、貸出残高に占める低利貸出の割合が顕著に増加している。直近(2016年2月)では、1%未満の貸出が全体の半分以上を占めるほか、1.5%未満まで含めると貸出全体の4分の3を占めるに至った。



(%)	1%未満合計	1.5%未満合計
2011年2月	28	49
2012年2月	33	54
2013年2月	38	60
2014年2月	43	65
2015年2月	48	69
2016年2月	53	74

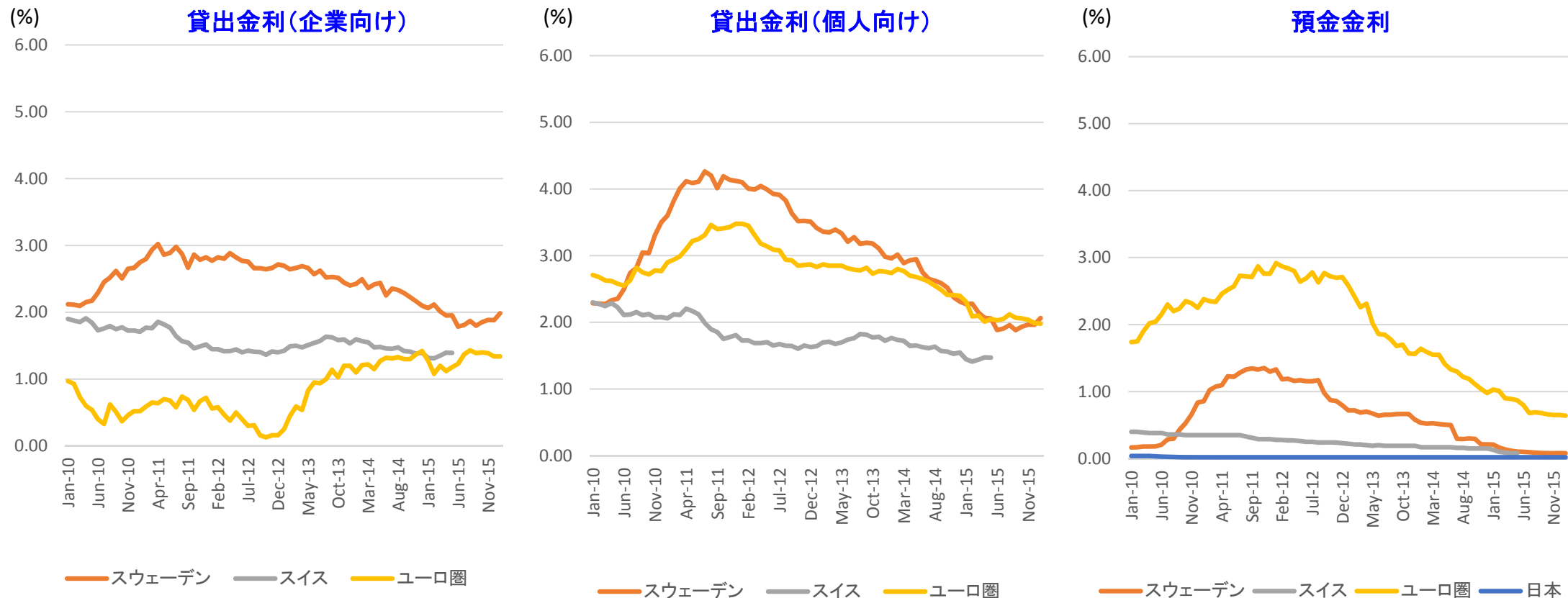
2. QQEの柱としてのマイナス金利 (参考)国内銀行の預金金利(推移)



2. QQEの柱としてのマイナス金利

■ 銀行の収益環境(1)

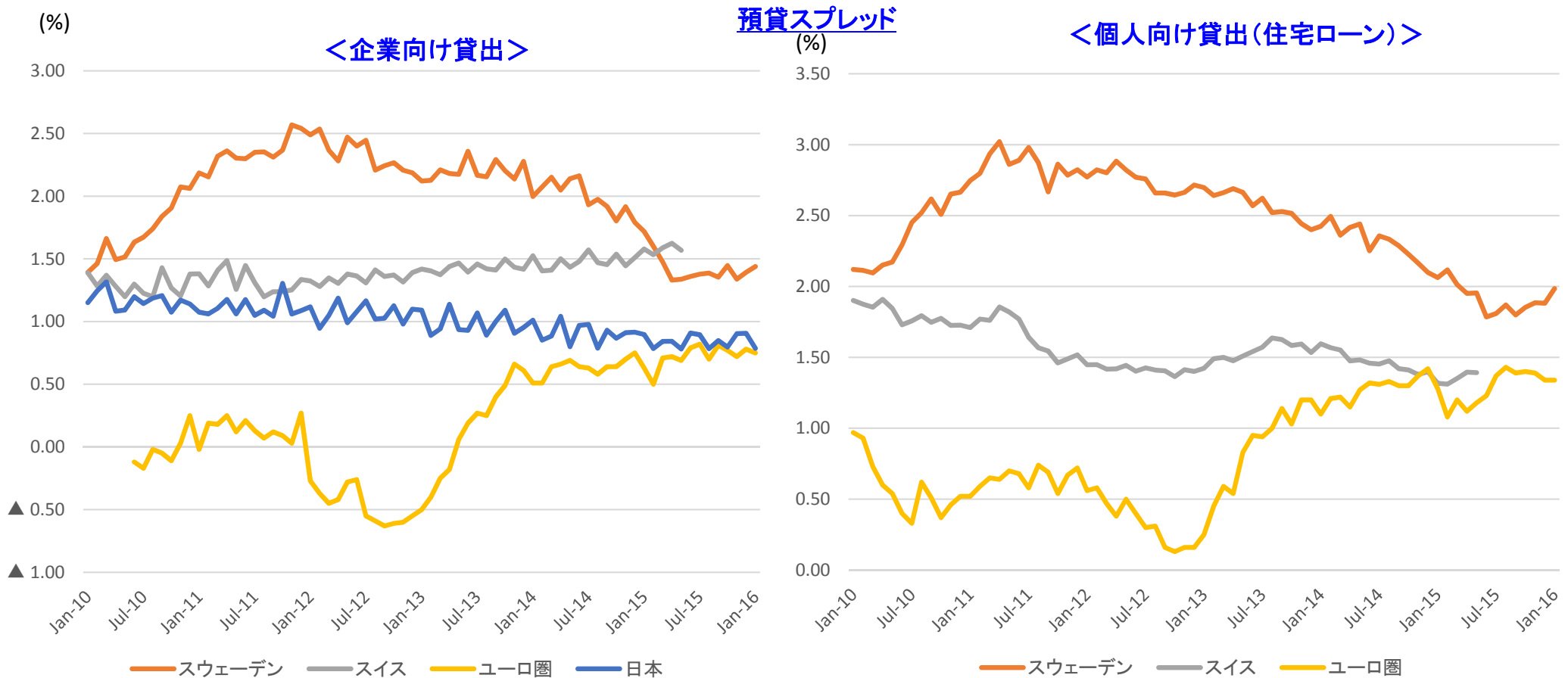
- ・ マイナス金利を先行して導入した欧州では、近年まで「普通の水準」の金利が存在していたことに注意する必要がある。加えて、欧州債務問題等もあって2011～12年には実効金利が上昇していた。このため、マイナス金利の導入後は、預金金利が先行して下落するという通常の金融緩和(の初期)と同様な効果が生じたことが考えられる。



2. QQEの柱としてのマイナス金利

■ 銀行の収益環境(2)

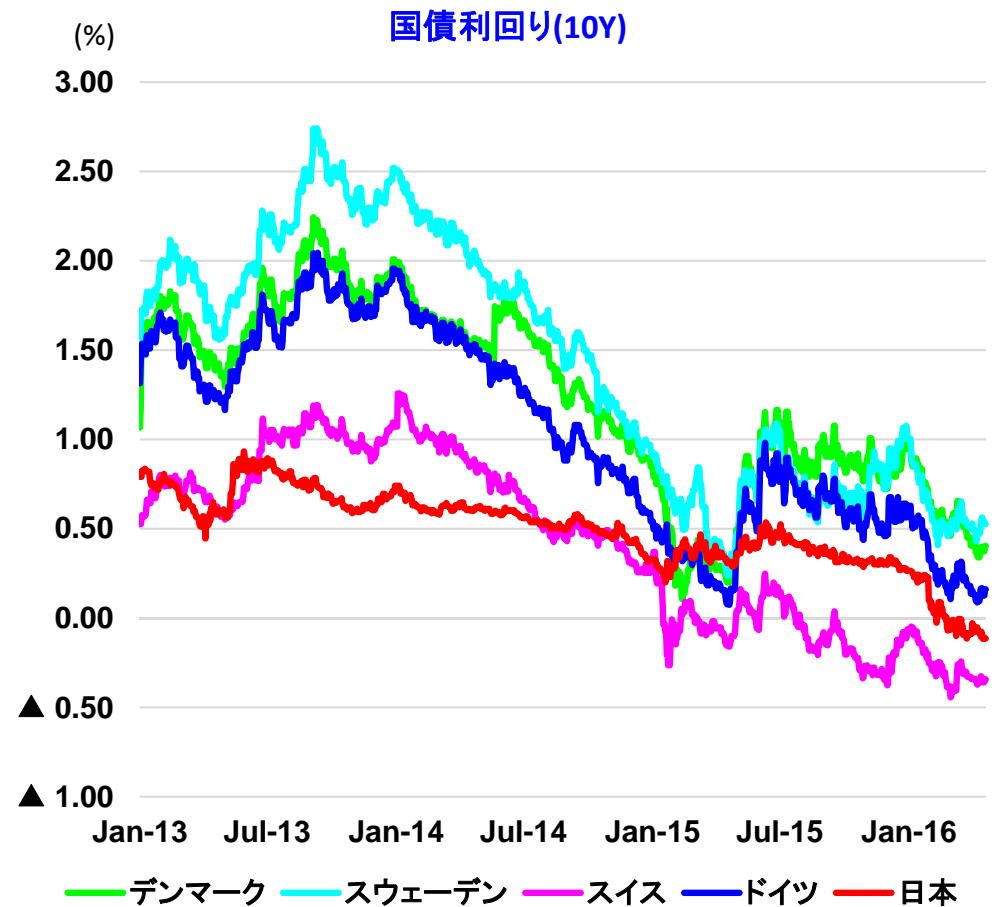
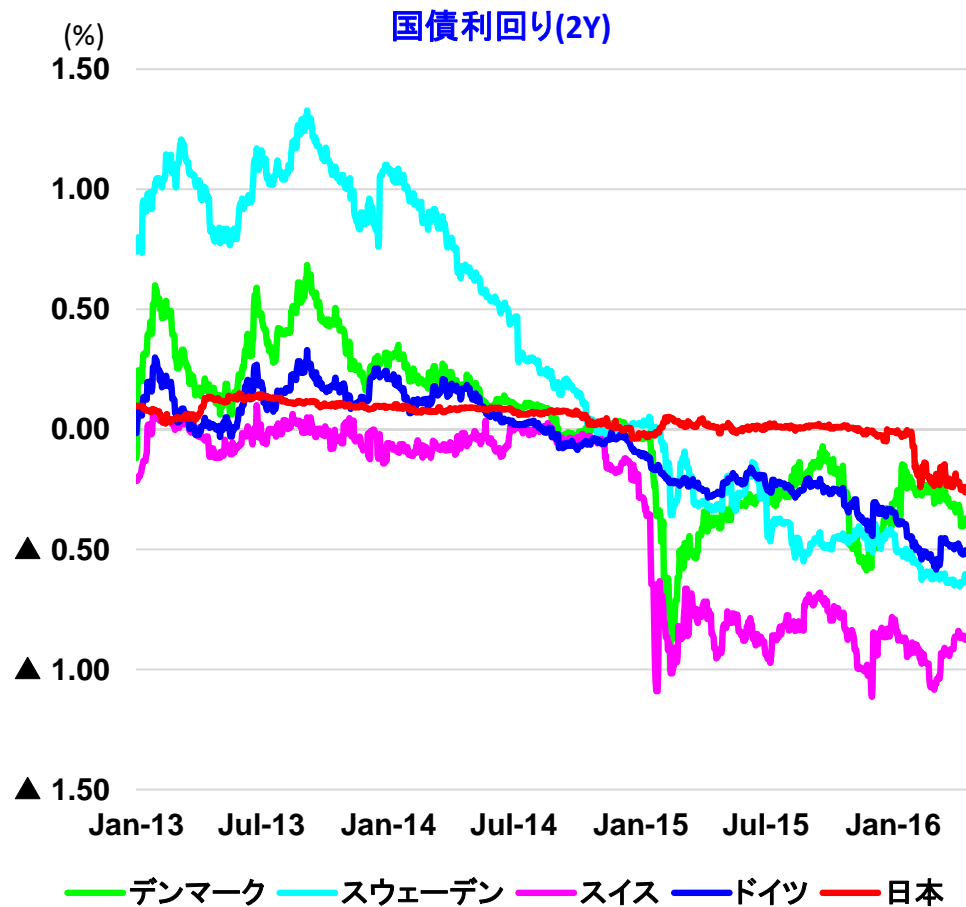
- このため、預貸スプレッドも長期間に亘って低位で推移している日本と欧州諸国とはかなり異なる。
 ーユーロ圏の場合に2013年以降にスプレッドが改善したのは、欧州債務危機の影響で上昇していた一部国の銀行のファンディングコストが低下に転じたことによる面が大きい。



2. QQEの柱としてのマイナス金利

■ 国債利回りの比較(1)

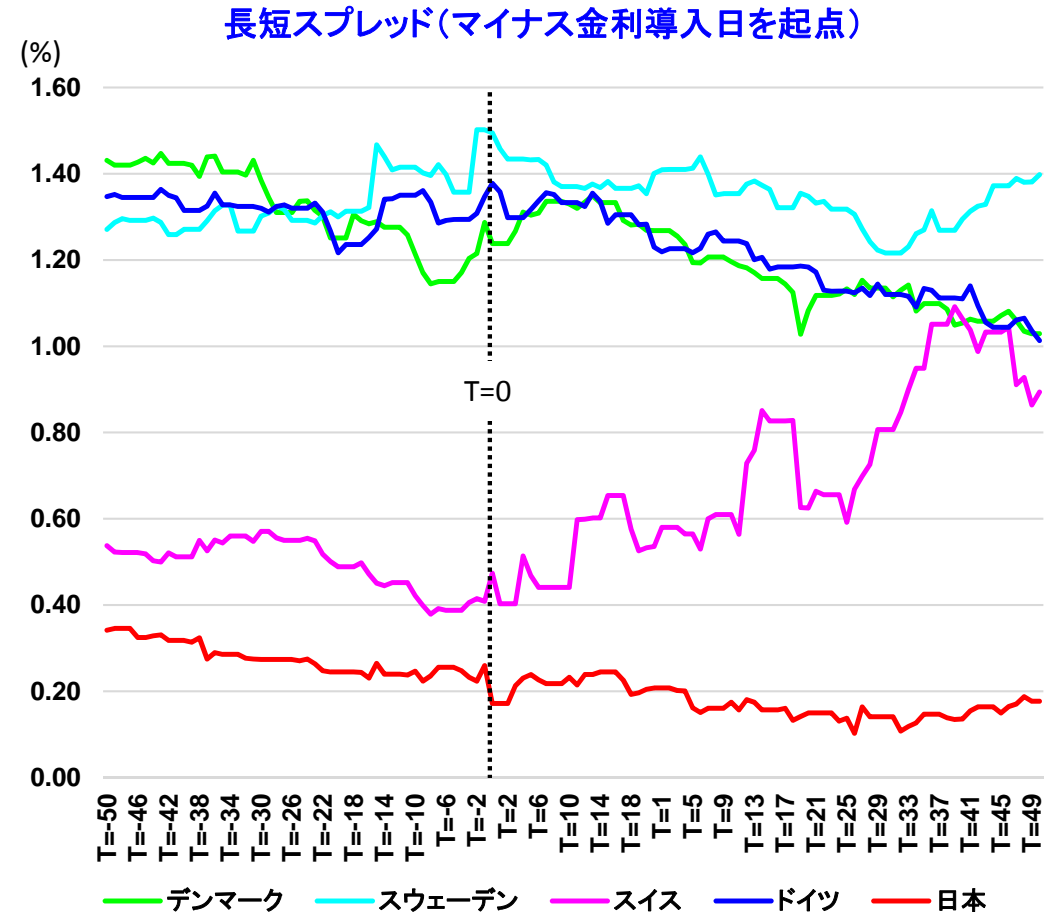
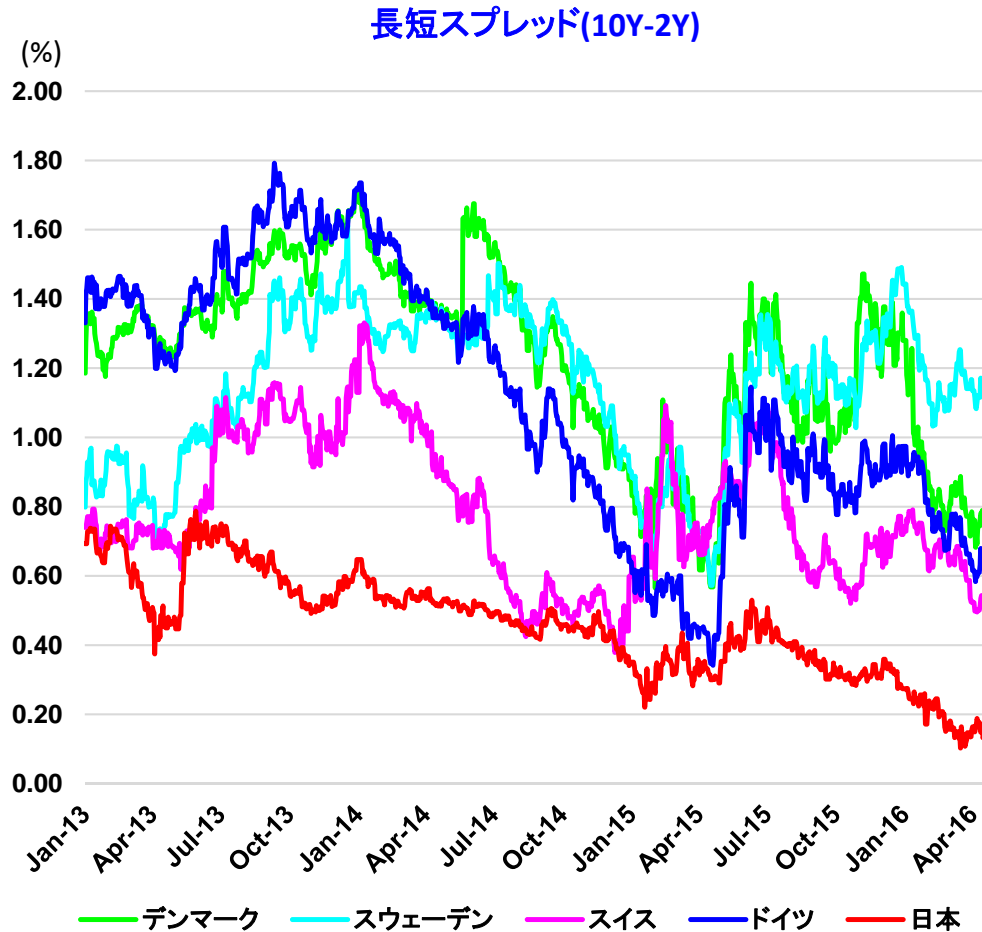
- 日本に先立ってマイナス金利政策を導入した国々の国債利回りは、特に長期については2014年頃までは相対的に高い水準にあった(スイスのみが例外である)。また、時系列での推移に着目しても、日本の国債利回りが極めて緩やかな低下を辿ったのに対し、大幅な下落をみせたこともわかる。



2. QQEの柱としてのマイナス金利

■ 国債利回りの比較(2)

- ・ 国債利回りの長短スプレッドは、日本のように一貫して縮小したケースはむしろ例外であり、昨年以降は欧州諸国で不安定化している。さらにマイナス金利の導入前後について詳しく見れば、日本とドイツ、デンマークでは緩やかなフラットニングが進んだのに対し、スウェーデンでははっきりせず、スイスはむしろ明確に拡大した。



3. 将来に向けた展望

3. 将来に向けた展望

資料: 日本銀行

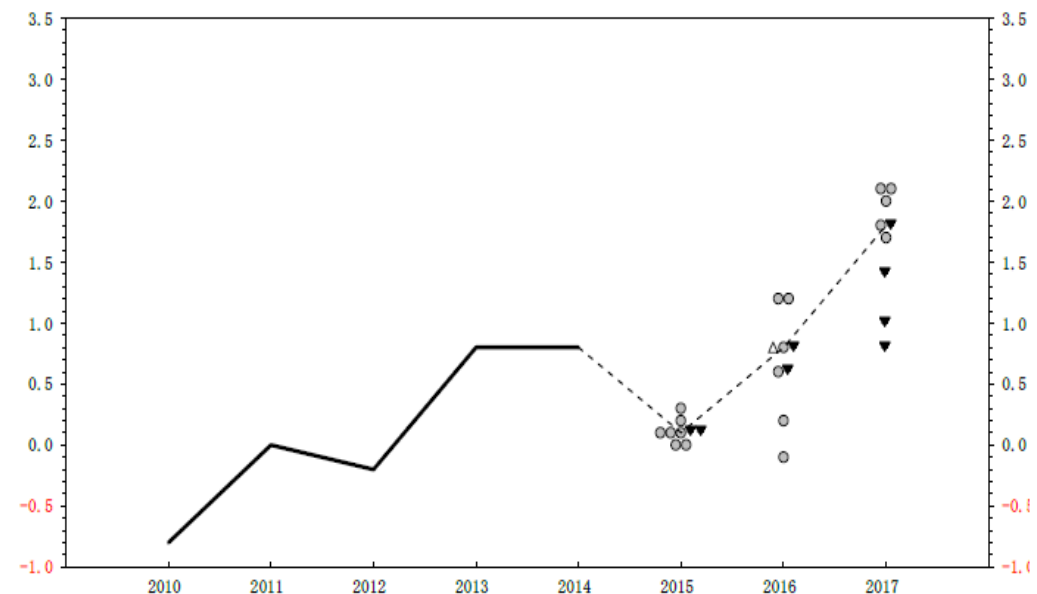
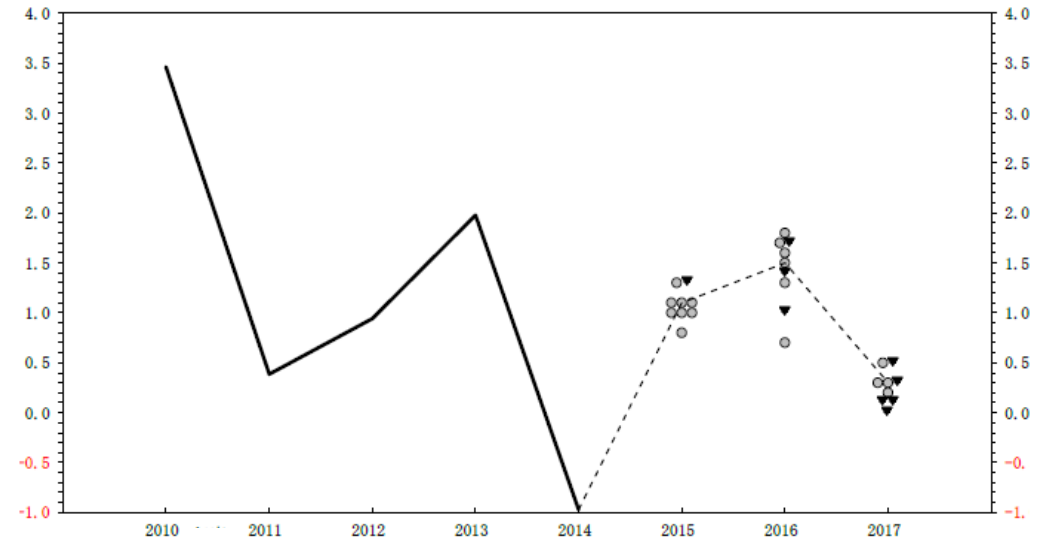
■ 経済・物価の展望 (2016年1月)

(<>内は2015年10月時点)

	Real GDP (y-on-y)	CPI (excl. flesh foods) (y-on-y)	CPI (excl. flesh foods) (y-on-y) (excluding the effects of consumption tax hike)
FY2015	+1.0% ~+1.3% <+0.8% ~+1.4%>	+0.0% ~+0.2% <+0.0% ~+0.4%>	
FY2016	+1.0% ~+1.7% <+1.2% ~+1.6%>	+0.2% ~+1.2% <+0.8% ~+1.5%>	
FY2017	+0.1% ~+0.5% <+0.1% ~+0.5%>	+2.0% ~+3.1% <+2.5% ~+3.4%>	+1.0% ~+2.1% <+1.2% ~+2.1%>

- ・ MPMは、2016年度と2017年度の経済成長率見通しを概ね維持した。これに対し、2016年度のインフレ率見通しを引下げ、2017年度については小幅に修正した。
- ・ 結果として、MPMは2%の物価安定目標の達成時期を2016年度後半から、2017年度前半へと再度延期した。
- ・ MPMメンバーは、上記のように、メインシナリオとしては緩やかな経済成長見通しを維持したが、多くのメンバーは海外発のdownside riskに警戒感を示した。

リスクバランス (上段:実質GDP, 下段:CPI (除く生鮮))



3. 将来に向けた展望

資料: 日本銀行, International Monetary Fund, Organization for Economic Cooperation

■ 日本経済のリスク要因 (2016年1月)

経済・物価の展望に示されたポイント(2016年1月時点)

上方要因	<ul style="list-style-type: none"> ・個人消費の継続的増加の見通し <ul style="list-style-type: none"> -雇用の改善と所得の緩やかな回復による -商品価格の下落による実質購買力の増加も寄与 ・設備投資の継続的増加の見通し <ul style="list-style-type: none"> - 高水準の企業収益と設備稼働率の高さがサポート
下方要因	<ul style="list-style-type: none"> ・海外経済の不確実性に関するリスク <ul style="list-style-type: none"> - 商品価格の下落や構造改革の影響による新興国経済の回復の遅延による - 国際金融市場の不安定化が「二次的効果」として作用 <p>→日本経済に対しては、主として企業のセンチメント悪化を経由して波及 →結果として、名目賃金や設備投資の増加を阻害する可能性</p>

国際機関による実質GDP成長率見通し (カッコ内は前回見通し)

	IMF (4月時点)	OECD (11月時点)
2016	+0.5% <+1.0%>	+1.0% <+1.2%>
2017	-0.1% <+0.3%>	+0.5%

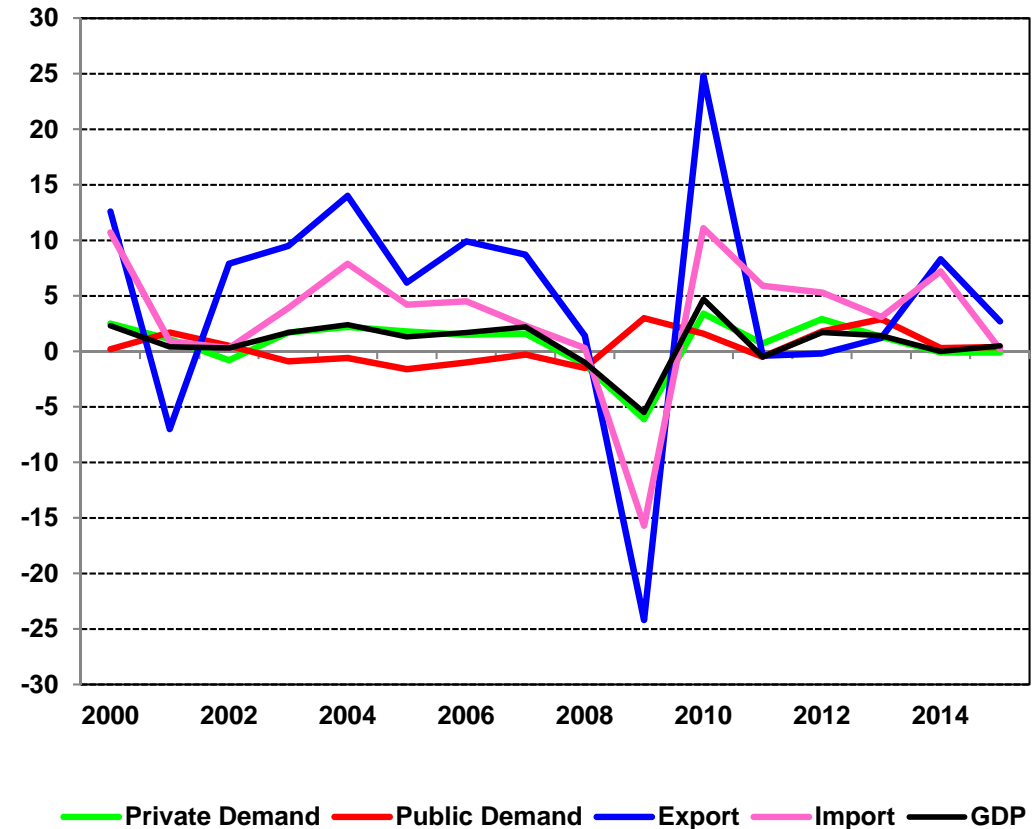
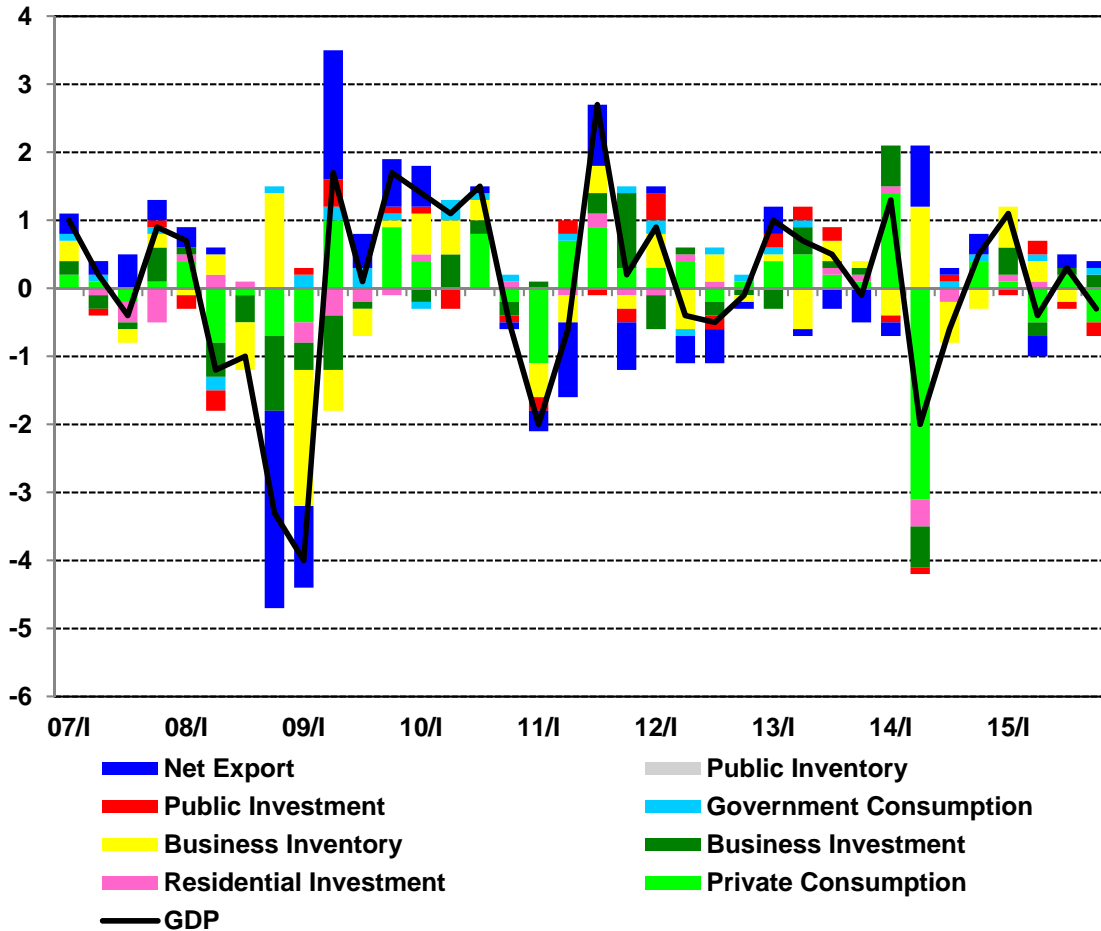
3. 将来に向けた展望

資料: 内閣府

■ 経済成長率

- ・ 昨年第4四半期の実質GDP成長率は再びマイナスに転じた。純輸出と設備投資は小幅ながらプラスの寄与となったが、個人消費の落ち込みが大きく足を引っ張る形となった。

<左>実質GDP成長率の主要項目別寄与度(前期比%)
 <右>実質GDP成長率と主要項目別の成長率(年率%)



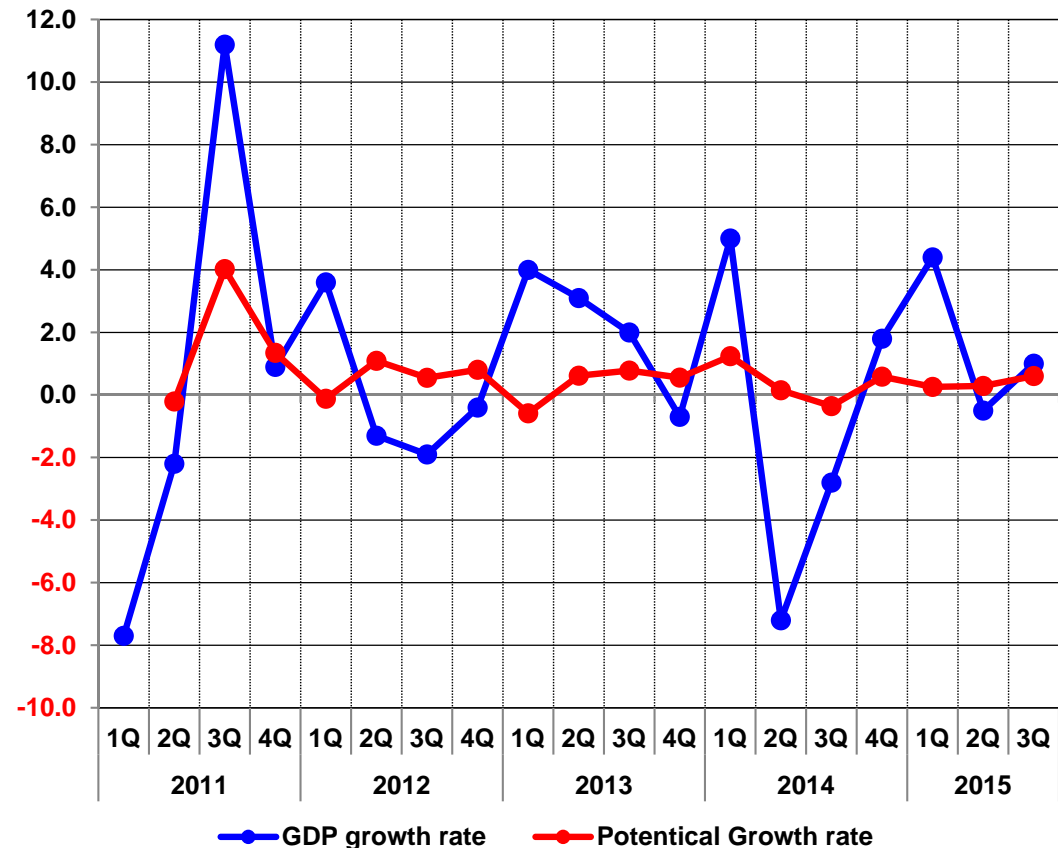
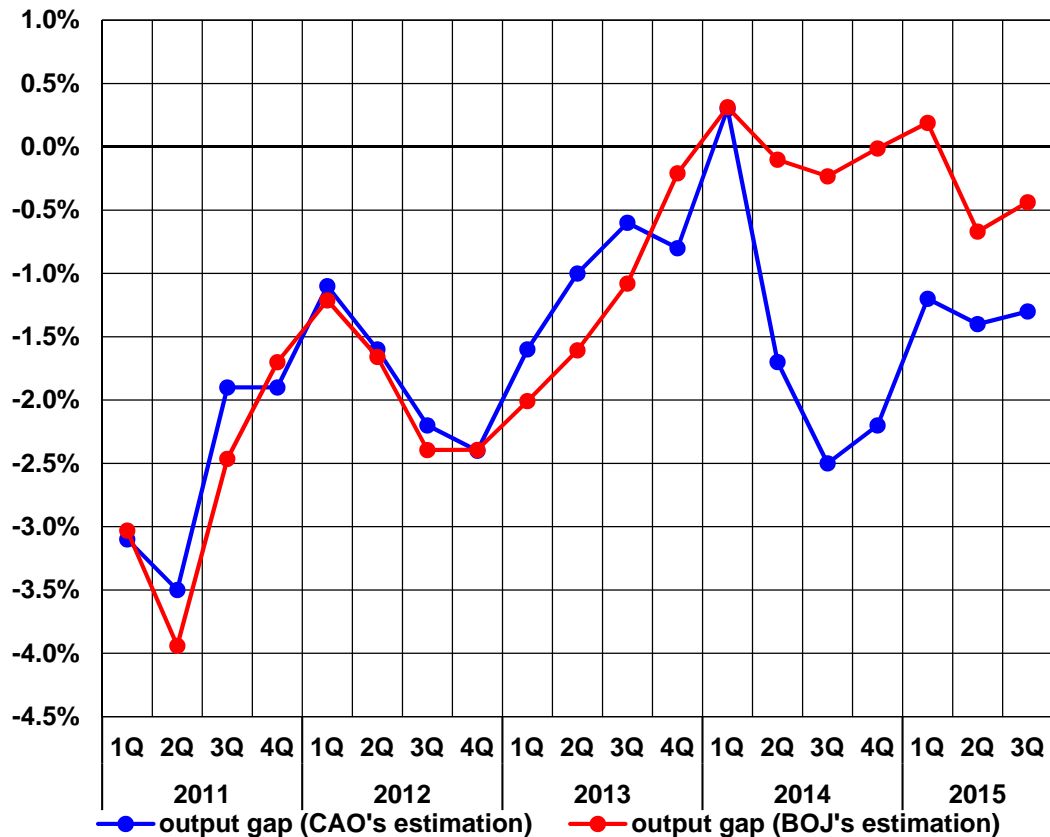
3. 将来に向けた展望

資料: 内閣府、日本銀行

■ 総供給と需給ギャップ

- ・ 昨年中の実質GDPは停滞気味に推移した。内閣府によれば、昨年第3四半期時点での実質GDPギャップは1%弱であり、日銀の推計でも0.5%程度となった。もともと、潜在成長率が極めて低くゼロ近傍にあるとみられるだけに、いかなる理由でもpositive shockがあれば、GDPギャップが消滅する可能性は小さい。

〈左〉実質GDPギャップの推計値(%), 〈右〉実際のGDP成長率と潜在成長率(前年比%)

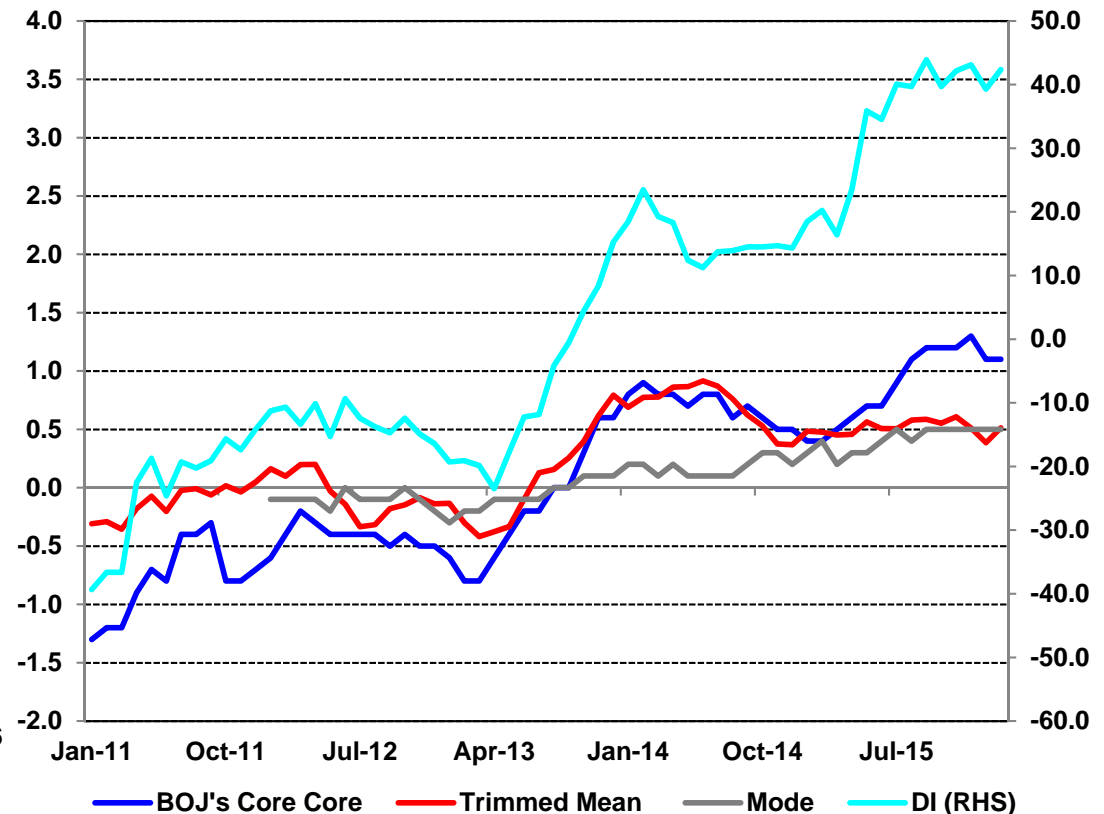
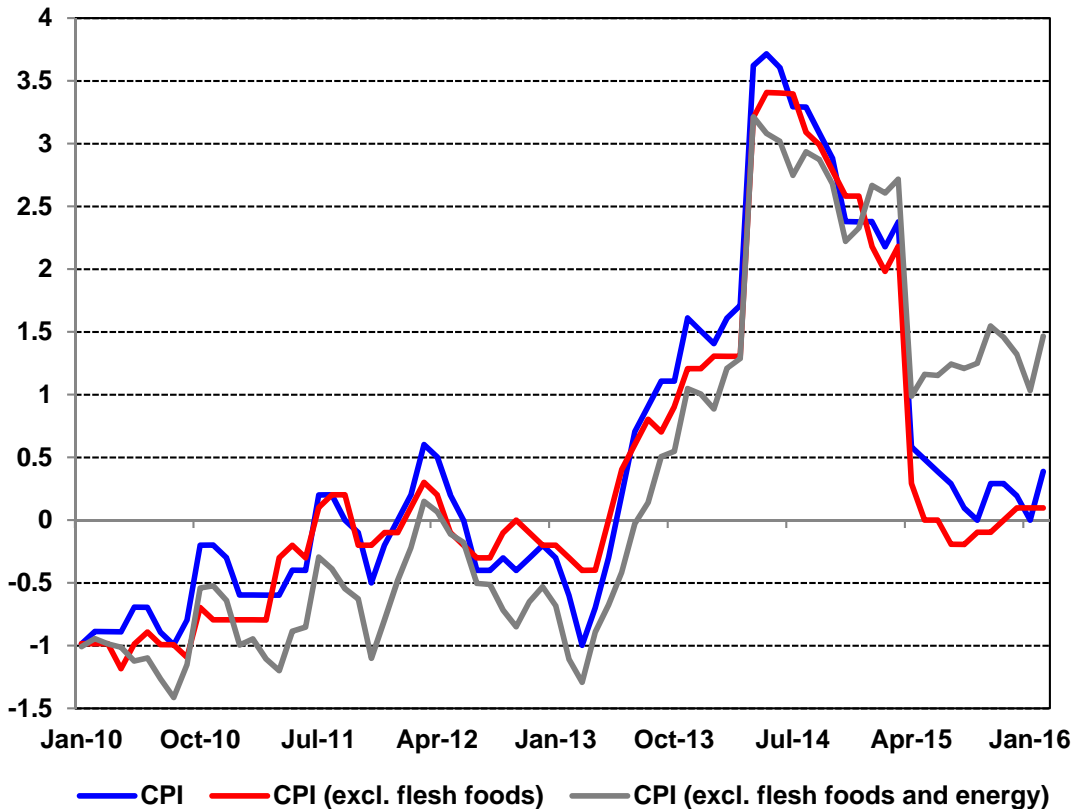


3. 将来に向けた展望

■ インフレの状況(1)

- ・ CPI総合およびコアともに、インフレ率は昨年春にかけて(消費税率効果の剥落に伴い)急減速した後も低迷していたが、足許では底打ちの兆しも見られる。もっとも、ここから加速する兆候は現時点で見られない。
- ・ 日銀の推計による「基調的インフレ」の各指標は、長い目で見て、「量的質的金融緩和」の導入後に上昇を続けてきた。もっとも、足許ではこうした傾向に減速感もみられる。

<左> 総合およびコアのインフレ率, <右> 日銀の推計による各種の基調的インフレ指標(いずれも前年比%)

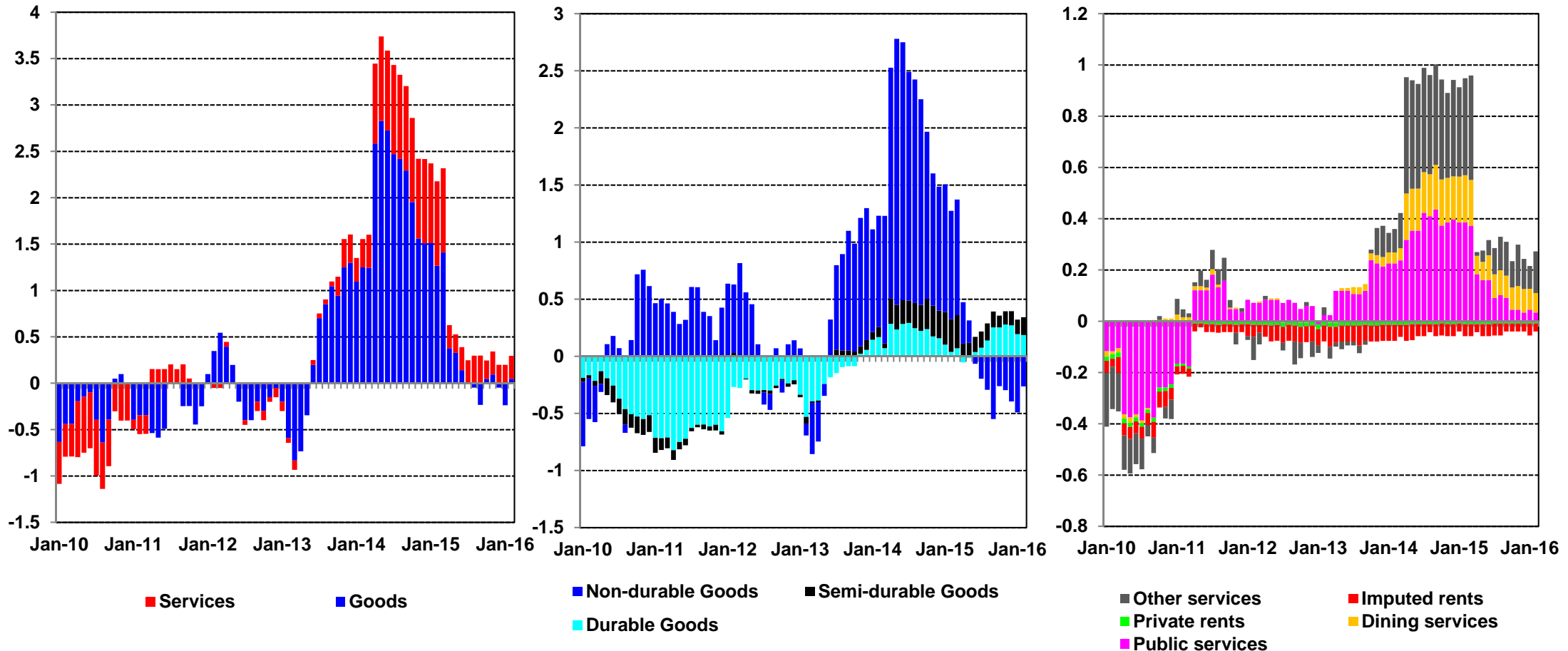


3. 将来に向けた展望

■ インフレの状況(2)

- 消費者物価インフレ率については、足許ではサービス価格がわずかに上昇する一方、財価格は概ね安定している。この間、財の中では長らくマイナス寄与であった耐久消費財が上昇に転じたことが目立つ。サービス価格については、公的サービスの価格上昇が減速した一方で、外食やその他のサービスの価格上昇によって、全体では大きく変わらない。

＜左＞財とサービスの寄与度, ＜中央＞財の構成別寄与度, ＜右＞サービスの稿性別寄与度 (いずれも前年比%)

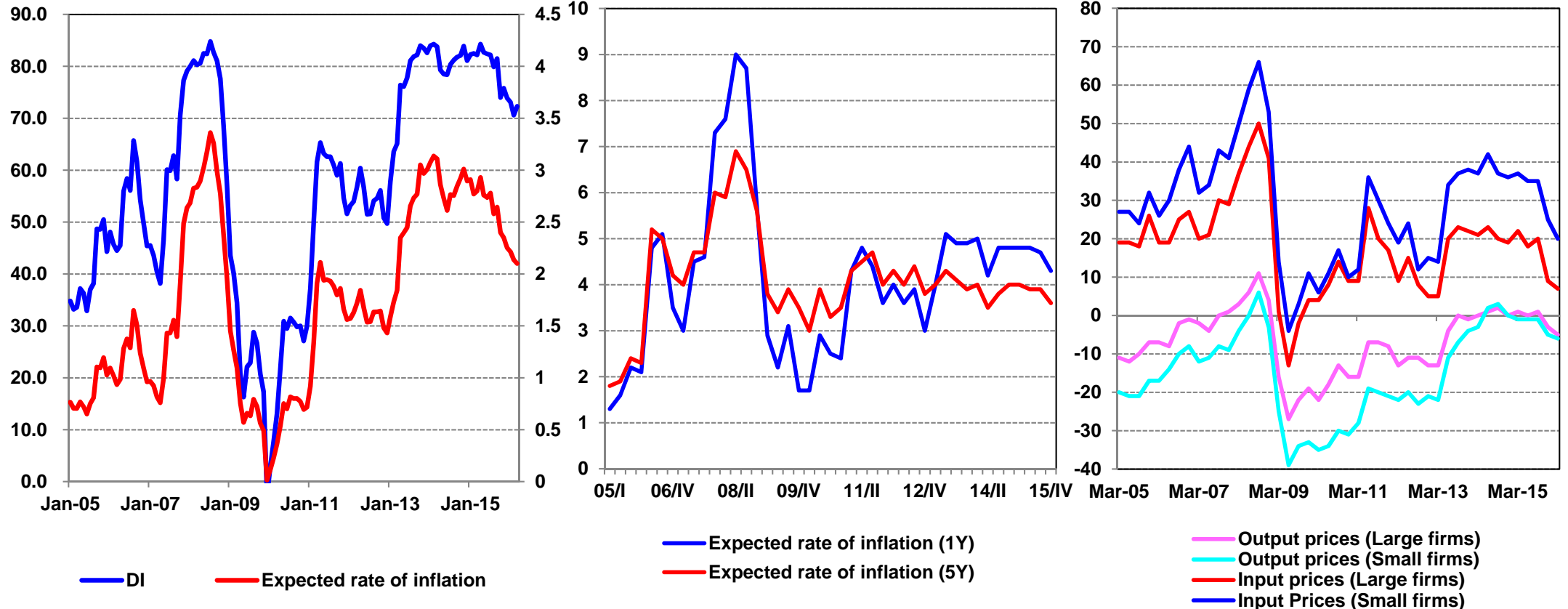


3. 将来に向けた展望

■ インフレ期待

- ・ 家計のインフレ期待は、「量的・質的金融緩和」の初期段階にはポジティブに反応したが、2014年中に頭打ちとなった。さらにその後は漸減傾向を辿っている。
- ・ 企業のインフレ期待に関しては、昨年以降、価格決定力の低下を示唆するデータが大企業と中小企業の双方に伺われる。本来、マージンの拡大をもたらす投入価格の下落も、企業関係者による弱気なインフレ見通しに繋がっている面がある。

〈左〉消費動向調査による予想インフレ率, 〈中央〉日銀アンケートによる期待インフレ率, 〈右〉日銀短観の価格判断DI



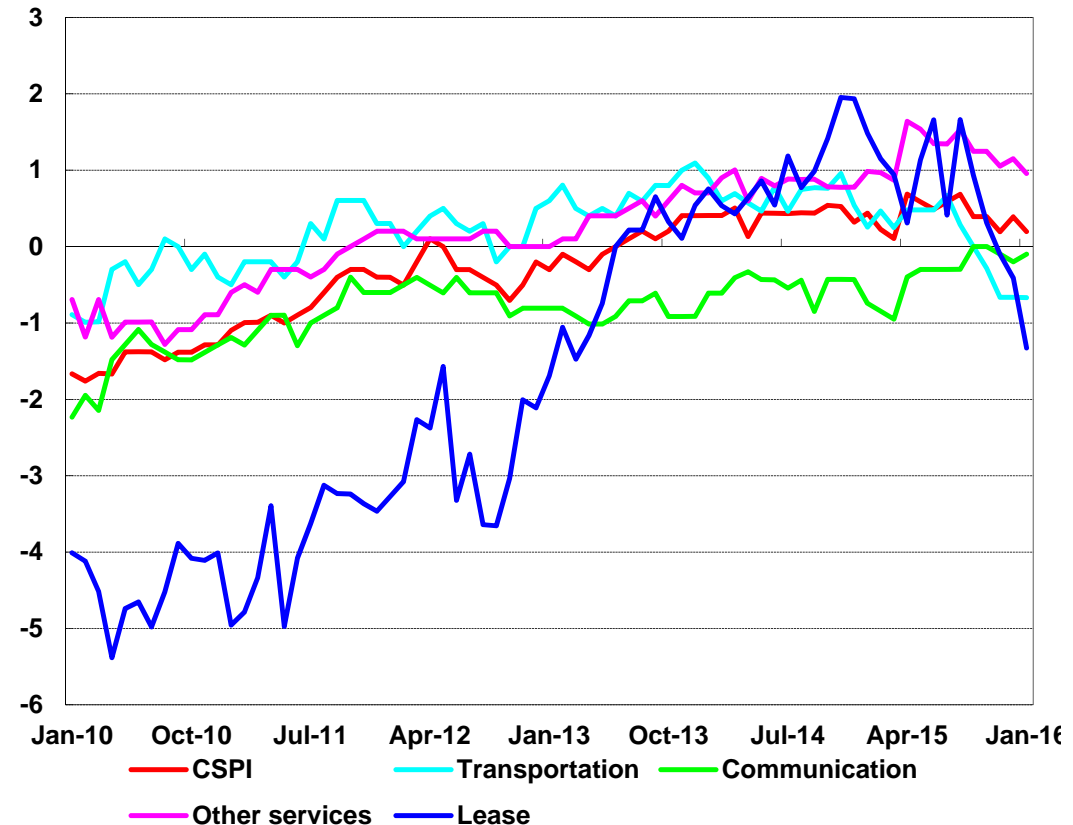
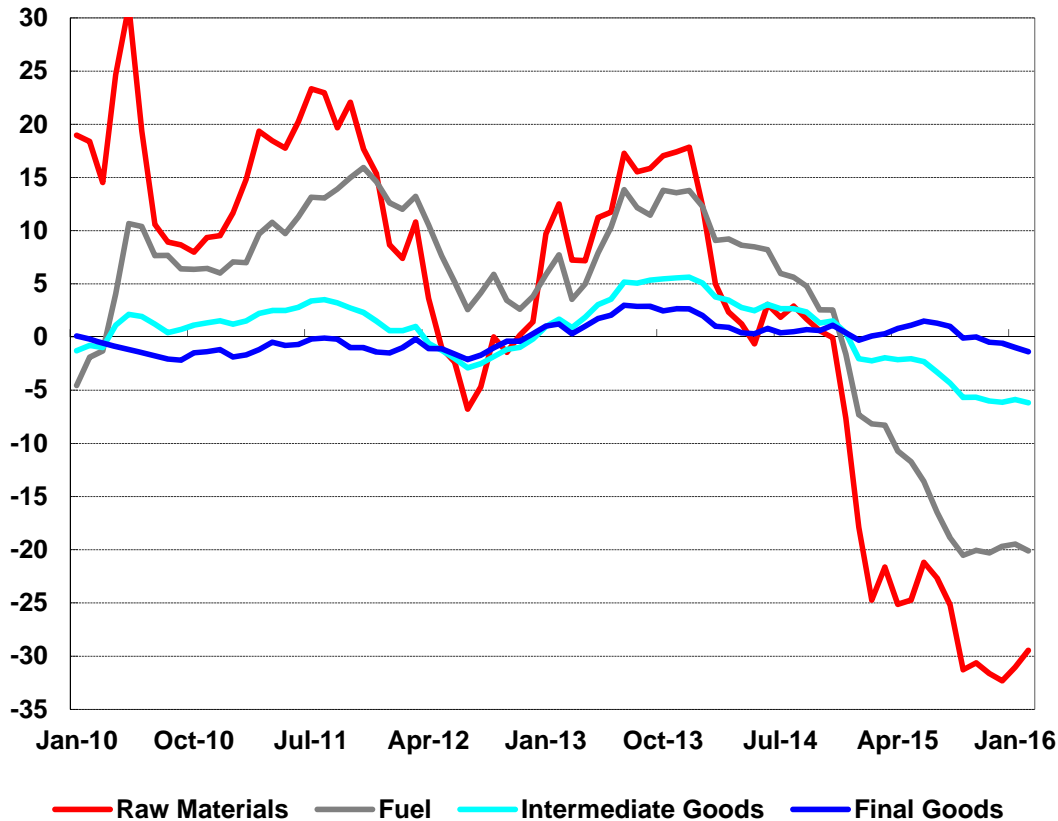
3. 将来に向けた展望

資料: 総務省, 日本銀行

■ インフレの状況(3)

- 製品段階別の企業物価インフレ率をみると、主要なcommodityを輸入する日本にとって、国際商品価格の下落が交易条件の顕著な改善に繋がったことがわかる。もっとも、最終製品の価格上昇も冴えない。
- 種類別の企業サービス価格インフレ率をみると、「量的・質的金融緩和」の導入以降は幅広い物価が横ばい圏内で推移してきたことが分かる。もっとも、こうした特徴にも最近では減速感がうかがわれる。

＜左＞製品段階別の企業物価上昇率, ＜右＞種類別の企業サービス価格上昇率(いずれも前年比%)



3. 将来に向けた展望

■ マイナス金利政策 (1)

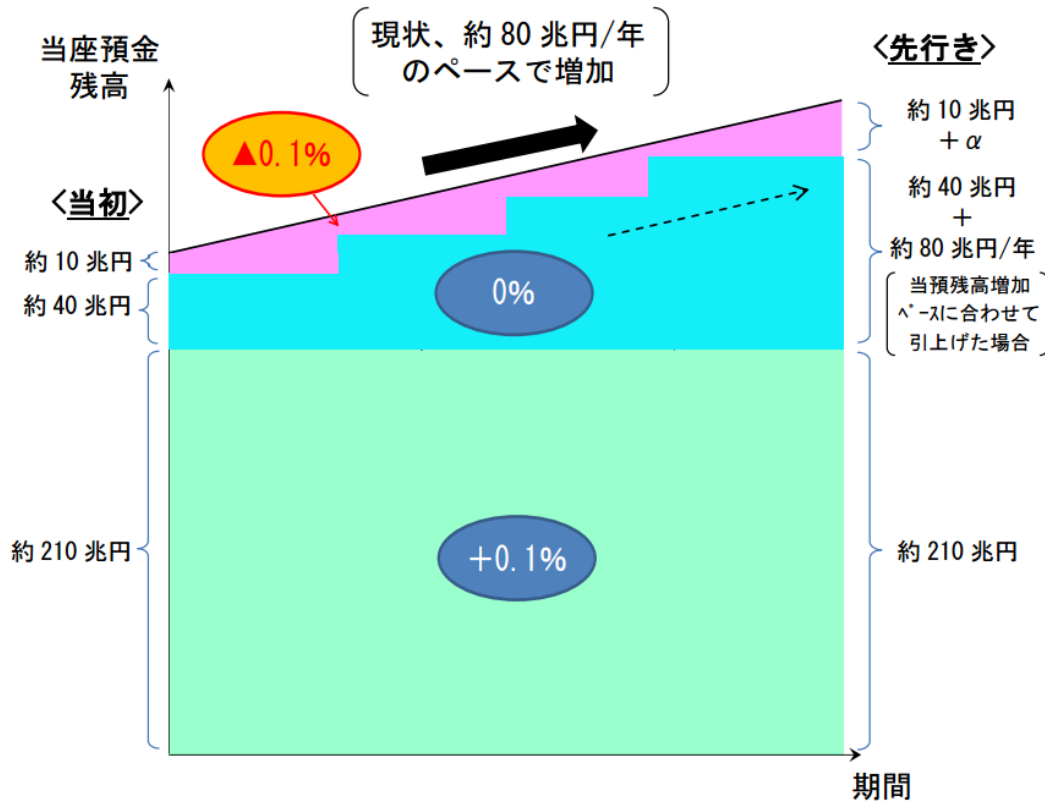
(政策判断の背景)

- ▶ 声明文や黒田総裁の記者会見によれば、マイナス金利の導入に至った要因は次の2点に集約される。
 - 1) 新興国経済への懸念の高まりや国際金融市場の不安定化が、企業のセンチメントを悪化させる惧れがある。その結果、インフレ期待の回復が遅延する惧れがある。
 - 2) マイナス金利の導入は「量的・質的金融緩和」の柔軟性を高め、サステナビリティに寄与する。
- ▶ インプリシットには次のような要因も推察される。
 - 1) 年初来に円高が進行したことで、マイナス金利政策に対する懸念が緩和される可能性がある。なぜなら、欧州の先行例において、マイナス金利については為替レートを通じる効果が特に意識されていたほか、追加緩和に伴う円安効果に対する国内外の懸念も後退していたとみられるからである。
 - 2) 国債買入れの一段の拡張可能性に関して懸念が生じていた可能性がある。このため、このオプションを温存したいと考えた可能性がある。
→こうした懸念は、2%目標の達成時期を再び延期したことによって、一段と強まっていた可能性がある。

3. 将来に向けた展望

■ マイナス金利政策 (2)

資料: 日本銀行



区分	説明
政策金利残高 (▲0.1%)	● 各金融機関の当座預金のうち、基礎残高とマクロ加算残高を上回る部分
マクロ加算残高 (0%)	● 以下a)~c)の合計額: a) 所要準備額に相当する残高 b) 金融機関が貸出支援基金および被災地金融機関支援オペにより資金供給を受けている残高 c) 基礎残高 × 掛目 (※) (※) 今後の政策委員会で決定
基礎残高 (+0.1%)	● 2015年1月~12月積み期間(基準期間)における平均残高までの部分

<現金保有額が大きく増加した場合の取り扱い>

- 金融機関の現金保有によってマイナス金利の効果が減殺されることを防止する観点から、金融機関の現金保有額が基準期間から大きく増加した場合には、その増加額を、(2)のマクロ加算残高(それを上回る場合には、(1)の基礎残高)から控除する。

3. 将来に向けた展望

■ マイナス金利政策 (3)

- ・ マイナス金利政策に関する初期の主な論点は、以下のように整理される。

政策効果と副作用 のトレードオフ

- ✓ 本スキームは、金融機関のコストを抑制しつつ、金利効果を発揮するように設計されたものである。こうした配慮は、既に当座預金残高が極めて多額となっている以上、重要な意味がある。
- ✓ もっとも、こうした配慮が必要である限り、マイナス金利が「量的・質的金融緩和」の潜在的限界を緩和する効果にも限界がある。

「量的・質的金融緩和」 の下での政策手段の 選択

- ✓ 日銀が多様な手段を具備することは、「量的・質的金融緩和」のサステナビリティに対する過度な悲観論を抑制する。
- ✓ もっとも、今後の「量的・質的金融緩和」における政策手段の選択の考え方や戦略は明らかでない。

コミュニケーションの 課題

- ✓ 日銀は、「量的・質的金融緩和」の柔軟性やサステナビリティを入手した引き換えに、もともと持っていた「シンプルさ」や「分かりやすさ」という特性を失った。この点はインフレ期待の形成にも影響しうる。
- ✓ 市場は、「量的・質的金融緩和」に関する「サプライズ」の連続に鑑み、黒田総裁の「スタイル」について学習すべきではないか。

3. 将来に向けた展望

■ マイナス金利政策 (3)

- ・ マイナス金利政策に関するその後の主な論点は、以下のように整理される。

「量的・質的金融緩和」の下での政策手段のconflict

- ✓ 国債のイールドカーブがフラット化した結果、国債買入れに最終的に「札割れ」が生ずるリスクが高まった。この点では、マイナス金利政策と国債買入れは相互に独立な政策手段ではない。
- ✓ それでも、日銀は国債利回りを一段と低下させさえすれば、「量的・質的金融緩和」は有用と主張しうる可能性もある。

コミュニケーション政策の課題

- ✓ 追加緩和が必要になった場合、マイナス金利、量的緩和、信用緩和を各々どの程度ミックスすべきかについて市場と理解を共有するのは難しい。
- ✓ 日銀も金融市場や金融機関も、最初のマイナス金利の導入に対するネガティブな反応がトラウマとなり、将来に適切な政策判断が妨げられるリスクもある。

金融市場や金融システムに対するマイナス金利の浸透

- ✓ MMFが広範に停止されたことは、資本市場を中心とする金融仲介がドミナントである金融システムにとって、マイナス金利の導入は思ったほど簡単でないことを示唆する。
- ✓ これに対し、銀行中心の金融仲介がドミナントである金融システムにとって、マイナス金利政策は、銀行の自己資本がクッションとなることで相対的に円滑な導入を可能とする面もある。

3. 将来に向けた展望

■ 最適な政策金利と技術的制約を巡る議論

考え方	内容	計測例
<p>最適金利に関する目安</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 景気中立的な実質金利(自然利子率、均衡実質金利、中立金利などと呼ばれる)を計測し、金融政策運営の目安とするもの。 <p>＜自然利子率と実際の実質金利の関係＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 現実の実質金利＞自然利子率⇒引締めの(デフレ圧力) ➢ 現実の実質金利＜自然利子率⇒緩和的(インフレ圧力) <ul style="list-style-type: none"> ● 複数の推計手法が提案されているほか、近年では複数年限まで拡張した推計もなされている。 	<ul style="list-style-type: none"> ・今久保他(2015) ・左三川他(2015) ・小田他(2003)
<p>技術的制約に関する目安</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● マイナス金利の実務上の下限として、現金保有に係るコストや、現金決済に係る社会的費用を目安とするもの。 ● リテール決済分野を中心に、大規模なサーベイ調査に基づく集計例が報告されている。 	<ul style="list-style-type: none"> ・IMF(2016) ・FRB(2010) ・Scmiedel et.(2012)

3. 将来に向けた展望

資料: International Monetary Fund, Swiss National Bank, 日本銀行

(参考) マイナス金利を導入した国や地域における現金利用

現金通貨の規模(2015年末)

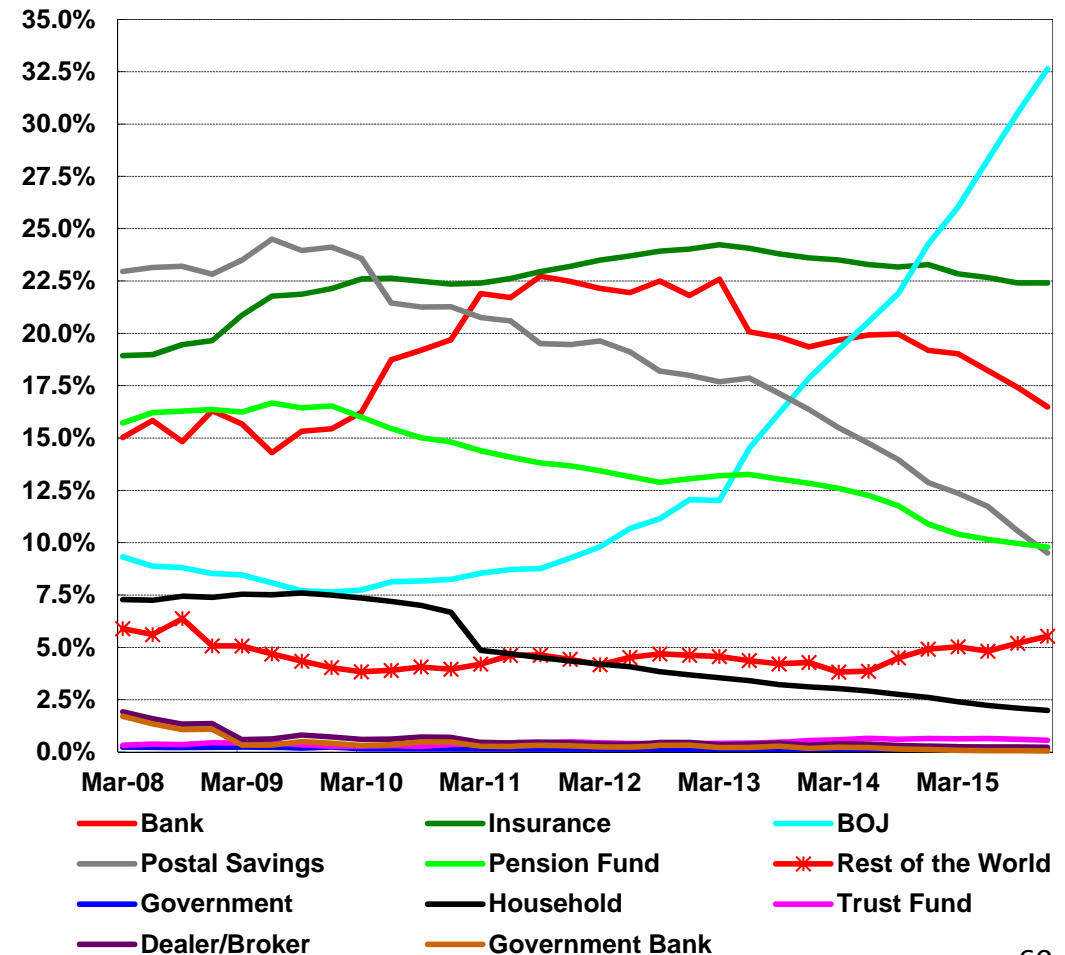
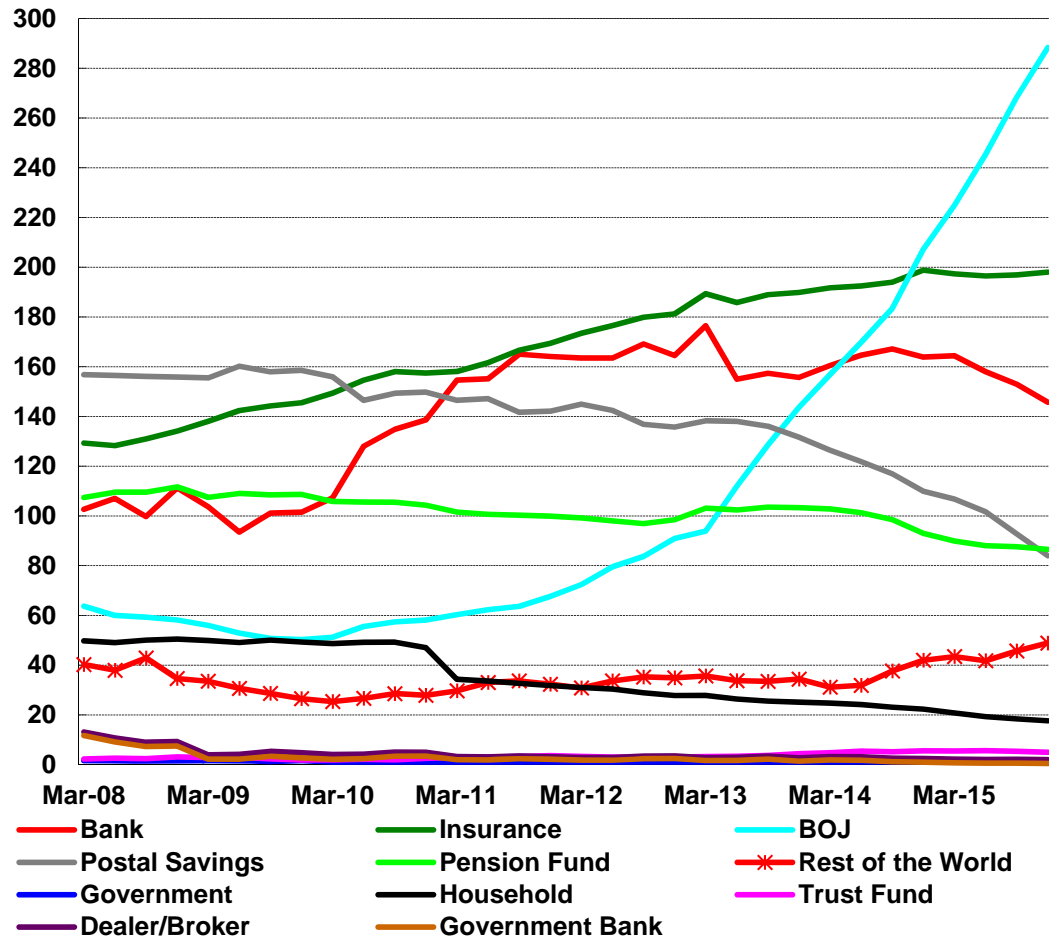
	ユーロ圏	スウェーデン	デンマーク	スイス	日本
a 現金通貨 (Billion NC)	1,086	72	69	69	100,242
b 名目GDP (Billion NC)	10,082	3,915	1,919	648	498,897
c M3 (Billion NC)	10,850	2,763	1,533	953	1,239,464
d=a÷b 経済規模に対する割合	11%	2%	4%	11%	20%
e=a÷c 貨幣流通高に対する割合	10%	3%	4%	7%	8%

3. 将来に向けた展望

■ 投資家別の国債保有(1)

- 「量的・質的金融緩和」の導入以来、日銀による国債保有は約190兆円増加し、シェアは約3倍となった。この間、ゆうちょ銀行(約54兆円)、銀行(約31兆円)、年金基金(約17兆円)などが保有残高を大きく減らした。なお、多くの主体が国債保有を減らす中で、外国人と生命保険による増加は緩やかに増加してきた。

＜左＞投資家別の国債保有残高(兆円), ＜右＞投資家別の国債保有シェア(%)



3. 将来に向けた展望

■ 投資家別の国債保有(2)

- 2015年度の最初の9ヶ月の間(4月から12月の間)に、日銀による国債保有は概ね安定的に増加した。この間、ゆうちょ銀行と銀行が国債保有を顕著に圧縮した。また、外国人投資家が、この間に限らず(小幅ながら)継続的な買い手となっていることも注目される。

各期中の増減額(兆円)

	1H in FY 2013	2H in FY 2013	1H in FY 2014	2H in FY 2014	1H in FY 2015	3Q in FY 2015
Postal Savings	-2.19	-9.60	-9.50	-10.11	-13.99	-8.80
Bank	-19.12	+3.12	+6.61	-3.97	-11.83	-7.24
Trust Fund	+0.48	+1.08	+0.36	+0.32	-0.12	-0.35
Insurance	-0.37	+2.77	+2.26	+2.66	-0.32	+1.13
Pension Fund	+0.40	-0.78	-4.25	-6.65	-2.08	-1.03
Non-bank FI	+0.11	-0.22	+0.04	-0.01	-0.12	+0.00
Dealer/Broker	+0.64	-0.17	-0.64	-0.34	-0.06	-0.14
Government Bank	+0.49	-0.33	-0.68	-0.35	-0.10	-0.12
BOJ	+34.62	+28.37	+26.55	+41.52	+43.33	+20.07
Government	-0.01	+0.02	-0.03	+0.05	+0.01	+0.03
Rest of the World	-2.19	-2.33	+6.51	+5.59	+2.37	+3.18
Non-Financial Corp	+2.04	+1.04	-0.98	-0.77	-0.00	-0.65
Household	-2.19	-0.85	-1.62	-2.32	-2.34	-0.82
Total (= Net Issuance)	+12.72	+22.15	+24.61	+25.58	+14.71	+5.27

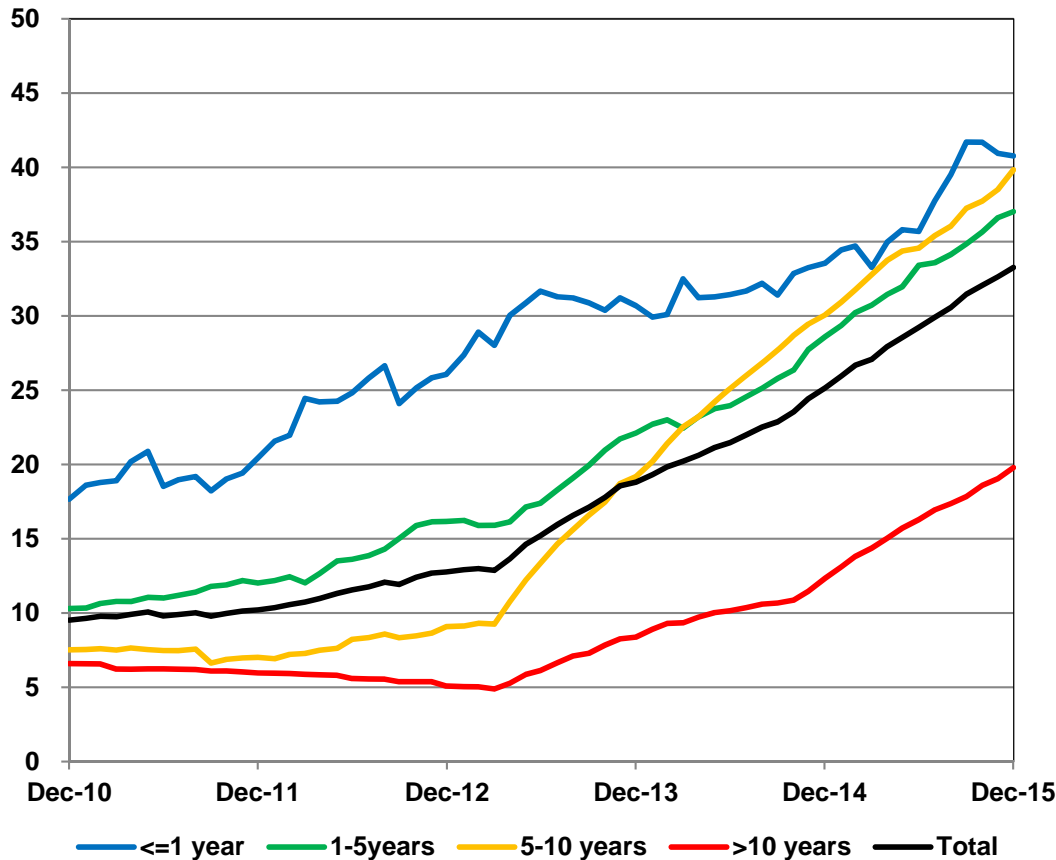
3. 将来に向けた展望

(参考) 日銀による国債保有の特徴(2015年末)

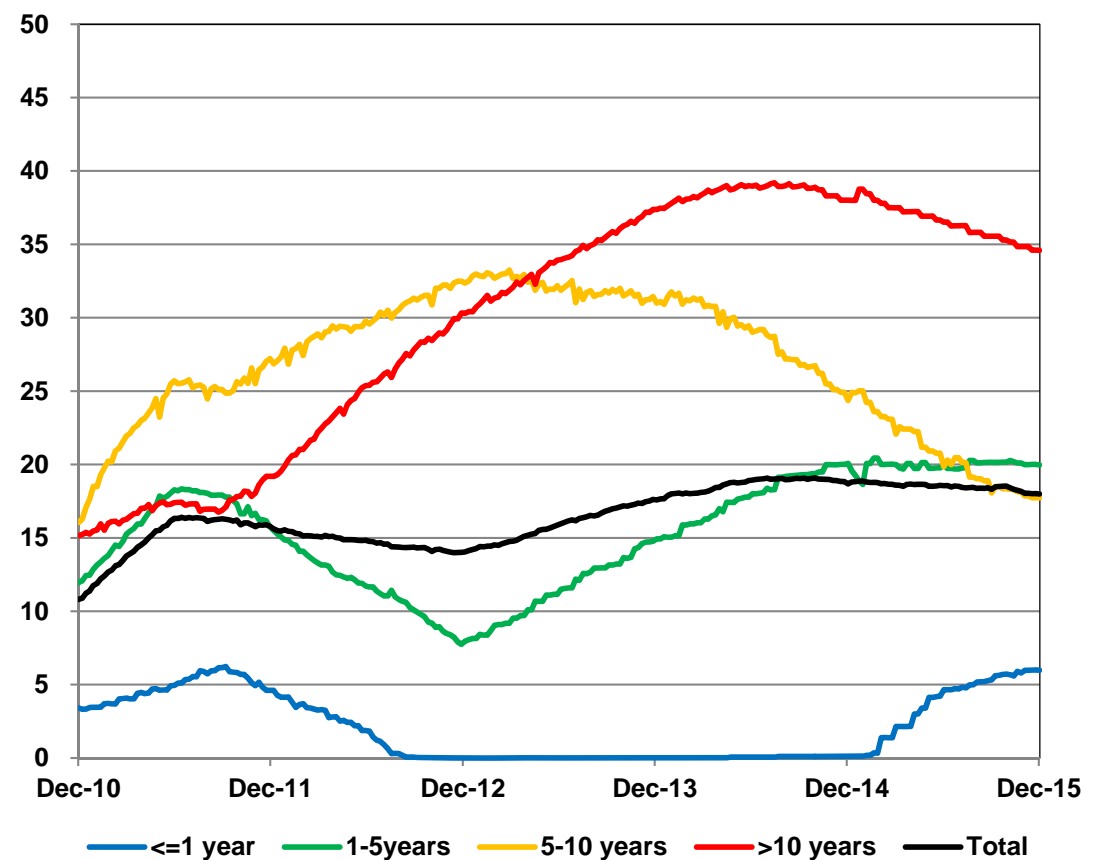
資料: 日本銀行、財務省, Board of Governors of the Federal Reserve System, Department of Treasury

- ・「量的・質的金融緩和」の下での多額の国債買入れの結果、国債保有全体で見た日銀のシェアは既に1/3に達し、米国債保有全体で見たFRBのシェア(2割弱)を大きく上回った。
- ーもっとも、日銀のプレゼンスは、10年超の国債において相対的に大きくない。

日銀による国債保有シェア (%)



FRBによる米国債保有シェア (%)



3. 将来に向けた展望

■ 補完的措置(2015年12月)

- ・ 昨年12月の金融政策決定会合で、日銀は「量的・質的金融緩和」を補完するための措置の導入を決定した。黒田総裁は、今後の政策運営における柔軟性を高めるためのものであると説明した。

主なポイント

国債買入れの平均残存期間の長期化

グロスの買入れ額増大に対応して、柔軟かつ円滑な買入れのため、平均残存期間を7-10年から7-12年程度に長期化する

適格担保の拡充

長期国債買入れに伴う適格担保の減少を踏まえ、外貨建て証書貸付債券を適格化するほか、住宅ローン債券の信託等を通じた担保受け入れを導入する

ETF買入れ枠の新設

年間3000億円の買入れ枠を新設し、設備・人材投資に積極的に取り組む企業の株式を対象とするETFを買い入れる。当面はJPX日経400に連動するETFを買入れ対象とする。

J-REITの買入れ限度額引上げ

銘柄別の買入れ限度額を、発行済投資口の5%以内から10%以内に引き上げる。

成長基盤強化支援資金供給の拡充

適格投融資として、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業を追加する。

3. 将来に向けた展望

資料: 日本銀行

(参考)国債買入れの方法

- ・「量的・質的金融緩和」の下での国債買入れについて、日銀は、市場関係者との対話をもとに細かな見直しを行っている。直近(2016年1月)には、残存1年～5年のゾーンと10年超のゾーンの買入れを増加させている。

国債買入れのガイドライン

	2015年10月改訂	2016年1月改訂	2016年3月改訂(現行)
金額	¥8tn to ¥12tn (could be flexibly managed)	(same)	(same)
対象銘柄	Fixed rate notes (2Y, 5Y, 10Y, 20Y, 30Y, 40Y), Floating rate notes, Indexed notes	(same)	(same)
内訳	(Fixed rate notes) Up to 1Y: ¥0.10tn to ¥0.30tn (auctions: 2 times) / month Over 1Y to 5Y: ¥2.4tn to ¥6.0tn (auctions: 6 times) / month Over 5Y to 10Y: ¥1.8tn to ¥3.6tn (auction: 6 times) / month Over 10Y: ¥1.25tn to ¥2.0tn (auctions: 5 times) / month	(Fixed rate notes) Up to 1Y: ¥0.10tn to ¥0.30tn (auctions: 2 times) / month Over 1Y to 5Y: ¥3.6tn to ¥6.0tn (auctions: 6 times) / month Over 5Y to 10Y: ¥1.8tn to ¥3.6tn (auction: 6 times) / month Over 10Y: ¥1.5tn to ¥3.0tn (auctions: 5 times) / month	(same) (same) (same) (same)
	Floating rate notes: ¥0.12tn / two months	(same)	Floating rate notes: ¥0.1tn/once
	Indexed notes: ¥0.02tn / two months	Indexed notes: ¥0.04tn / two months	Indexed notes: ¥0.04tn/once
	Auctions: 8 to 10 times/month (could be increased)	(same)	(same)
	買入れ回数	(same)	(same)
買入れ方法	Conventional	(same)	(same)

3. 将来に向けた展望

(参考) 国債発行計画(2016年度)

資料: 財務省

	FY2015	FY2016
Total Financed in the Market	154.2	152.2
Market Issuance	152.2	147.0
Non-Competitive Auction etc	2.0	5.2
For Households	2.1	2.0
Bank of Japan	10.4	8.0
Total	166.7	162.2

(¥tn)

	FY2015	FY2016
40-year bonds	2.0 (0.4 x 5)	2.4 (0.4 x 6)
30-year bonds	9.6 (0.8 x 12)	9.6 (0.8 x 12)
20-year bonds	14.4 (1.2 x 12)	13.2 (1.1 x 12)
10-year bonds	28.8 (2.4 x 12)	28.8 (2.4 x 12)
5-year bonds	30.0 (2.5 x 12)	28.8 (2.4 x 12)
2-year bonds	30.0 (2.5 x 12)	30.0 (2.3 x 12)
TB (1-year)	25.8	25.0
TB (6-month)	0	0
15-year floating bonds	0	0
10-year indexed bonds	2.0 (0.5 x 4)	2.0 (0.5 x 4)
Auctions for enhanced liquidity	9.6 (0.8 x 12)	9.6 (0.8 x 12)
Total	152.2	147.0

- 2016年度当初予算に沿って、財務省は147兆円(グロス)の市中発行を計画している
- 昨年度対比で5兆円強の発行減の背景としては、法人税収の増加見通しに加えて、前年度の前倒し発行の効果がある。

(「金融市場パネル」の資料: ホームページの掲載場所)

- 日本語版: <http://fis.nri.co.jp/ja-JP/fmp/fmp/discussion.html>
- 英語版: <http://fis.nri.co.jp/en/fmp/fmp/discussion.html>



2016年04月21日

株式会社野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部長

井上 哲也

金融ITイノベーション研究部 主任研究員

竹端 克利