

# 北欧では何が起こった？

大和総研シニアエコノミスト ● 菅野泰夫



デンマークで販売中の住宅。マイナス金利の住宅ローンも登場した

picture alliance/アフロ

日本に先駆けマイナス金利を導入している国はいくつか存在するが、中でもデンマークとスウェーデンはそのモデルケースとして知られる。人口1000万人にも満たない小国が世界中から注目されているのは、銀行・企業・家計の行動に、マイナス金利の影響が鮮明に表れたことにある。

デンマークは2012年7月に、先頭を切ってマイナス金利を導入した。14年4月にいったんは解除したが、同国の通貨クローネはユーロにプラスマイナス2.25%の変動幅を持ってペッグしているため、ユーロ圏がマイナス金利を導入して以降、14年9月に再度導入に踏み切った。

マイナス金利は国民にさまざまな影響を与えた。金融大手のダンスケバンクでは、傘下の銀行（Realkredit Danmark）がいち早くマイナス金利の住宅ローンを提供した（3年固定でマイナス0.0172%、ただし別途手数料が必要）。一方で預金金利は0.1%弱に低下し、大手企業からは預金口座の管理手数料を徴収している。実際の手数料は個別交渉で決まり、中小企業は部分的な徴収となっている。

実はデンマークでは、マイナス金利下でも収益を維持している銀行が多い。伝統的な銀行業務で資金利ザヤを稼ぐモデルから、資産運用や株式売買、M&A（企業の合併・買収）での手数料収入を得るモデルへの転換に成功したためだ。米銀の成功に倣い、ウェルスマネジメントに注力したドイツやスイスの大手行が、結局は高コスト体質を変えられず収益の低下に悩まされているのは対照的だ。

スウェーデンの中央銀行は、1668年

創立の世界最古の中銀であり、物価水準を目標とした金融政策を初めて導入するなど、大胆なアプローチで知られる。

スウェーデンは先進国でも高い貯蓄率を誇るが、7%と高い失業率が続き、シリアなど中東での紛争を契機に難民の流入が悩みの種となっている。景気悪化への警戒感は根強く、イングベス中銀総裁は、日本銀行のマイナス金利導入後の2月11日、政策金利を0.15%さらに引き下げ、マイナス0.5%とした。

同国では電子マネーが広く活用されている。大量の現金を使うとテロや犯罪を懸念して警察に通報されるほどキャッシュレス化が進んでおり、多額の現金を引き出すことはまれという。ゆえに副作用として警戒されていたタンス預金はほとんど増加しておらず、国民の多くがおカネをそのまま銀行口座に預金している。

それよりも問題視されているのは、行き過ぎた住宅ローン貸し出しの増加により、住宅価格高騰に歯止めが利かないことだ（右図）。中東からの難民流入もあり、首都ストックホルムでは欧州で一、二を争うペースで人口が増えていることも背景にある。スウェーデン中銀は、マイナス金利の副作用について懸念を示しており、政府に対して住宅ローン市場の改革を求め、融資拡大を続ける市中銀行を牽制し始めた。

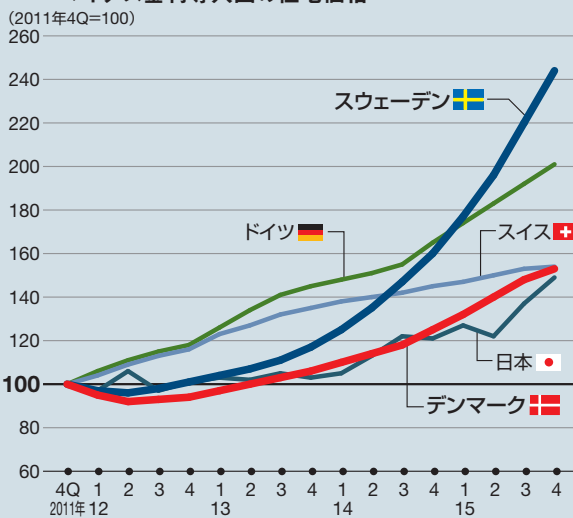
## ECBと対照的な姿勢

当初はインフレ目標の達成を第一に掲げていたスウェーデン中銀だが、ここに来て家計の過剰債務問題への対処など「金融安定化」を重視している。インフレ目標に固執するECB（欧州中央銀行）とは対照的といえる。

スウェーデンではマイナス金利導入後、インフレ率はほぼゼロである一方で、GDP（国内総生産）成長率が向上した。国民の間にも、住宅高騰の副作用を除けばマイナス金利を歓迎する論調が多い。その中で中銀の政策目標も変わりつつある。先進性で名高いスウェーデン中銀の動きは、今後の金融政策の方向性を見るうえで重要になるだろう。

■ すぎの・やすお ● 1999年大和総研入社。資本市場調査部（現、金融調査部）などを経て、2013年からロンドンリサーチセンター長。

■ スウェーデンの住宅価格は2.4倍に上昇した  
— マイナス金利導入国の住宅価格 —



（出所）トムソン・ロイターのデータを基に大和総研作成