

2016年2月24日 全14頁

日本経済見通し：日銀によるマイナス金利導入の影響をどう捉えるか？

海外発で日本経済の下振れリスクが強まる

エコノミック・インテリジェンス・チーム

執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 長内 智
エコノミスト 岡本 佳佑
エコノミスト 小林 俊介
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之

[要約]

- 海外発で景気下振れリスクが強まる: 2015年10-12月期 GDP 一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2015 年度が前年度比+0.7% (前回: 同+1.0%)、2016 年度が同+0.9% (同: 同+1.5%)、今回新たに予測した 2017 年度が同▲0.1%である。足下で日本経済は踊り場局面が継続しているものの、先行きに関しては、①在庫調整の進展、②原油安、③実質賃金の増加、④補正予算の編成、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう (→詳細は、熊谷亮丸他「第188回 日本経済予測」(2016年2月23日)参照)。
- 日銀によるマイナス金利導入の影響をどう捉えるか?: 日本に先駆けて導入された、欧州のマイナス金利は、実体経済に直接的な好影響を与えたとは明言し難いものの、金融市場には一定のインパクトを与え、株高による資産効果や通貨安による輸出増などを通じて、間接的に実体経済を押し上げたとみられる。しかし、日本においてはマイナス金利導入後、折悪しく、世界経済の先行き不透明感が強まったため、株高や通貨安が示現しておらず、現時点では、欧州で見られた、金融市場を通じた経済に対する間接的な押し上げ効果は期待しづらくなっている。他方、当社の試算では、金利の低下は金融機関や企業、家計といった民間部門に恩恵をもたらす。金融機関には国債売却益の増加、企業や家計にとっては貸出金利や住宅ローン金利の低下が好影響を与えると予想される。

1. 海外発で日本経済の下振れリスクが強まる

海外発で日本経済の下振れリスクが強まる

2015年10-12月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2015年度が前年度比+0.7%（前回：同+1.0%）、2016年度が同+0.9%（同：同+1.5%）、今回新たに予測した2017年度が同▲0.1%である。足下で日本経済は踊り場局面が継続しているものの、先行きに関しては、①在庫調整の進展、②原油安、③実質賃金の増加、④補正予算の編成、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう（→詳細は、熊谷亮丸他「第188回 日本経済予測」（2016年2月23日）参照）。

2015年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%（前期比▲0.4%）

2015年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%（前期比▲0.4%）と、市場コンセンサス（前期比年率▲1.3%、前期比▲0.3%）を小幅に下回ったものの、概ね想定内の結果となった。実質GDPのマイナス成長は2四半期ぶりである。設備投資の持ち直しが続く一方で、個人消費、住宅投資、在庫投資、輸出など幅広い項目が減少して全体を押し下げた。総じて見ると、これまでの当社の見方通り、日本経済は「踊り場」局面が続いていると判断できる。

先行きの日本経済は、明確な牽引役が不在で下振れリスクを抱えた状態が続く公算

当社のメインシナリオとして、先行きの日本経済は、良好な雇用および所得環境の改善を背景とする個人消費の回復などがプラスに作用すると想定しているものの、明確な牽引役が不在で下振れリスクを抱えた状態が続く公算が大きい。特に、中国経済の下振れ、米国の「出口戦略」などを背景とするグローバル金融市場の動揺、「リスクオフ」の進行に伴う円高・株安など、わが国の景気下押しリスクが足下で急速に高まっている点には注意が必要である。なお、GDP統計では「うるう年」調整が行われないため、例年より1日多い2016年1-3月期はやや強めの数字が出やすい傾向がある点に留意したい。

個人消費は、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景に、底堅く推移すると見込む。所得面について確認すると、毎月勤労統計で見る実質賃金は、サンプル替えの要因などもあって2015年夏場から冴えない動きが続いたものの、足下で下げ止まりの兆しが出ており、雇用者数の増加傾向を考慮したマクロの実質雇用者所得（＝実質賃金×雇用者数）は底堅く推移している。また、良好な雇用環境や最低賃金の引き上げなどによって、パート・アルバイトの賃金は緩やかな上昇傾向が続いていることに加え、消費者物価上昇率の低下を通じた実質賃金の押し上げ効果が継続する見込みであることも個人消費を下支えする要因になるとみている。他方、2015年度に16年ぶりのプラスとなった年金改定率が2016年度は据え置きと決定されたことや、2016年春闘における賃金改定率が2015年（最終集計結果、前年比+2.20%）よりも縮小する公算が大きくなっている点には注意する必要がある。

住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数が弱含んでいることから、当面冴えない推移が続くことになろう。最近の住宅着工戸数については、建設コストおよび販売価格の上昇に加え、2015年に発覚したマンション施工におけるデータ偽装問題などが重石となっている。しかし、

雇用・所得環境の改善や歴史的低水準の住宅ローン金利に加え、2016年度以降は、2017年4月に予定されている消費税の増税を見据えて住宅購入を検討する世帯が徐々に増加し始めることから、住宅着工戸数は増加基調に転じるとみている。住宅着工から時間的なラグを伴って住宅投資も増加傾向に復する見込みである。

公共投資は、過去の経済対策による下支え効果が徐々に剥落する中で、緩やかな減少傾向が続くと予想する。すでに、先行指標である請負金額および受注金額が弱い動きとなっており、基調としては、それに沿った形で推移すると考えている。

輸出は、欧米経済の底堅さや堅調なサービス輸出などを背景に、強弱入り混じりながらも緩やかに持ち直すと考えている。ただし、海外経済の下振れリスクが高まっている中で、資源価格の急落や過剰生産能力に起因する世界的な工業部門の不振や、スマートフォン向け電子部品・デバイスの海外出荷が一旦減少する見込みであることなどを勘案すると、財の輸出が明確な増加基調に転じるのは今春以降にずれ込む公算が大きい。米国では家計部門を中心に底堅い景気拡大が続いているため、耐久消費財を中心に米国向け輸出の反転が見込まれる。欧州経済については、原油価格下落やECB（欧州中央銀行）による金融緩和政策の効果を受けて、個人消費を中心に持ち直しの動きが見られ、欧州向け輸出も振れを伴いつつ緩やかな増加基調が続くと考えている。アジア向け輸出は、前述のスマートフォン向け電子部品・デバイス関連や、中国の過剰生産能力に起因する鉄鋼などの素材関連が引き続き重石となり、力強さに欠ける推移が続くだろう。景気の減速が続く中国に関しては、金融緩和政策や自動車販売促進策に伴う実体経済の底上げ効果が個人消費やサービス部門などで確認され始めており、消費財を中心として一段の需要減少は回避されるとみている。

設備投資は、過去最高水準の企業収益などを背景とする更新投資の増加が支え役となり、緩やかな持ち直しが継続すると見込む。日銀短観などの設備投資計画調査では、非製造業を中心に前向きな姿勢が引き続き示されており、更新投資や省人化・省エネ化投資などが期待される。ただし、これまで同様、当社は企業マインドが製造業で実態よりやや強気であるとみており、今後の下振れリスクに注意する必要があると考えている。これは、中国をはじめとする新興国経済の減速や海外の企業部門の弱さなどを受けて財の輸出が停滞し、個人消費の回復ペースも冴えない中で、製造業を中心に設備投資を先送りする企業が増える可能性が高まっているためである。

世界同時不況は回避できるのか？

世界経済の長期的なサイクルを踏まえつつ現状を俯瞰すると、「先進国の民間需要の回復が未だ極めて緩慢であるにもかかわらず、財政緊縮・金融引き締めがスタートしてしまっている」ことこそが、世界的な景気停滞感の根幹にある。今後の世界経済・金融市場下げ止まりに向けたカギは、伊勢志摩サミットを睨んだ、先進国と中国などによる政策協調である。新興国や資源国の経済が減速する中で、世界経済の成長は、新興国頼みから脱却して、先進国が牽引役にならざるを得ない。中国が資本規制導入などにより人民元切り下げを回避すると同時に、先進国は金融政策の発動余地が限定的な一方で、積極財政政策を打ち出す余地があるだろう。

2. 日銀によるマイナス金利導入の影響をどう捉えるか？

2.1 欧州におけるマイナス金利導入の影響

1月29日、日本銀行が“マイナス金利付き量的・質的金融緩和”の導入を決定した。数日前の参院予算委員会で、黒田総裁がマイナス金利の導入を否定していたため、1月の会合でマイナス金利が導入されると予想する向きは少なく、金融市場ではサプライズだと受け止められた。

世界を見渡せば、マイナス金利を導入したのは日銀が初めてではない。マイナス金利政策はユーロ圏やスウェーデン、デンマーク、スイスが導入済みであり、日本は遅れてその仲間入りを果たした。マイナス金利は、日本経済にどのような影響をもたらすのか。本節では日本に先駆けてマイナス金利を導入したユーロ圏、スウェーデン、デンマーク、スイスにおける実体経済や金融市場への影響を分析した後、マイナス金利導入が日本経済に与える影響について考察する。

2.1.1 実体経済面での直接的な好影響は確認できず

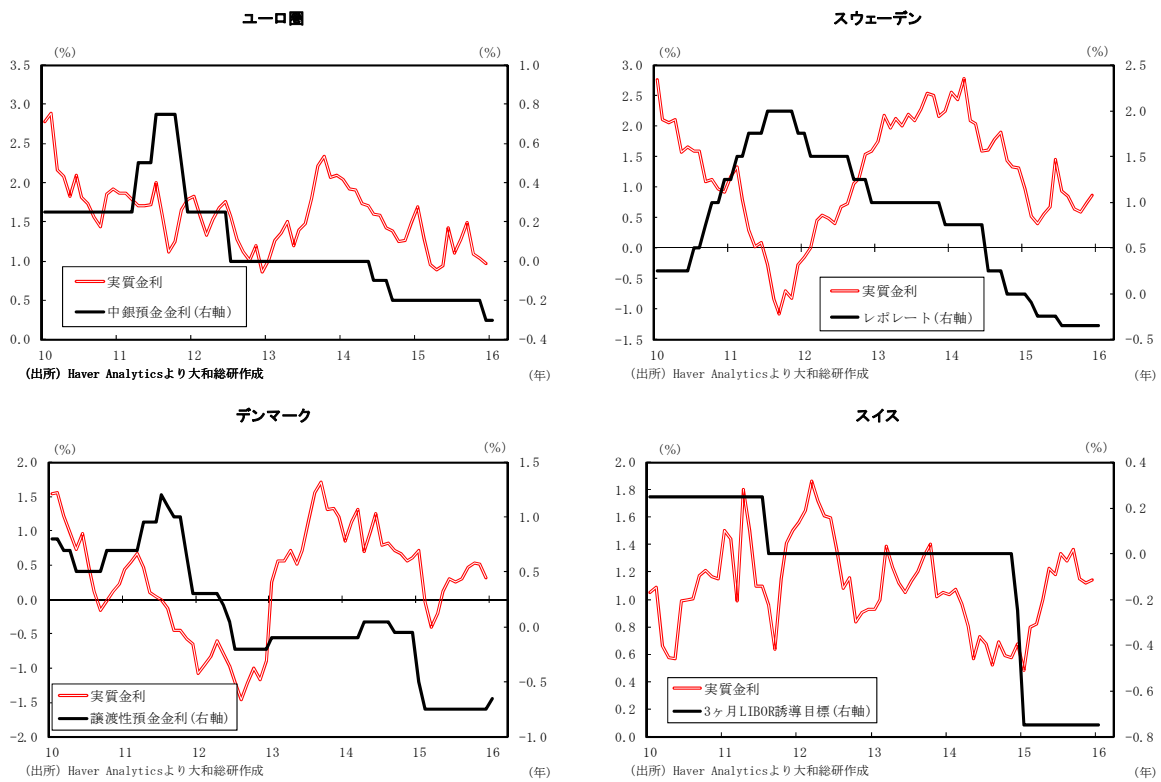
一般論として、中央銀行は政策金利を引き下げることを通じて実体経済や金融市場に一定の影響を与えることができる。例えば、実体経済に対しては金利感応度が高い耐久財の消費増加や、資金調達コストの低下による設備投資の増加といった、直接的な効果が期待される。また、金融市場では投資家が相対的に投資妙味の薄れた国債などの保有を減らし、株式や社債、貸出といった、よりリスクの高い資産への投資を積極化させる動きが強まる効果などが期待できる。

最初に、欧州各国における実体経済への影響について分析したい。**図表 1**は、物価動向を勘案したうえでの金利の負担感を表す実質金利と、各国政策金利の動向を示したものである。ここでは、実質金利は便宜的に名目金利（10年国債利回り）からインフレ率（CPI上昇率）を差し引いて算出している。欧州ではマイナス金利の導入に伴い名目金利が低下したため、実質金利にも低下圧力がかかっているはずである。しかし、2014年夏場から継続するエネルギー価格下落の影響で、インフレ率は各国で低位、あるいはマイナス圏で推移していることから、実質金利は低下しているものの、依然としてプラス圏にとどまっている。

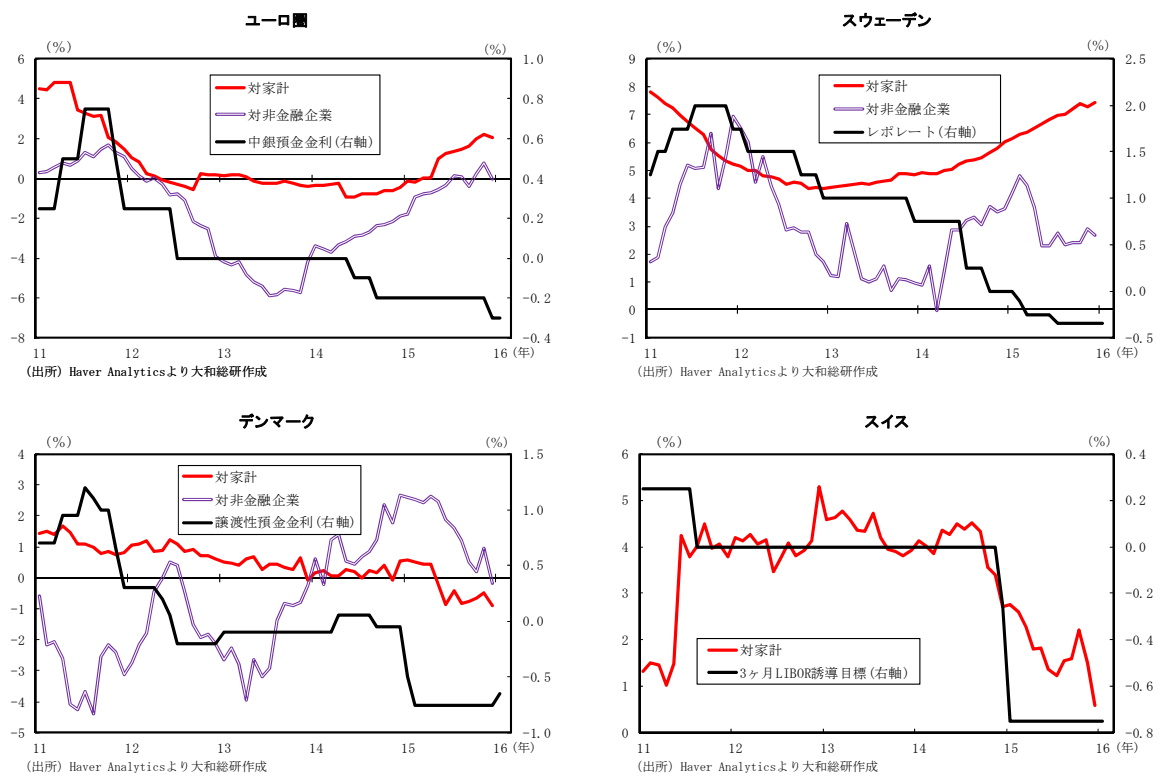
こうした実質金利の動向とも関連して、各国の銀行貸出は増勢に欠けている（**図表 2**）。ユーロ圏やスウェーデンでは、対家計および対非金融企業向けの貸出が増加基調にある。しかし増加基調はマイナス金利導入以前の金利引き下げ局面から継続している。特に、ユーロ圏においては、マイナス金利導入後に量的緩和策も導入されているため、貸出の増加が純粋にマイナス金利の導入によるものであるか否かを判別することは困難だ。また、マイナス金利を導入したものの、実質金利が上昇基調にあるデンマークやスイスでは、貸出の伸び率が低下傾向にあり、デンマークでは対家計、対非金融企業向けの貸出がいずれも前年比でマイナス圏に沈んでいる。

金利の低下は貸出の増加を支える一因となっているものの、他方で金利の負担感が緩和されていないことが一段の貸出増を阻害する要因になっている可能性がある。このように、欧州では、実質金利の低下やそれに伴う貸出の増加といった実体経済への直接的なプラス効果は、明確には表れていない。

図表 1 : 各国・地域の政策金利と実質金利の推移



図表 2 : 各国・地域の政策金利と貸出（前年比）の推移



2.1.2 マイナス金利導入で為替・株式市場は動意づく

次に、欧州でマイナス金利の導入が金融市場に与えた影響について考察する。**図表 3** は、各国・地域の 10 年国債利回りを横軸に、実質実効為替レートを縦軸にとったものである。実質実効為替レートとは、各国・地域の物価動向や仕向地別の貿易ウエイトなどを考慮したうえで、通貨の実力を測る指標であり、数値が高くなるほど通貨が増価したこと、低くなるほど減価したことを表す。すなわち、**図表 3** の場合、グラフが右に行くほど金利が低下し、上に行くほど通貨が増価したことを示している。

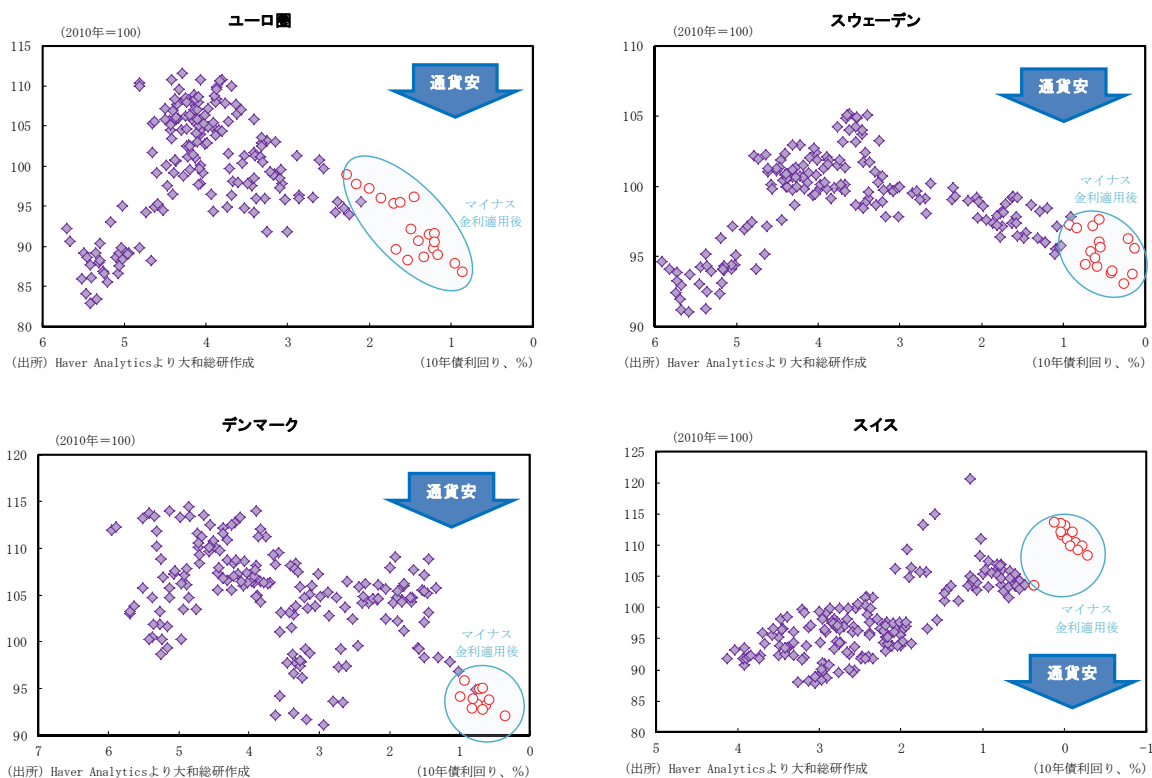
中央銀行がマイナス金利を導入したことにより、各国・地域の長期金利に低下圧力が加わったため、図表中の点は左から右へとシフトした。同時に、ユーロ、スウェーデン・クローナ、デンマーク・クローネの実質実効為替レートが減価し、点が上から下へとシフトしたことが見て取れる。マイナス金利の導入後、他通貨との金利差が拡大したことが通貨安につながったものとみられる。なお、デンマーク・クローネはユーロとの為替変動幅を一定範囲内とするユーロペッグ制を採用しているため、ユーロの実質実効為替レートと同様の動きをすることは付言しておきたい。

一方、スイス・フランについては実質実効為替レートが増価した。スイス・フランは 2015 年 1 月まで、事実上ユーロペッグしていたことから、マイナス金利を導入した 2014 年 12 月当時、スイス・フランは実力よりも割安に評価されていた可能性がある。このため、スイス国立銀行が 2015 年 1 月に事実上のユーロペッグを解除すると、スイス・フランは対ユーロで大幅に増価することとなった。こうした事情が、中銀によるマイナス金利導入にもかかわらず、スイス・フランの実質実効為替レートが増価したことの背景にあると考えられる。

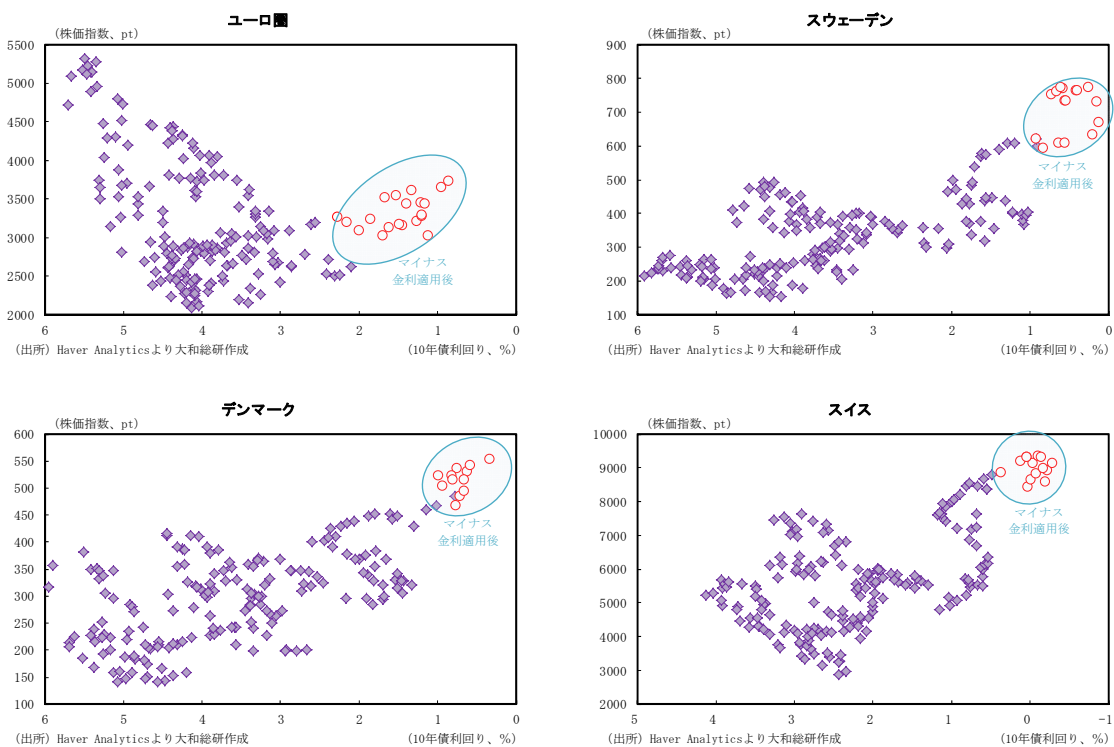
最後に、マイナス金利導入後の株式市場の動向についても触れておきたい。**図表 4** は 10 年国債利回りを横軸にとり、各国・地域の代表的な株価指数の水準を縦軸にとったものである。マイナス金利導入による 10 年国債利回りの低下と同時に、株価指数が明確に上昇したことが見て取れる。ニュースやイベントに反応しやすい株式市場にとってマイナス金利の導入は格好の買い材料であったことから、いずれの国・地域においても共通の反応が現れたものと考えられる。

以上のように、欧州では総じてマイナス金利導入の結果、金融市場は動意づき、通貨安・株高の進行が観察された。

図表 3 : 各国・地域の 10 年国債利回り と実質実効為替レート



図表 4 : 各国・地域の 10 年国債利回り と株価指数



2.1.3 低金利下で保険・年金が債券買い、非金融企業や家計が株式購入を積極化

マイナス金利の導入によって、欧州各国・地域の金融市場が動意づいたことはすでに指摘した通りであるが、どの投資主体の動きが活発化したのだろうか。マイナス金利を導入した4つの市場の中で、最も市場規模が大きく、流動性も高いユーロ圏における主要投資主体別の資金フローの動向について分析していきたい（**図表5**）。

結論から述べると、欧州では金融機関や家計が債券投資を減少させたものの、債券投資を継続的に行っている保険・年金がその受け皿となった。一方、非金融企業や家計は株式投資を活発化させており、そのことが欧州株の上昇要因となった模様である。

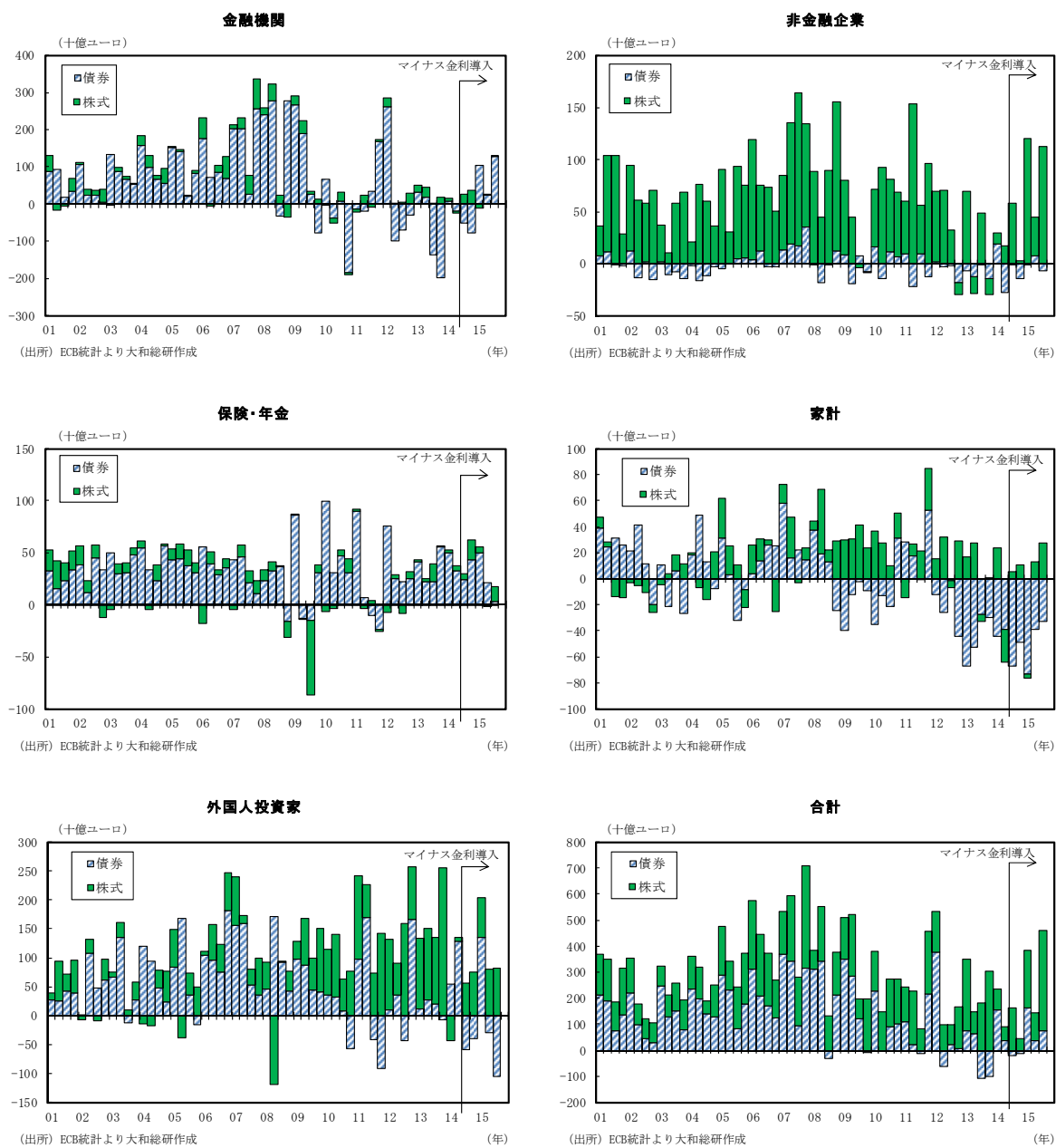
投資主体別の債券・株式への資金フローを検証するにあたり、まずは金融機関の動向から見ていくこととする。金融機関はリーマン・ショック前までは債券投資を積極化させていたが、その後は債券投資が縮小していることが分かる。金融危機後の規制強化や、それに続いた欧州債務危機の発生によって、銀行を中心とした金融機関がかつてのような積極投資が行えなくなったことなどが背景として挙げられる。さらに2011年半ば以降は、金利が一段と低下し始めたことで、金融機関のリスクテイク能力も低下しており、かつてのような積極的な債券投資は行われていない。

一方、債券を購入し続けているのが保険・年金である。保険・年金は長期かつ安定運用を重視する主体であり、その投資スタンスには金利低下前後で変化が見られない。また、債券の利回りが低下したことなどを背景に、家計部門でも債券から資金が流出しており、保険・年金はその受け皿ともなった模様である。

非金融企業はマイナス金利の導入後、株式投資を積極化させたことが見て取れる。しかし、ユーロ圏で設備投資が大きく伸びていないことに鑑みると、こうした非金融企業の投資行動は、先行きのユーロ圏の景気回復に自信が持てず、成長に向けた設備投資を手控える一方で、M&Aなどのための株式投資にシフトしていることを反映しているとも考えられる。

また、家計については、マイナス金利導入前後で投資スタンスがわずかに変化している。家計では債券に代わって、株式の比重を増加させる動きが見られる。債券利回りが低下したことで、利子収入の魅力が薄れた債券への投資を手控えるようになった一方で、マイナス金利や量的金融緩和の導入で株価の上昇基調が続いたため、株式投資が選好されることになったものと推測される。

図表 5 : ユーロ圏 主要投資主体別の債券・株式への資金フロー



2.1.4 マイナス金利導入が欧州経済に与えた影響に関する定量分析

ここで、当社は、欧州各国・地域の中央銀行がマイナス金利を導入したことに伴う金融市場における変化（長期金利、為替、株価の変動）が、実体経済にどのような影響を与えたかという点について、定量的な分析を試みた。**図表 6** はマイナス金利導入後、9 ヶ月間の金融市場の変化が実体経済および CPI に与えた影響を試算したものである。

資産効果による消費増加、通貨安による輸出増加がユーロ圏の実質 GDP 押し上げに寄与

実質 GDP への影響については、①株価変動による個人消費の変化、②名目為替レートの変化に伴う輸出および輸入の変化、の 2 つを合計して、実質 GDP がどの程度押し上げられたかを推計した。

試算結果によると、個人消費による押し上げ効果が最も大きかったのはユーロ圏であった。2014 年 6 月のマイナス金利導入後、2015 年 3 月に量的緩和策を導入したことなども相俟って、株価が上昇した結果、資産効果発生に伴う個人消費の増加が実質 GDP を押し上げることとなった。一方、スウェーデンは個人金融資産に占める株式の比率が高いにもかかわらず株価が下落したため、ユーロ圏とは対照的に逆資産効果が発生し、個人消費の減少が実質 GDP を押し下げた。

為替面では、名目為替レートの下落を通じた輸出の増加で GDP が押し上げられたのがユーロ圏とデンマークである。これらの地域においては、名目為替レートの下落で輸入が減少したことも実質 GDP の押し上げに寄与したとみられる。一方、2015 年 1 月にユーロ安・スイス・フラン高を抑制するために実施していた無制限介入策を停止したスイスでは、スイス・フランの名目実効為替レートが増価した結果、実質 GDP に対して輸出が大幅なマイナス寄与となった。

結果として、株高・通貨安の恩恵を受けたユーロ圏およびデンマークでは、マイナス金利導入後 9 ヶ月間で実質 GDP を引き上げる効果があったと推定される一方で、スウェーデンとスイスでは金融市場が逆の動きとなり、実質 GDP に対してマイナスに寄与したとみられる。

GDP ギャップの改善が CPI を押し上げる効果をもたらす

次に、マイナス金利政策の導入が CPI に与えた影響についても考察しておきたい。

CPI への影響については、フィリップス曲線を推計したうえで、上記で算出された GDP の押し上げ効果が需給ギャップの改善を通じて、CPI を押し上げた度合いを推計し、これを GDP ギャップの改善が与える CPI への影響とした。

推計結果を見ると、特にユーロ圏において CPI が大きく押し上げられていることが分かる。他国と比較して GDP が大きく増加したため、GDP ギャップのマイナス幅の縮小度合いも大きくなったことが、CPI をより大幅に押し上げる要因となった。一方、GDP の押し上げ効果が見られなかったスイスでは、逆に GDP ギャップが拡大しており、CPI にはマイナスに寄与している。

図表 6：マイナス金利を導入して 9 ヶ月後における金融市場の変化および実体経済、CPI への影響

			ユーロ圏	スウェーデン	デンマーク	スイス
金融市場 の変化	長期金利	(%pt)	▲1.06	+0.04	▲0.23	▲0.45
	為替 (注1)	(%)	▲10.05	+1.70	▲2.85	+8.11
	株価	(%)	+14.53	▲9.16	+23.89	▲5.23
実体経済 への影響	個人消費	(%)	+0.20	▲0.58	+0.04	▲0.02
	輸出 (注2)	(%)	+1.76	—	+0.48	▲0.97
	輸入	(%)	▲1.69	+0.04	▲1.13	+0.05
	実質GDP	(%)	+2.19	▲0.04	+1.42	▲0.24
GDPギャップの改善 が与えるCPIへの影響		(%pt)	+0.59	▲0.01	+0.08	▲0.09

(注1) 為替は名目実効為替レート。マイナス表示は通貨安を示す。

(注2) スウェーデンの輸出に関しては、本来想定される効果が検出されなかったため、実質GDPに対する影響はゼロとして効果を試算した。

(出所) Bloomberg、Haver Analytics、OECD統計より大和総研作成

2.1.5 日本では欧州で見られた金融市場からの波及効果は当面期待薄？

マイナス金利導入の影響に関して、欧州の経験から得たインプリケーションをまとめると以下の通りである。

マイナス金利の導入は貸出の増加などにはつながっておらず、直接的に実体経済を押し上げる効果は明確には見られなかった。しかし、実質実効為替レートを見るとマイナス金利を導入した国・地域の通貨は減価し、株式市場では株価が上昇するといったように、金融市場においては一定のインパクトがあったことが認められる。こうした金融市場への好影響が輸出の増加や、資産効果を背景とする消費の増加を通じて、間接的にプラスの効果を実体経済にもたらした可能性がある。

日本においても、日銀がマイナス金利を導入し、更なる金利引き下げも辞さないとの姿勢を示したことが好感され、発表直後はドルなどに対して円が下落し、TOPIX が大幅高となるなど、金融市場は好意的に反応した。そのまま欧州の事例と同様に、マイナス金利の導入によって円安・株高効果が継続した場合には、輸出の増加や資産効果による個人消費の増加など、実体経済にプラスの影響が見られることも期待できただろう。しかし、折悪しく、足下では世界経済の先行き不透明感が一段と強まった結果、リスク資産を売る動きが加速しており、為替市場では円高が進行し、株式相場も盛り上がり欠けている。このため、現時点で日本においては、欧州で見られた金融市場を通じた実質 GDP に対する間接的な押し上げ効果の発現は期待しづらくなっているものと考えられる。

2.2 マイナス金利導入が日本経済に与える影響に関する定量分析

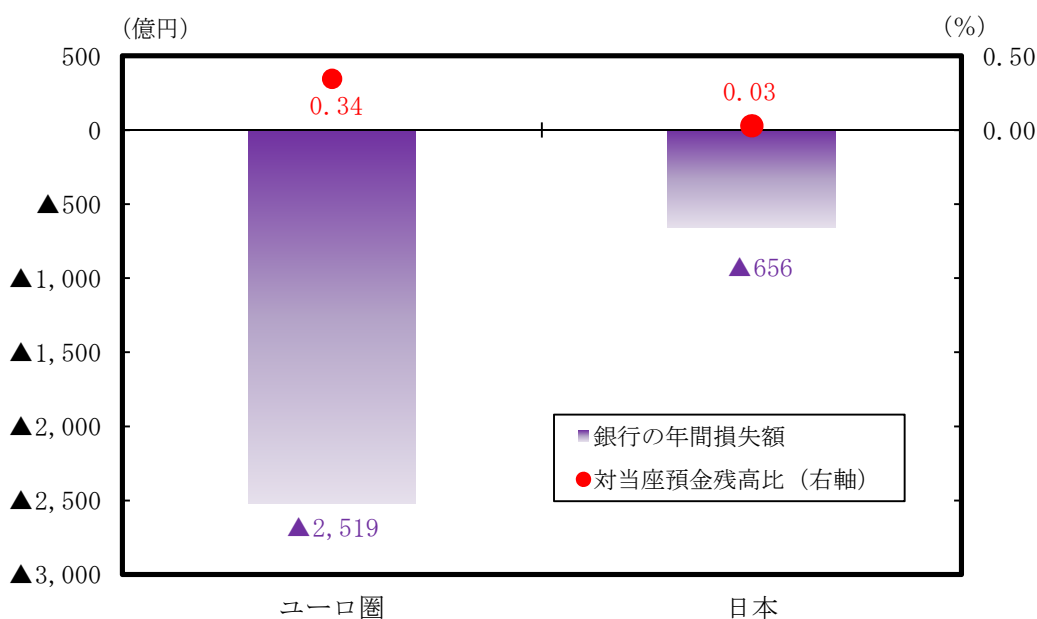
2.2.1 日本の銀行がこうむる損失額はユーロ圏の銀行よりも小さい

マイナス金利の導入が日本経済に与える効果として、懸念されているものの一つが銀行セクターの業績に対する悪影響である。従来、日銀の当座預金には+0.1%の付利があったため、民間銀行は当座預金に預ければ無リスクで収益を上げることができた。しかし、今回当座預金の一部にマイナス金利が適用されるようになったことで、損失発生リスクを抱えることとなった。図表7は、当座預金へのマイナス金利の適用によって、ユーロ圏および日本の銀行がこうむる年間損失額の推計結果である。

ユーロ圏では、金融機関の当座預金から所要準備額を差し引いた超過準備などに対して政策金利の一つである中銀預金金利（▲0.3%）が課せられる。2016年1月時点の残高をベースに計算すると、欧州の銀行が1年間でこうむる損失額は2,519億円となる。これは対当座預金残高比で見ると0.34%に相当する。

次に、日本の銀行に発生する損失額を試算してみよう。日銀によると、2016年1月時点（準備預金積み期間の平均残高、銀行分）で+0.1%の金利が適用される基礎残高は約188兆円、0%の金利が適用されるマクロ加算残高は約23兆円、そして▲0.1%の金利が課せられる政策金利残高は約21兆円となっている。これを基に計算すると、今回の政策変更で日本の銀行がマイナス金利導入前と比較して失うこととなる金額は年間656億円となる。これは当座預金残高比で0.03%にすぎず、ユーロ圏の銀行に発生する損失と比べると、そのインパクトは軽微だと言えるだろう。

図表7：マイナス金利が適用される中銀当座預金に預けることに伴う銀行の年間損失推計額



(出所) Haver Analytics、ECB、日本銀行統計より大和総研作成

2.2.2 マイナス金利が民間部門全体に与える影響はプラス

図表 8 は、日銀が導入を決定したマイナス金利により、日本の「金融機関」、「企業」、「家計」という 3 つの民間部門の経済主体が受ける影響に関する試算結果である。結論から述べると、マイナス金利の導入は民間部門の各経済主体に恩恵をもたらすものと考えられる。

本試算で想定したケースは 3 種類だ。「ケース①」は足下の 10 年国債利回りの水準（2/12 時点： $+0.08\%$ ）が継続した場合、「ケース②」は長期金利がさらに低下し、10 年国債利回りが 0% となった場合、「ケース③」は 10 年国債利回りが $\blacktriangle 0.1\%$ まで低下した場合、である。具体的には、企業向けの預金金利については大口預金金利、家計向けの預金金利は普通預金金利、企業向けの貸出金利は貸出預金金利、住宅ローン金利は住宅金融支援機構の基準金利を利用し、これらと 10 年国債利回りとの弾性値を測定することで影響額を算出した。また、金融機関による日銀への国債売却益については、日銀が拡大させるとしているマネタリーベースの年間 80 兆円のうち、9 割に相当する 72 兆円分の 10 年国債を、金融機関が売却するものと仮定し、上記利回りのケースにおける国債価格を算出したうえで、計算した。なお、家計が保有する住宅ローンには公的金融機関からの借入も含まれるため、金融機関の貸出金利、住宅ローン金利の低下と、企業・家計の貸出金利、住宅ローン金利の低下の合計は一致しない。

金融機関には、すでに指摘した通り、金融政策の変更に伴う日銀当座預金からの金利収入の減少が 656 億円程度のマイナス要因となる。加えて、企業向けの貸出金利や個人向けの住宅ローン金利が下がることが業績にマイナスの影響を与えることになるだろう。一方、金融機関にとっての調達コストである預金金利が引き下がることがプラスの影響を与えるほか、日銀に売却する国債価格が上昇することによって国債の売却益が増加すると見込まれる。この結果、金融機関全体としては 6,500 億円から 1.5 兆円強のプラスの影響があるものと考えられる。

企業にとっては、金融機関からの借入金利が下がり、支払利息が減少することが増益要因となる見込みである。一方、金融機関の預金金利が下がることはマイナス要因となるが、企業においては預金額よりも借入金額の方が圧倒的に大きく、また金利の引き下げ余地も大きいため、1,100 億円から 2,600 億円程度のプラスの影響があるとの試算結果を得た。

最後に、家計への影響についても見ておこう。家計にとっても企業と同様、預金金利が下がることによる金利収入の減少がマイナス要因となるが、普通預金金利はすでにゼロに近いので、限界的に減少する金利収入はそれほど大きくない。それ以上に、変動金利を中心に住宅ローン金利が低下することが家計に大きな恩恵をもたらすこととなる。この結果、家計の金利負担は現在よりも軽減され、合計で 2,000 億円強から 4,900 億円弱の恩恵を受けると見込まれる。

図表 8 : マイナス金利が金融機関、企業、家計に与える影響

	金融機関	企業	家計
中銀当座預金に預けることに伴う銀行の年間損失推計額 (億円)			
	▲656	-	-
金融機関による日銀への国債売却益 (億円)			
ケース①	10,039	-	-
ケース②	15,714	-	-
ケース③	22,807	-	-
預金金利の低下 (億円)			
ケース①	1,136	▲741	▲395
ケース②	1,765	▲1,193	▲572
ケース③	2,355	▲1,641	▲715
貸出金利、住宅ローン金利の低下 (億円)			
ケース①	▲3,997	1,856	2,425
ケース②	▲6,264	2,916	3,791
ケース③	▲9,166	4,241	5,577
影響 (億円)			
ケース①	6,523	1,114	2,030
ケース②	10,559	1,723	3,219
ケース③	15,340	2,601	4,862

【前提条件】

金融機関による日銀への国債売却益は1/28時点の10年国債価格を基準とし、それからの価格変化で算出

ケース①…足下の10年国債利回りの場合 (2/12時点、+0.08%)

預金金利 企業向け…▲0.05%、家計向け…▲0.01%

貸出金利 ▲0.07%

住宅ローン金利 変動金利…▲0.23%、変動・固定ミックス…▲0.10%

ケース②…10年国債利回りが0%まで低下した場合

預金金利 企業向け…▲0.08%、家計向け…▲0.016%

貸出金利 ▲0.11%

住宅ローン金利 変動金利…▲0.36%、変動・固定ミックス…▲0.16%

ケース③…10年国債利回りが▲0.1%まで低下した場合

預金金利 企業向け…▲0.11%、家計向け…▲0.020% (金利ゼロ)

貸出金利 ▲0.16%

住宅ローン金利 変動金利…▲0.53%、変動・固定ミックス…▲0.23%

(出所) 日本銀行統計等より大和総研作成

図表 9 : 日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2015.10-12	2016.1-3	4-6	7-9	10-12	2017.1-3	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-1.4 0.5	0.9 -0.1	1.0 0.4	1.2 0.4	1.5 1.3	2.7 1.6	-1.0	0.7	0.9	-0.1
経常収支 (季調済年率、兆円)	18.2	18.3	18.7	18.7	19.0	18.2	7.9	17.2	18.9	21.8
失業率 (%)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.5	0.9	2.8	0.0	0.4	2.2
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.29	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.46	0.27	0.00	0.00

(注) 予測値は原則として大和総研・第188回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成