



## 市川レポート

## もし日銀がマイナス金利を深掘りしたら

- マイナス金利深掘りなら政策金利残高の利払い負担増と利回り曲線の平坦化で金融株下落か。
- ただ、マイナス金利深掘りでも基準金利を引き上げれば金融機関への影響を技術的に抑制可能。
- 理論上、マイナス金利深掘りは可能だが、利潤最大化要件が満たされなければ貸出は増加せず。

## マイナス金利深掘りなら政策金利残高の利払い負担増と利回り曲線の平坦化で金融株下落か

今回のレポートでは、もし日銀がマイナス金利を深掘りした場合、国内の長短金利や金融機関に、どのような影響が及ぶかについて考えます。日銀は現在、日銀当座預金の政策金利残高に-0.1%を適用し、これを短期金利の操作水準としています。これが-0.2%へ引き下げられると、政策金利残高を持つ金融機関の利払い負担は0.1%増加し（マイナス金利の受け取りのため）、無担保コール翌日物金利（直近で-0.07%前後）が低下します。

また、日銀は10年国債利回りが0%程度で推移するよう、長期国債の買い入れを行っており、これを長期金利の操作水準としています。短期金利と同時に、長期金利の操作水準も0.1%引き下げられると、償還期間が10年を超える超長期国債の利回りに低下圧力が強まり、利回り曲線（イールドカーブ）が平坦（フラット）化します。その結果、銀行の預金と融資の利ざやが縮小し、保険会社や年金などの運用益が圧迫され、金融株の下落につながる恐れがあります。

【図表1：日銀当座預金の加重平均ベース適用金利】

業態	加重平均ベースの適用金利	
	政策金利残高への付利-0.1%の場合	政策金利残高への付利-0.2%の場合
都市銀行	0.0562%	0.0562%
地方銀行	0.0382%	0.0380%
第二地銀協加盟行	0.0563%	0.0563%
外国銀行	0.0495%	0.0326%
信託銀行	0.0180%	-0.0018%
その他準備預金制度適用先	0.0593%	0.0554%
準備預金制度非適用先	0.0580%	0.0563%
うち証券	0.0692%	0.0645%
補完当座預金制度適用先合計	0.0503%	0.0455%

(注) 2019年5月の積み期間（2019年5月16日から6月15日）のデータを基に算出。政策金利残高への付利-0.2%の場合については、政策金利残高への付利のみを変更（-0.1%から-0.2%）して算出。

(出所) 日銀のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：日銀当座預金の3階層と適用金利】

階層	対象	適用金利
①基礎残高	基準平残 - 法定準備	+0.1%
②マクロ加算残高	法定準備	0.0%
	貸出支援基金等の平均残高等	
	MRFIに関する特別の適用対象預金残高	
	マクロ加算額（基準平残×基準比率）	
③政策金利残高	当座預金残高のうち①と②を上回る金額	-0.1%

(注) 基準平残は2015年1月から12月の積み期間（2015年1月16日から2016年1月15日）における日銀当座預金平残。

(出所) 日銀の資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成



## ただ、マイナス金利深掘りでも基準比率を引き上げれば金融機関への影響を技術的に抑制可能

しかしながら、金融機関への影響を抑制しつつ、長短金利の操作水準を引き下げることが、技術的に可能です。業態別の日銀当座預金残高をみると、各業態とも政策金利残高が少なく、実は加重平均ベースの適用金利は現状プラスとなっています。そこで、各適用金利残高を不変と仮定し、政策金利残高の適用金利を-0.2%に引き下げて試算すると、加重平均ベースの適用金利は、信託銀行のみ若干のマイナスという結果になります（図表1）。

つまり、短期金利の0.1%の深掘りにより、信託銀行には日銀当座預金への利払い負担が発生するということになります。また、同時に長期金利の操作水準も引き下げられる場合、国債買い入れ増→政策金利残高増→マイナス金利の利払い負担増という流れから、信託銀行以外の業態にも、収益への悪影響が広がります。これを回避する手法が、「基準比率の段階的引き上げ」です。

## マイナス金利深掘りは可能だが、利潤最大化要件が満たされなければ銀行貸出は増加せず

日銀当座預金は、①基礎残高、②マクロ加算残高、③政策金利残高に分類されています（図表2）。基本的に、①と②の残高は大きく変わりませんが、国債の買い入れが続くと、③の残高が増加し、マイナス金利の影響が拡大します。ただし、基準比率を引き上げることで、国債買い入れによる③の増分を、マクロ加算額（図表2の下線部分）の増加という形で、②に付け替えることが可能になります。参考までに、基準比率は当初の0%から、おおむね3カ月毎に引き上げられ、現在は36%です。

ただ、長短金利の操作水準を引き下げて基準比率を引き上げたとしても、イールドカーブはフラット化します。傾斜（スティープ）化の維持には、短期金利の操作水準を引き下げる一方、長期金利の操作水準は据え置く必要があります。このように、マイナス金利の深掘りは技術的に可能ですが、企業と銀行の利潤最大化要件が満たされなければ、銀行貸出は増加しません。金利はあくまで利潤最大化要件の1つの要素に過ぎないからです。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会