

市川レポート

マイナス金利の深掘りを巡る日銀とECBの対応

- 市場では10月の会合で日銀がマイナス金利深掘りなど政策の枠組み強化を行うとの見方が浮上。
- 9月にマイナス金利を深掘りしたECBは新たに階層構造方式を導入し、金融機関の負担を軽減。
- 階層構造方式導入済みの日銀はマイナス金利深掘りが技術的に可能だが極力温存が望ましい。

市場では10月の会合で日銀がマイナス金利深掘りなど政策の枠組み強化を行うとの見方が浮上

日銀は9月19日、金融政策決定会合後の声明文において、10月末の次回会合で、経済・物価動向を改めて点検する方針を示しました。また、黒田総裁は同日の記者会見で、①追加緩和については前回より前向きである、②長期金利が操作目標から外れて低下する状態をいつまでも容認することはない、③現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組み全体を変更する必要はない、と述べました。

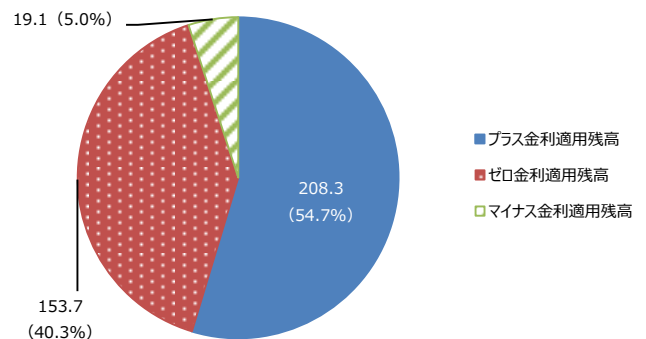
さらに黒田総裁は9月24日、大阪市での記者会見で、追加緩和が必要になった場合、短期や中期の金利をさらに下げる必要があるとの見解を示しました。一方、超長期の金利低下は、年金や生命保険の運用難という副作用を強める恐れがあり、回避すべきと述べました。そのため市場では、次回会合で、マイナス金利の深掘りを含む長短金利操作の枠組み強化が行われるとの見方が浮上しています。

【図表1：ECBの金融緩和】

項目	内容
預金ファシリティ金利	中銀預金金利を-0.4%から-0.5%へ引き下げ。
資産購入プログラム	11月1日より月額200億ユーロのペースで資産購入を再開し、利上げの少し前まで継続。
フォワードガイダンス	「2020年前半まで」を、「見通し期間内に物価目標を達成できると目途がつくまで」に修正。
階層構造方式	10月30日の積み期間から、超過準備のうち、所要準備の6倍までに0%金利を適用、残りに預金ファシリティ金利（-0.5%）を適用。
TLTROⅢ	貸出金利を主要リファイナンスオペレーション金利（MRO）+0.1%からMROへ引き下げ、貸出期間を2年から3年へ延長。

(注) 2019年9月12日のECB理事会における決定事項。  
(出所) ECBの資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：適用金利別の日銀当座預金残高】



(注) 8月の積み期間の実績。残高は兆円。カッコ内は全体に占める割合。四捨五入の関係で合計が100%とならない場合あり。  
(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

## 9月にマイナス金利を深掘りしたECBは新たに階層構造方式を導入し、金融機関の負担を軽減

これに先立ち、欧州中央銀行（ECB）は、9月12日の理事会で、マイナス金利の深掘りを含む金融緩和を決定しました（図表1）。ECBは現在、中銀預金と超過準備にマイナス金利を付利しています。中銀預金とは、民間金融機関が保有する余剰資金の中銀預け金です。超過準備とは、民間金融機関が預金の一定割合を中銀に預け入れなければならない所要額を超える分です。

中銀預金の残高は2019年9月20日時点で約4,600億ユーロ、超過準備の残高は7月31日から9月17日までの期間で約1兆2,000億ユーロとなっており、総額は日本円換算で約196兆円に達します。ECBはこの金額への付利金利を-0.4%から-0.5%へ引き下げましたが、今回、新たに階層構造方式を導入しました。その結果、マイナス金利の適用金額は、単純計算で約103兆円に減少し、民間金融機関の負担は軽減される見通しです。

## 階層構造方式導入済みの日銀はマイナス金利深掘りが技術的に可能だが極力温存が望ましい

日銀はマイナス金利導入時から、すでにこの階層構造方式を採用しています。具体的には、日銀当座預金残高を、①基礎残高、②マクロ加算残高、③政策金利残高という、3つの階層に区分し、①には0.1%、②には0.0%、③には-0.1%を、それぞれ付利しています。実際の残高は図表2の通りで、マイナス金利が付利される③の政策金利残高は、民間金融機関への配慮から、約19兆円と全体の5%程度に抑制されています。

日銀は階層構造方式を活用し、次回会合でマイナス金利を深掘りする一方、国債買い入れの調整で超長期金利の低下を抑制することは技術的に可能です。ただ、経済・物価動向を点検した上で、物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれるリスクが相対的に小さいと判断すれば、一定程度、市場に緩和期待を残すコミュニケーションは求められますが、マイナス金利の深掘りは極力温存することが望ましいと思われる。

■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