



# “ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

欧州

2017年2月16日

## スウェーデンに見るマイナス金利事情

スウェーデン中銀は、クローナ高がインフレ目標達成の妨げとなるなら、外為市場への介入、マイナス金利幅拡大の可能性を示唆しています。銀行収益への影響も懸念されるマイナス金利拡大の可能性を検証します。

### スウェーデン中銀：政策金利は据え置くも通貨高を懸念、利上げより利下げの公算大

スウェーデン中央銀行は2017年2月15日に政策金利のレポ金利を市場予想通り過去最低のマイナス0.5%に据え置きました(図表1参照)。国債購入プログラムも現状を維持しました。ただ、スウェーデン中銀は声明で、スウェーデンクローナ高への懸念を示唆、短期的には政策金利は引き上げよりも引き下げの可能性の方が高いと述べています。

#### どこに注目すべきか：

#### 欧州マイナス金利、微調整オペ、住宅ローン

スウェーデン中銀は、クローナ高がインフレ目標達成の妨げとなるなら、外為市場への介入、マイナス金利幅拡大の可能性を示唆しています。銀行収益への影響も懸念されるマイナス金利拡大の可能性を検討します。

まず、スウェーデンの現状を振り返ると、足元クローナ高(対ユーロ)に転じ、消費者物価指数は足元こそ前年同月比で1.7%となっていますがスウェーデン中銀は2017年の平均を1.6%と予想しており、目標の2%を前に足踏みが見込まれます。スウェーデン中銀の政策金利予想を見ても、2017年4-6月期の水準をマイナス0.54%と予想しており、確かに引下げの可能性が織り込まれています。

しかし、マイナス金利は銀行収益への影響も懸念される中、実現性を検証します。

まず、スウェーデンのマイナス金利の仕組みを見ると、マイナス金利の適用を抑える工夫として微調整オペが導入されています。日本では金融機関が保有する日銀当座預金を3段階の階層構造に分割、それぞれの階層にプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する階層構造となっています。一方、スウェーデン中銀は日々民間銀行の当座預金残高が最小となる処理により、マイナス金利適用を抑える運営となっています。過剰準備にほぼマイナス金利を適用するユーロ圏に比べ影響を抑える工夫が見られます。

次に、銀行収益の目安となる長期と短期金利の差異を見る

と、スウェーデン(並びにデンマーク)は相対的に高い水準の差異が確保されています(図表2参照)。さらにスウェーデンは銀行が4大銀行の市場シェアが極めて高く、住宅ローン金利などにマイナス金利による低下圧力は見られるも、過当競争の回避は期待されます。

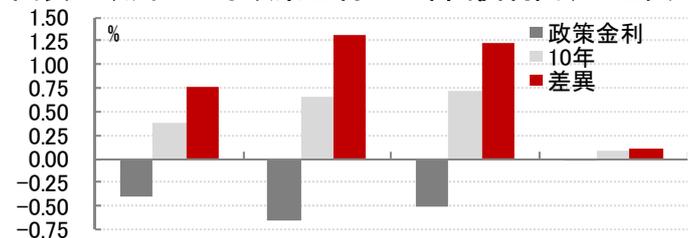
マイナス金利の影響の抑制で、銀行による預金者への極端な負担の転嫁を回避できるなら、スウェーデン中銀には実施の有無はクローナの動向次第と思われるが、マイナスを拡大させる余地はあると思われます。ただし、欧州の一部銀行には、(恐らく非難が相対的に少ない)大口預金者に対しマイナス金利を適用する動きも見られるなど、収益への影響は懸念要因で、マイナス幅拡大の余地は限定的と見られます。

図表1：スウェーデンクローナと政策金利の推移

(日次、期間：2013年2月15日～2017年2月15日)



図表2：欧州の主な政策金利と10年国債利回りの差異



ユーロ圏 デンマーク スウェーデン 日本(参考)

※政策金利：ユーロ圏(ドイツ)は預金ファシリティ、デンマークは1週間譲渡性預金(CD)、スウェーデンはレポレート、日本は無担保コール翌日物

を2017年2月15日現在の代表的なマイナス金利として使用

出所：ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成



ピクテ投信投資顧問株式会社

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。