

欧州に見るマイナス金利が銀行に及ぼす影響

調査部 主席研究員 廉了

マイナス金利導入後、EU圏全体の貸出金利は、住宅ローン、大・中堅企業向け、中小企業向けともに低下している。国別に見ると、中小企業向け貸出において、イタリア、スペイン、ポルトガルといった南欧諸国の金利が大幅に低下しているのに対し、ドイツ、フランスでは、マイナス金利導入後も貸出金利は横ばいに止まる。一方、預金金利については、法人・個人預金ともに低下している。

欧銀はマイナス金利導入により、貸出金利が低下したものの、預金金利も低下しているため、預貸利鞘は縮小していない。一方、邦銀の場合、貸出金利、預貸利鞘は、欧銀と比べ著しく低い水準にあることに加え、邦銀の預金金利水準はゼロ近辺まで低下し下げ余地がないことから、マイナス金利による金利低下分は、貸出金利・預貸利鞘の低下に直結し、収益力が低下することとなる。マイナス金利導入は、欧銀より邦銀のほうが経営に与える影響は大きい。

貸出残高については、国別にみると、スペイン・ポルトガルについては、依然前年比マイナス状態が続いている。貸出金利の低下は、貸出残高の増加にはあまり結びついていない。

通貨別に運用・調達状況を見ると、運用面では貸出・債券ともにユーロ建てのシェア低下・ドル建てのシェア上昇が目立つ。また、調達面では、ドル運用が増加する中、低利安定調達手段であるドル預金調達は容易ではないため、債券による調達でカバーしていることを伺わせる。運用調達バランス(運用/調達)については、ドル建てで上昇が目立ち、欧銀がスワップ市場への依存度を高めていることを伺わせる。しかし、欧銀のスワップでのドル調達コストは上昇し、欧銀によるドル資産運用の採算は悪化している。

貸出期間別状況を見ると、長期貸出のウェイトが高まっている。これは、日本と異なり、EU圏における量的緩和政策の開始は2015年3月と最近になってからであり、10年債の利回りがプラスとなるなど、イールドカーブがステイプ化したままであるため、金融機関は貸出や運用の長期化により収益を確保する余地があったことも影響していると思われる。

マイナス金利導入による貸出金利低下は、欧銀よりも邦銀において収益の悪化につながりやすい。また、イールドカーブのフラット化が進み貸出・運用の長期化の余地があまりないため、海外投資にシフトすることも考えられるが、足元、邦銀の外貨スワップ調達コストは欧銀以上に上昇し、海外投資の採算を確保することも難しい。

日本についても時間が経てば経つほど、金融システムへの悪影響が増幅する可能性がある。日本の金融システム安定のため、少なくともマイナス金利の拡大に対しては慎重な対応が求められると思われる。

また、これまで、日銀の量的緩和政策は、邦銀の日銀預け金の増加が支えてきたが、今後、現金の大幅増加は引き続き容易ではなく、邦銀の、日銀預け金についても大幅に増やすことは難しい。従って、マネタリーベースの拡大を持続することは今後難しくなると思われ、量的緩和は早晩限界を迎えよう。従って、量的緩和の縮小が今後課題となってこよう。

1. はじめに

2014年6月にECB、2016年1月に日本銀行がマイナス金利を導入して以降、マイナス金利政策の是非に関する議論が活発化している。現在までに世界で6カ国がマイナス金利政策を導入しており、既に“異例”ではなくなりつつある。マイナス金利政策を導入した目的は、インフレ率上昇（日本、EU圏、スウェーデン、ハンガリー）と、自国通貨高圧力の緩和（スイス、デンマーク）の2つに分かれるが、マイナス金利政策の効果については、依然はっきりしない（図表1）。

そこで本稿では、今後の日本の銀行への影響を考察するため、マイナス金利導入時期が早かったことや、経済規模レベル、金融システムの類似性、マイナス金利導入の目的の類似性を勘案し、EU圏の銀行に焦点を当て、マイナス金利政策の効果を検証した。

図表1. 各国マイナス金利政策比較

	日本	EU圏	スウェーデン	デンマーク	スイス	ハンガリー
導入決定時期	2016年1月	2014年6月	2015年2月	2012年7月 2014年9月	2014年12月	2016年3月
付利の対象となる中銀負債と適用金利(2016年3月)	基礎残高: 0.1% 所要準備: 0% マクロ加算残高: 0% 政策金利残高: 0.1%	所要準備: 0.00% 預金ファシリティ: 0.4%	中銀発行証券オベ: 0.5% フィンチューニングオベ: 0.6% 預金ファシリティ: 1.25%	基準額以下: 0% 基準額超: 0.65% (基準額超部分は中銀CDに振り替え)	基準額以下: 0% 基準額超: 0.75%	翌日物預入: 0.05% 翌日物担保貸出: 1.45% (所要準備は1.2%付利)
10年債利回り(2016年4月末)	0.082%	0.97% (各国国債利回り平均)	0.62%	0.51%	0.259%	3.325%
マイナス金利が適用される残高(2016年1月)	約10兆円	6,400億ユーロ (81兆円)	2,360億クローネ (3.2兆円) ・中銀発行証券オベ: 1,770億 ・フィンチューニングオベ、預金 ファシリティ: 600億	970億クローネ (1.6兆円)	1,700億スイスフラン (20兆円)	1,470億フォロント (591億円)
マイナス金利導入の要因・背景	物価上昇率2%達成を目的に、量的・質的金融緩和を継続しつつ実行(イールドカーブ全体を引き下げのため)	インフレ率がインフレ目標を下回る水準に長期にわたり留まる可能性を考慮	インフレ期待の低下継続リスクを削減し、インフレ率が速やかにターゲットに向けて上昇することを企図	欧州債務危機に伴う通貨高圧力を下げるため(一旦2014年4月終了)。ECBがマイナス金利を導入したのに伴い再び導入(通貨はユーロベッグ)	スイスフラン高圧力を緩和するため	原油安や通貨高で物価が中銀の目標である3%を下回る水準で推移しているため

(出所) 日銀資料、各国中銀資料、Bloomberg等より作成

2. マイナス金利導入後の欧州の預金・貸出金利

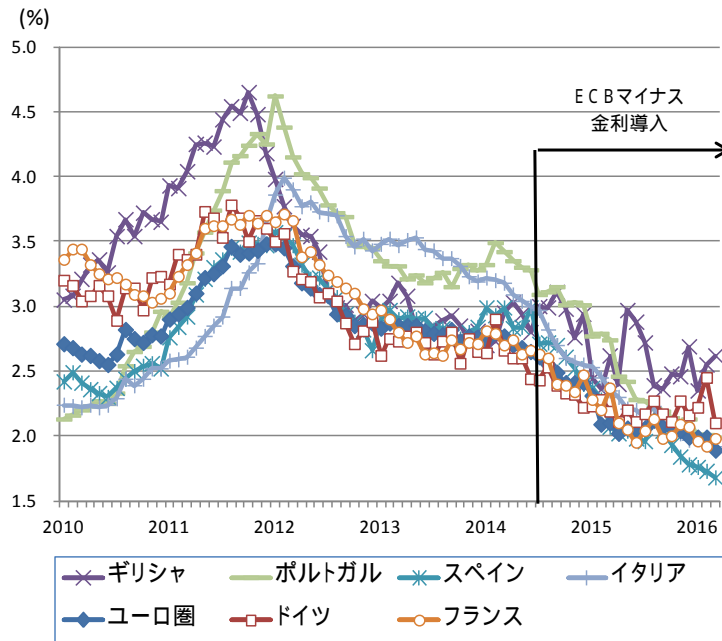
(1) 貸出金利

EU圏全体で見ると、マイナス金利導入後の貸出金利は、住宅ローン、1百万ユーロ超の企業向け貸出(主に大・中堅企業向け)1百万ユーロ以下の企業向け貸出(主に中小企業向け)ともに低下している。ただし、国別に見ると状況にばらつきがある。

住宅ローン金利については、ギリシャを除いて、各国押し並べて、マイナス金利導入後低下基調である(図表2)。一方、企業向けについては、イタリア、スペイン、ポルトガルといった南欧諸国で金利が低下しているのに対し、もともと金利水準の低いドイツ、フランスの金利は、マイナス金利導入後も金利の低下は限定的である。特に中小企業向け貸出金利においては、南欧諸国の金利低下幅が大幅である一方、ドイツ、フランスの金利はほぼ横ばいで推移しており(図表3)、南欧諸国とドイツ、フランスの貸出金利の収れんが顕著である。

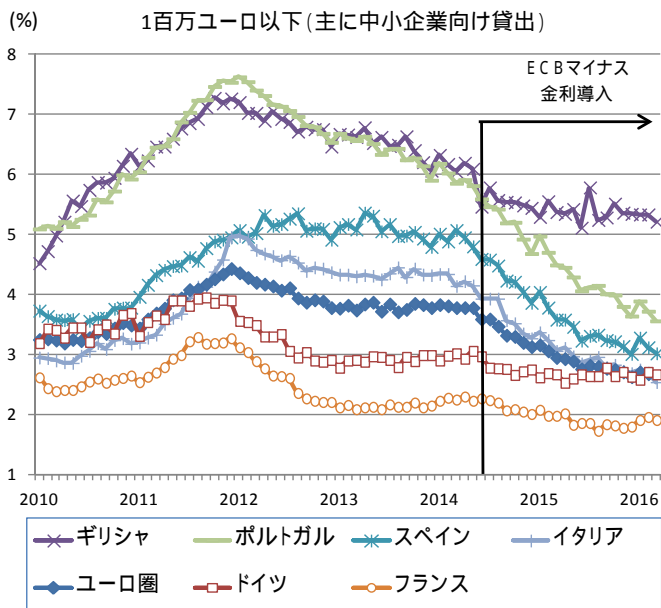
このように、EU圏での企業向け貸出金利は、南欧諸国の金利を中心に低下している。欧州債務危機以降、南欧諸国においては、債務圧縮のための緊縮財政措置を実行したため、マクロ経済が低迷し、特に中小企業においてクレジット・クランチが発生し、貸出が大幅に落ち込むとともに、貸出金利も高止まりしていた。こうした南欧諸国においてはマイナス金利の導入の影響は大きかったと言える。しかし、ドイツ、フランスについては貸出金利はあまり下がらず、個人・法人に恩恵があったとは言い難い。

図表2．EU圏各国の住宅ローン新規貸出金利（変動）

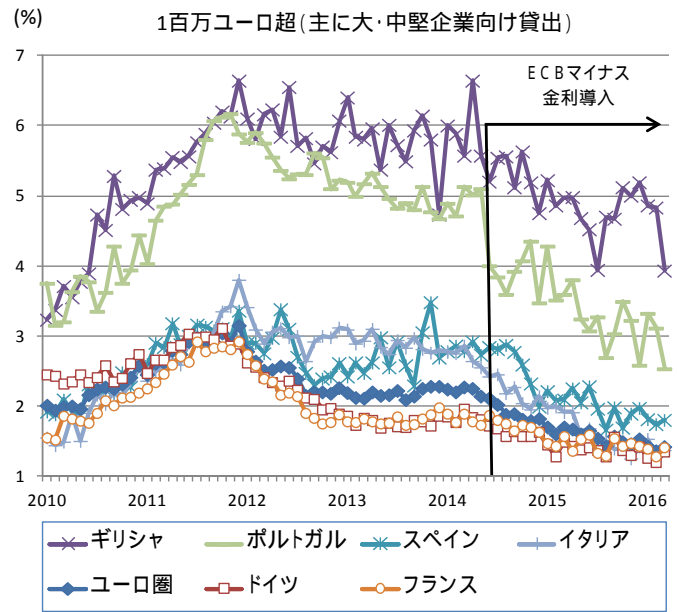


（出所）ECB

図表3．EU圏各国の貸出規模別の企業向け新規短期貸出金利



（出所）ECB



（出所）ECB

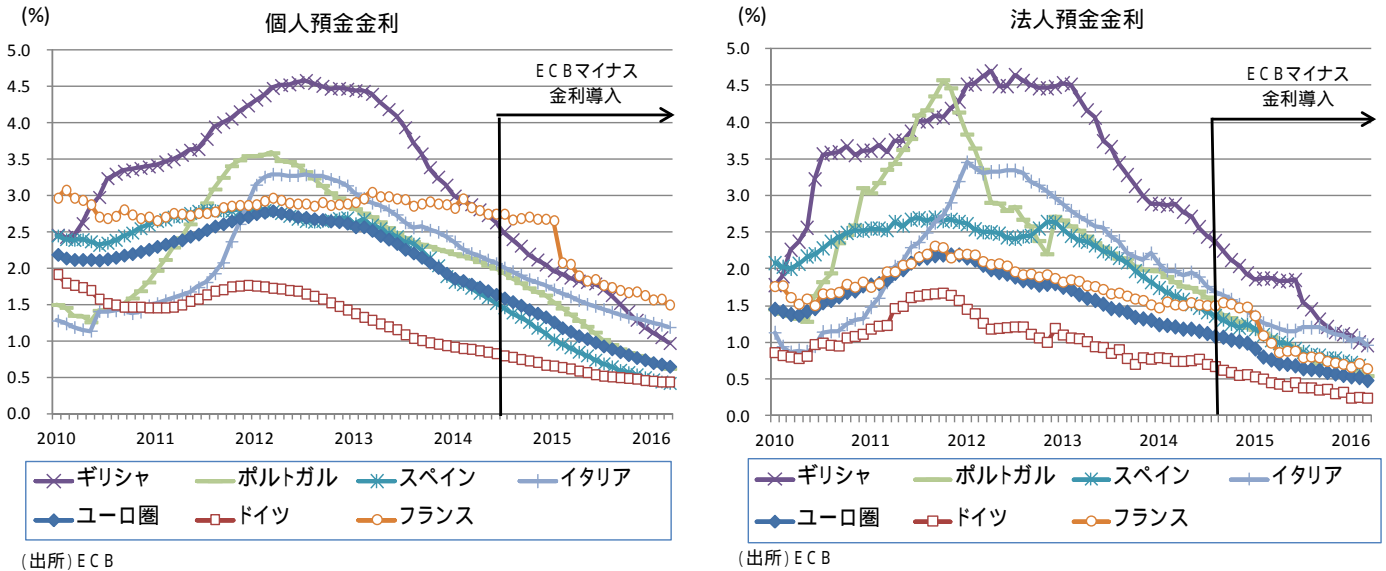
（2）預金金利

預金金利については、個人預金・法人預金ともに大幅に低下している。

日本において、事実上のゼロ金利政策と言われる無担保コール翌日物金利を0.15%に誘導する政策を決定したのが1999年2月であるのに対し、EU圏では、政策金利である預金ファシリティ金利（金融機関の短期的な余剰資金を、一晩欧州中央銀行に預け入れた場合に付く利子率）をゼロとしたのが2012年7月と、日本と比べると最近のことである。従って、ゼロ金利の期間が長い日本については、預金金利の下げ余地は乏しいが、ゼロ金利期間の短いEU圏においては、比較的預金の引き下げ余地があったと言える。

特に、南欧諸国の預金金利は、ドイツの銀行のレベル近辺まで低下している。これは、マイナス金利の影響に加えて、銀行同盟と呼ばれるEU各国の監督制度の一元化、単一銀行破綻処理制度などが稼働し始めEU圏の金融システムが安定し、欧州債務危機発生時、預金流出に苦しんでいた南欧諸国の銀行の預金流出が止まったことも寄与していると思われる。

図表4 . EU圏各国の預金金利（ストック、2年以下）比較

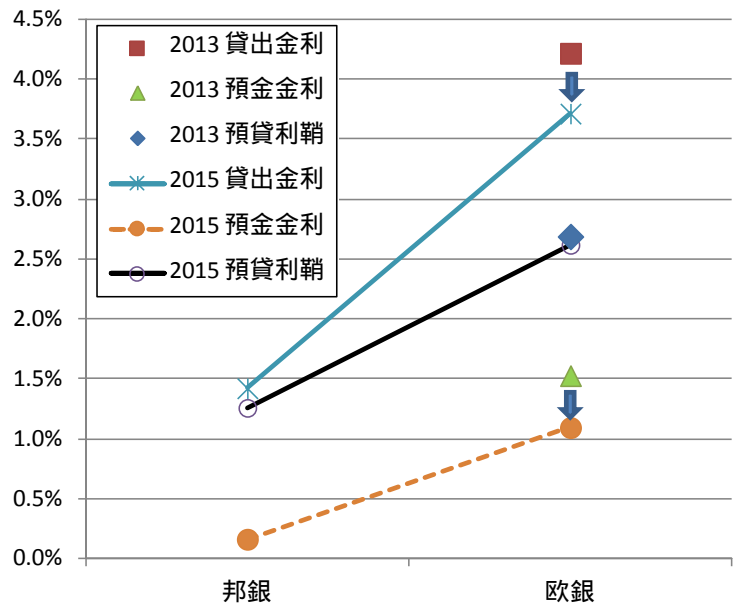


(3) 預貸利鞘

欧銀はマイナス金利導入により、貸出金利も低下したものの、預金金利も低下しているため、預貸利鞘は縮小していない（2013-2015年の預貸利鞘縮小幅は0.04%、図表5）。つまり、欧銀の預貸金市場においては、マイナス金利導入・マイナス金利幅拡大は貸出・預金金利の低下という、平常時の金融政策と同じ影響を銀行に及ぼしている。

一方、邦銀の場合、貸出金利、預貸利鞘は、欧銀と比べ著しく低い水準にある。また、邦銀の預金金利水準はゼロ近辺まで低下して下げ余地がないことから、マイナス金利による金利低下分は、そのまま、貸出金利の低下、預貸利鞘の縮小に直結し、収益力が低下することとなる。つまりマイナス金利導入は、欧銀より邦銀のほうが影響は大きい。

図表5 : 欧銀・邦銀の預貸利鞘比較



注) 邦銀：3メガ平均、欧銀：EU圏内に本店を置くG-SIBs 9行平均
邦銀の2015年は、2015年度上期の数値

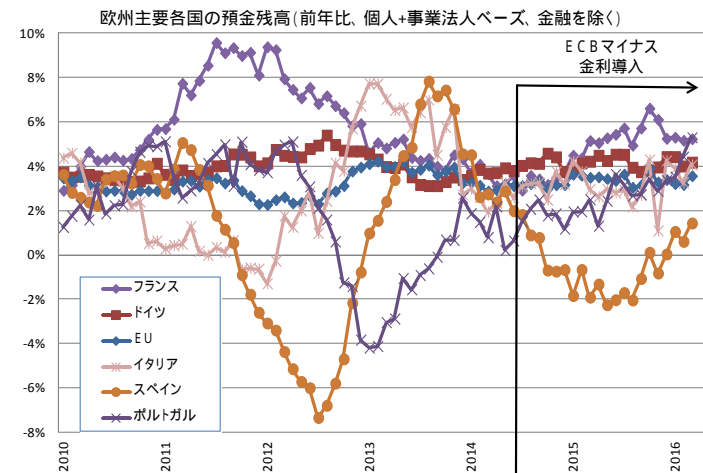
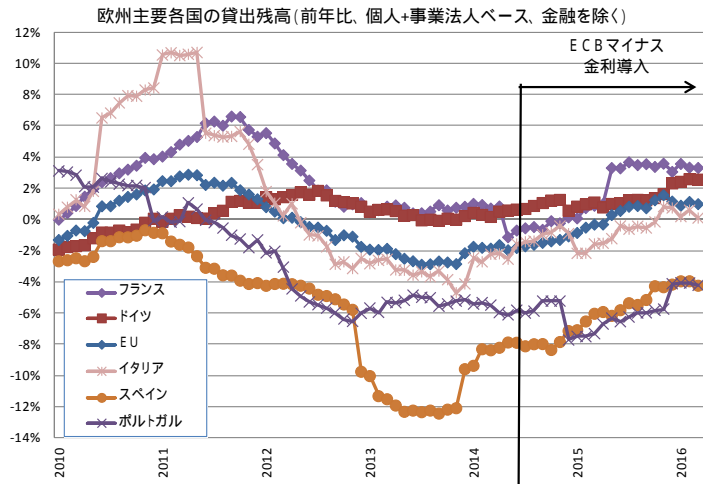
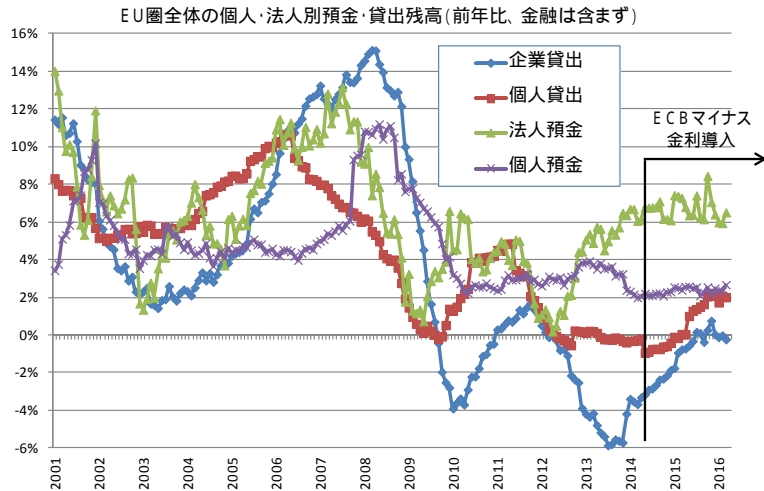
G-SIBs・・・グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs：Global Systemically Important Banks）のことで、金融機関ごとにシステム上の重要性を評価し、リスク・アセット対比で一定水準の追加的な資本の積立を求められる金融機関。現在、全世界31行が指定されている。

(出所) 各行有価証券報告書・年次報告書を基に作成

3. 欧州の預金・貸出残高状況

マイナス金利の導入によって、預金・貸出金利は大幅に低下したが、貸出金利低下効果は、貸出残高の増加には結びついていない。個人向け貸出がやや増加しているものの、企業向け貸出は下げ止まった程度で顕著な緩和効果が見られない(図表6)。国別にみると、スペイン・ポルトガルについては、依然前年比マイナス状態が続いている。

図表6. EU圏の預金・貸出動向



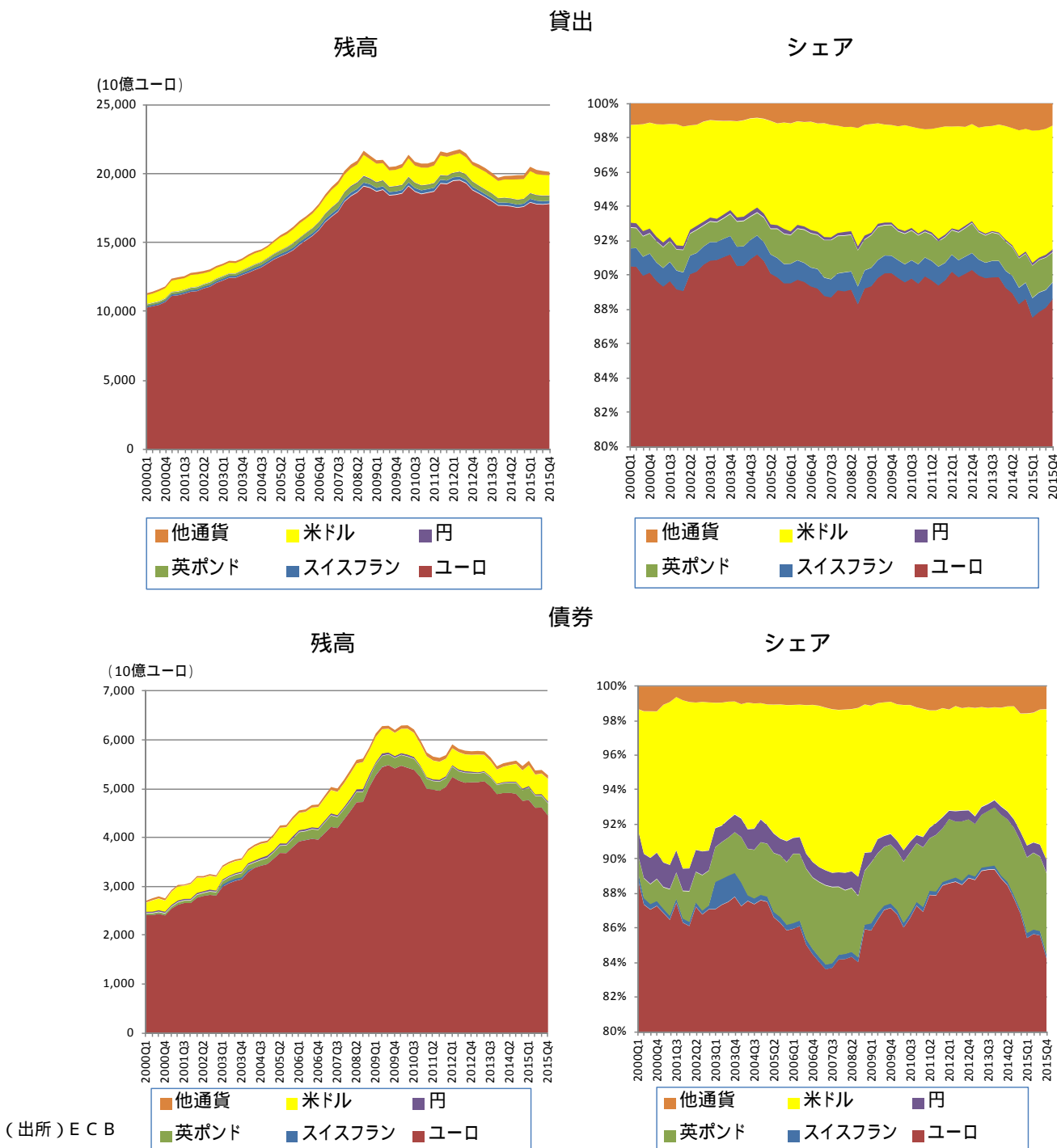
(出所) ECB

4. 欧銀の通貨別運用調達状況

(1) 運用状況 (貸出、債券)

欧銀の運用残高は、貸出・債券ともにマイナス金利導入後も、横ばいから減少傾向で推移している。運用通貨別に見ると、貸出・債券ともにユーロ建てのシェアが低下し、ドル建てのシェアが上昇している。これは、マイナス金利導入によりユーロ建て市場の運用利回りが低下したことが影響している。同時に、F R Bの引き締め(量的金融緩和の縮小、利上げ)やドル高に伴い、欧銀がドル建て運用を増加させたことに加え、E C Bが2015年1月に量的緩和実施を決定(実行は2015年3月)し、欧銀が買い取り対象であるユーロ建て債券をE C Bに売却しユーロ建て債券が減少したことも影響していると思われる。

図表7. E U圏の銀行の運用状況

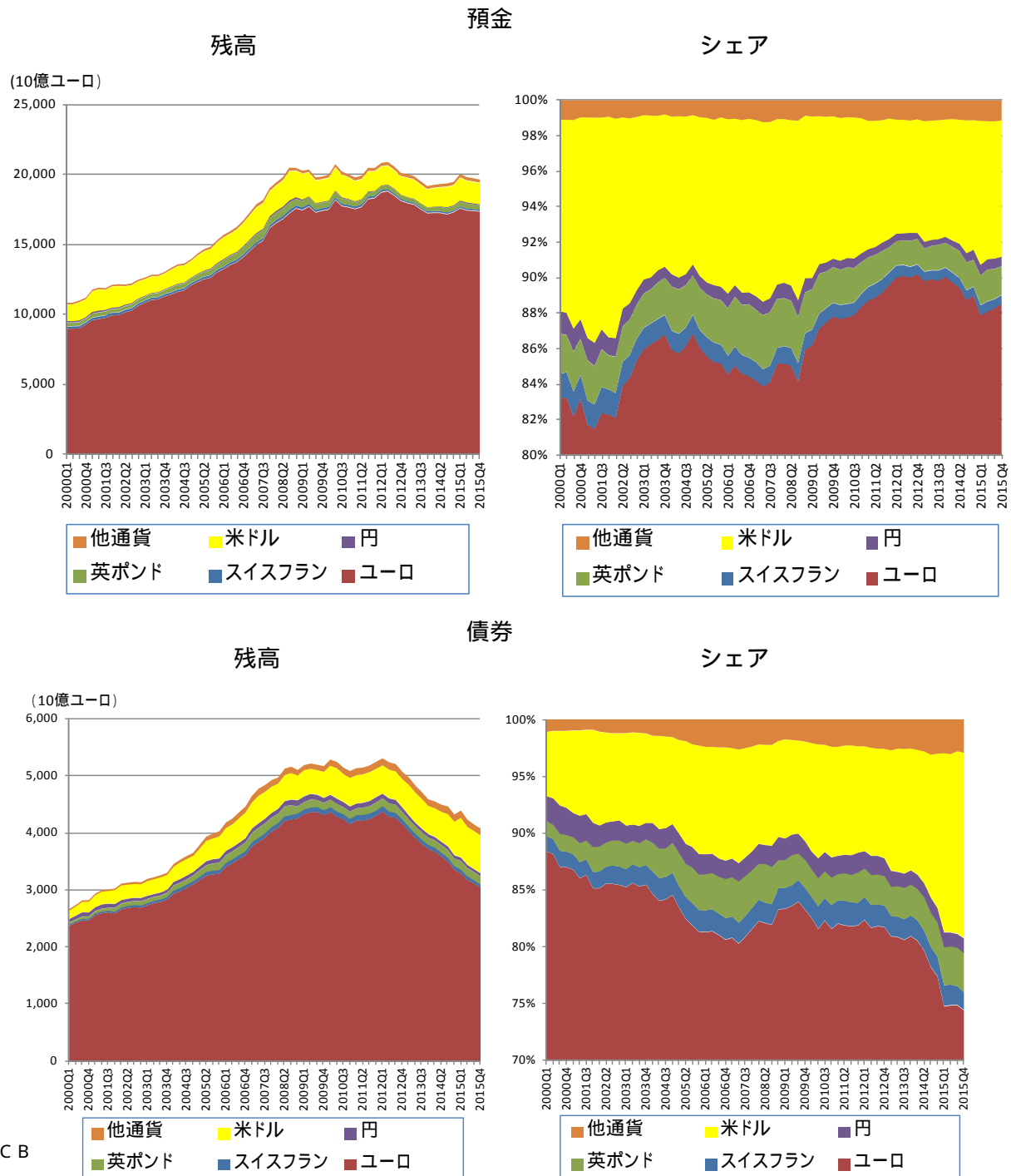


(2) 調達状況(預金、債券)

欧銀による調達は、預金が横ばいで推移する中、債券による調達が2012年以降減少している(図表8)。これは、欧州債務危機発生により、欧銀の債券による資金調達においてプレミアムが拡大し調達コストが高まったことや、リーマンショック後の国際金融規制強化の中で、預金調達が重視され、市場調達である債券調達に対する規制が強化されたことが影響していると思われる。

また、ドル運用が増加する中、低利安定調達手段であるドル預金による資金の調達は容易ではないため、預金におけるドルのシェアが低下する一方、それを債券での調達でカバーした結果、債券調達におけるドルのシェアが拡大している。

図表8. EU圏の銀行の調達状況



(出所)ECB

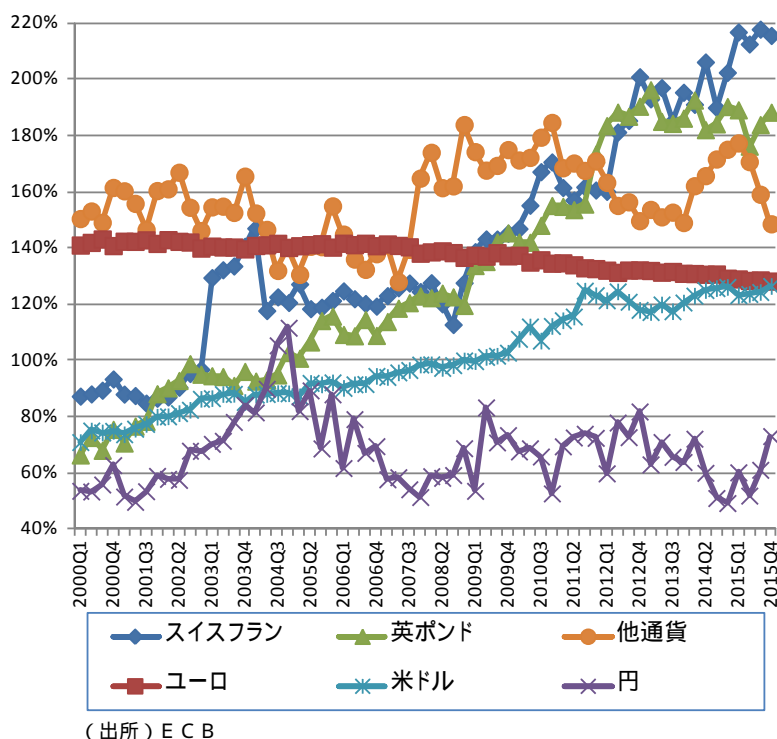
(3) 運用調達バランス

以上見てきた運用と調達のバランスを通貨別にみると、ユーロ建てについては、運用調達バランス（運用／調達）が徐々に低下する一方、スイス建て、ポンド建て、ドル建てでバランスの上昇が目立つ（図表9）。特に、ドル建ては他の通貨より運用調達規模が大きいですが、バランスは100%を超えている。つまり、欧銀が100%を上回る分について、スワップ市場に依存し、その依存度を高めていることを伺わせる。

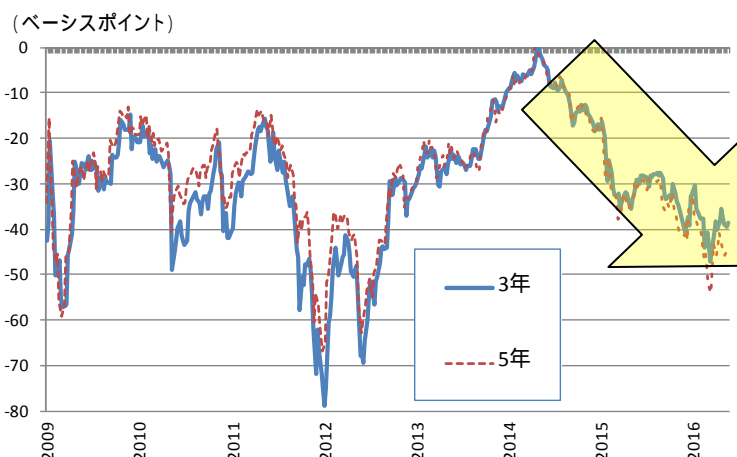
マイナス金利導入後、運用利回りが低下したユーロ建て資産に代わり、欧銀がポートフォリオをドル建てにシフトしているが、低利安定調達手段であるドル建て預金が確保できず、債券やスワップといった市場調達への依存度を高める結果となっている。

その結果、欧銀のスワップでのドル調達コストは上昇している（欧銀がスワップ市場でドル調達時に支払う上乗せ分がマイナス金利導入以降上昇、図表10）。つまり、欧銀のドル資産運用の採算は悪化することとなる。

図表9：欧銀の通貨別の運用調達バランス（運用／調達）の推移



図表10：ドルユーロベーススワップの推移



注) 数値のマイナスが拡大すればするほど、ドル調達時の上乗せ分が拡大していることを示している。

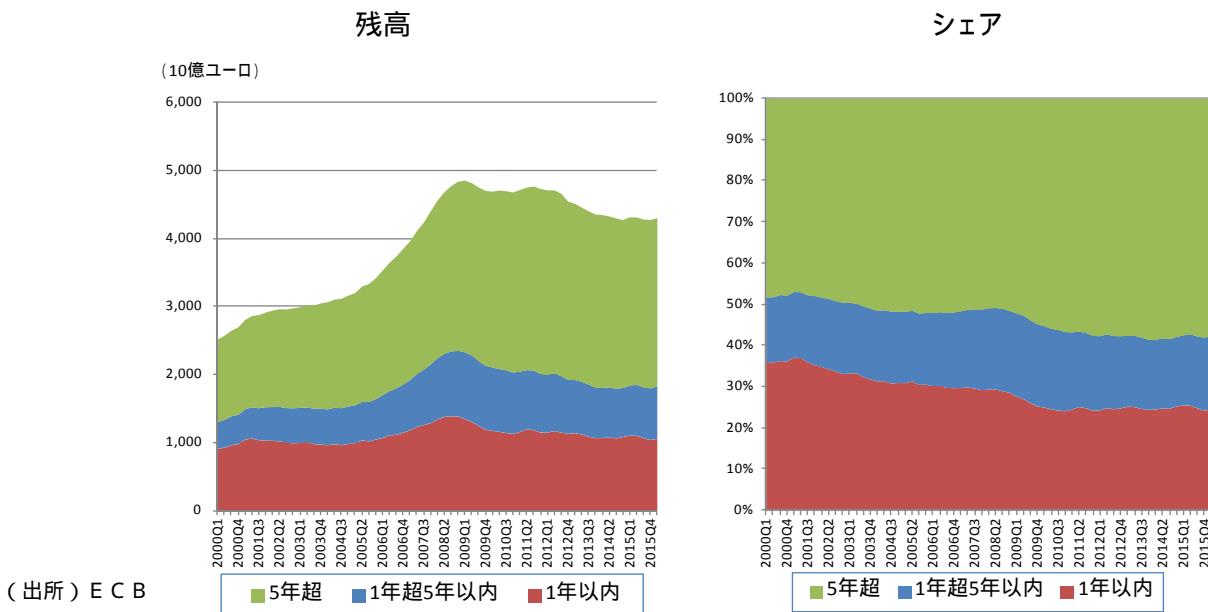
(出所) Bloomberg

4. 欧銀の期間別貸出状況

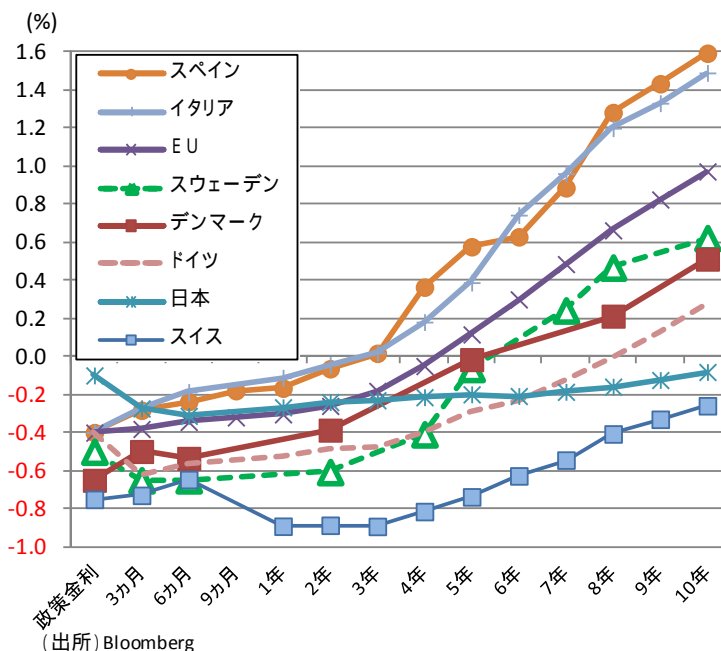
欧銀による貸出期間別の状況を見ると、長期貸出のウェイトが長期間に渡り徐々に高まっていることが分かる（図表11）。これは、特にリーマンショック以降、欧銀がデレバレッジの姿勢を強める中で、期間の短い貸出債権の圧縮を中心にデレバレッジを進めたためと思われる。

日本の場合、2001年以降長期間に渡り現在まで量的緩和政策が続いた結果、イールドカーブのフラット化が進み、マイナス金利導入により10年債までもがマイナス利回りとなった。これに対して、EU圏については、マイナス金利導入は日本より早いものの、量的緩和政策は2015年3月と最近になってからであるため、イールドカーブがスティープ化したままでフラット化はそれほど進んでおらず、10年債の利回りはプラスとなっている（図表12）。従って、金融機関は貸出や運用の長期化により収益を確保する余地があったことが、貸出を長期シフトさせる方向に働いたと思われる。

図表11：期間別貸出残高（EU圏内企業向け）



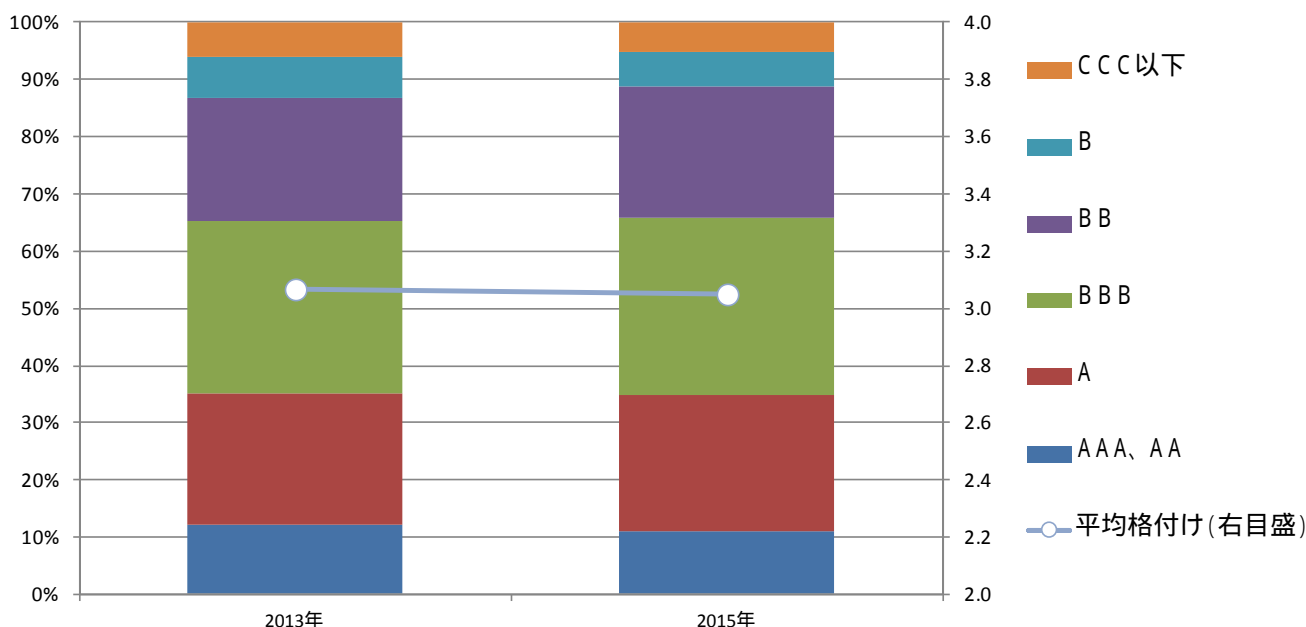
図表12：マイナス金利諸国の国債のイールドカーブ比較（2016年4月末）



5. 欧銀の格付け別与信状況

各行の与信の格付別構成（内部格付）の変化を見ると、マイナス金利導入の前後で変化は見られない（図表13）。少なくとも、欧銀においては、マイナス金利導入により貸出行動やリスクの取り方に変化が生じることなく、信用ポートフォリオを大きく変化させていないと思われる。

図表13：欧銀の与信残高の格付け別構成（EU圏G-SIBs9行）



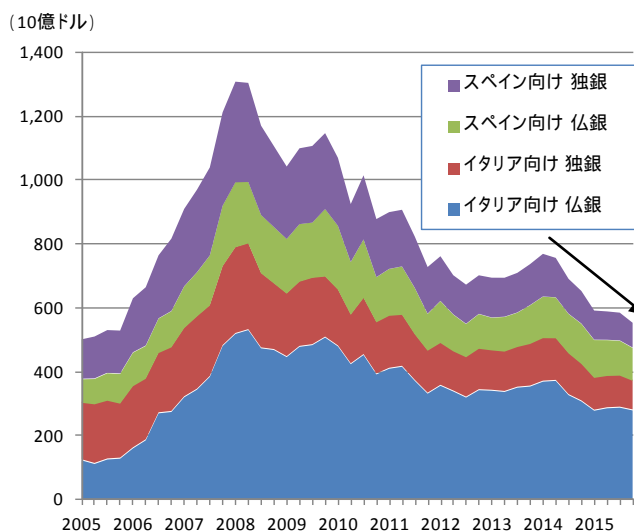
（注）平均格付けは、点数が低いほど信用状況良好
（出所）各行年次報告書を基に作成

6. マイナス金利が欧銀に与える影響（まとめ）

EU圏において、ECBがマイナス金利を導入した後、住宅ローンや南欧諸国を中心に貸出・預金金利の低下は見られるものの、ドイツやフランスの企業向け貸出金利の低下は見られない。また、貸出金利が低下した南欧諸国での貸出の増加は見られない。むしろ、独仏銀は、マイナス金利導入以降、南欧諸国向け与信を圧縮している（図表14）。南欧諸国の貸出金利が低下し、リスクプレミアムの確保が難しくなったことが、資産圧縮を促した可能性もある。

また、欧銀のポートフォリオ構成の大幅変化は見られないが、マイナス金利導入により、ユーロ建て資産の利回りが低下したため、欧銀のポートフォリオがドル建てへシフトしている。しかし、同時に外貨調達コストも上昇しているため、欧銀の収益性向上にはそれほど結びついていないと思われる。ECBがマイナス金利を0.3% 0.4%に拡大したにも関わらず、直後に、ECBがマイナス金利政策の限界を認める異例の声明を発表しているが、こうした状況も踏まえているかもしれない。

図表14：独仏銀のスペイン・イタリア向け与信状況



（出所）BIS

7. 日本への示唆

(1) 慎重な対応が求められるマイナス金利の拡大

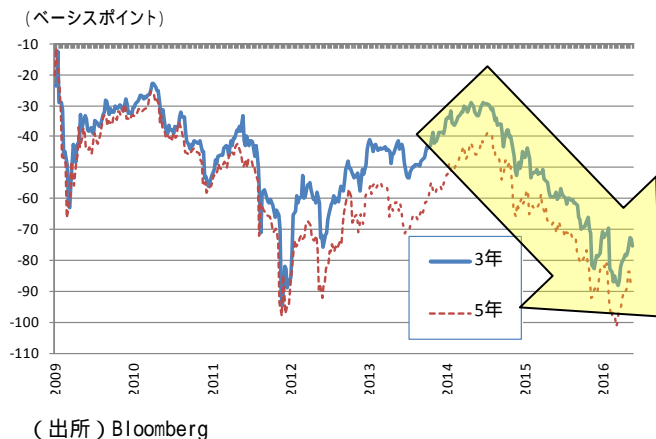
前にも述べたように、マイナス金利導入による貸出金利の低下は、欧銀よりも邦銀において収益の悪化につながりやすい。また、マイナス金利導入による貸出増加効果は不動産関連等一部に限られよう。

イールドカーブのフラット化が進み貸出・運用を長期化する余地があまりないため、海外投資にシフトすることも考えられるが、足元、邦銀の外貨スワップ調達コストは欧銀以上に著しく上昇し、プレミアムが100ベースポイント近辺に達している(図表15)。こうしたプレミアムをカバーするためには、為替リスクに加え、相応のリスクをとった投資が必要となる。リスク管理を厳格化することは当然としても、海外投資の採算を確保することも難しいであろう。

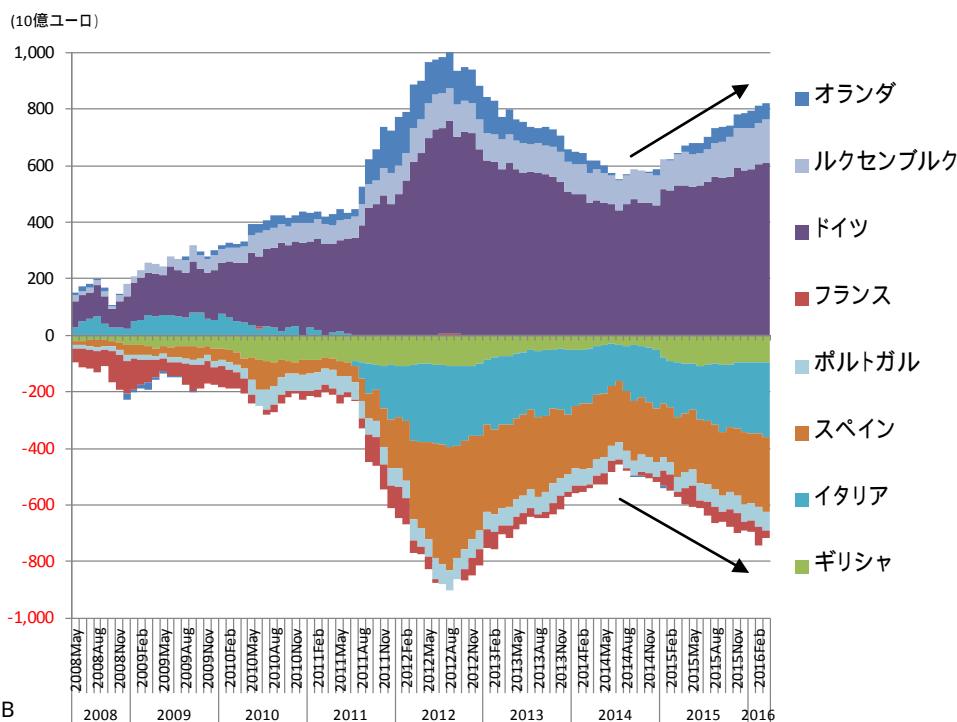
EU圏各国の中銀間の資金決済システムであるTARGET 2を見ると、マイナス金利導入以降、ドイツの債権拡大、南欧諸国の債務拡大が見られるなど、南欧諸国の銀行の資金調達におけるECB依存度が高まっている(図表16)。マイナス金利導入により欧州の金融システムが必ずしも安定してはいないと思われる。EU圏の金融システムは欧州債務危機後、一旦安定したものの、マイナス金利政策導入により、やや不安定化する懸念があるかもしれない。

日本についても時間が経てば経つほど、金融システムへの悪影響がますます増幅する可能性がある。日本の金融システム安定のため、少なくともマイナス金利の拡大に対しては慎重な対応が求められると思われる。

図表15：ドル円ベーススワップの推移



図表16：EU圏主要国のTARGET 2 収支の推移



(2) 限界を迎えつつある量的緩和政策

これまで、日銀の量的緩和政策は、邦銀の日銀預け金の増加が支えてきた（マネタリーベース 386 兆円（2016 年 4 月末）のうち、現金（貨幣・日銀券）102 兆円、日銀預け金 284 兆円）。しかし、今後については、現金の大幅増加（＝タンス預金増ないしは国民の財布の中身の増加）は引き続き容易ではなく、邦銀の日銀預け金も、下記の要因から、大幅に増やすことは難しい。従って、マネタリーベースの拡大を持続するのは難しくなっている。

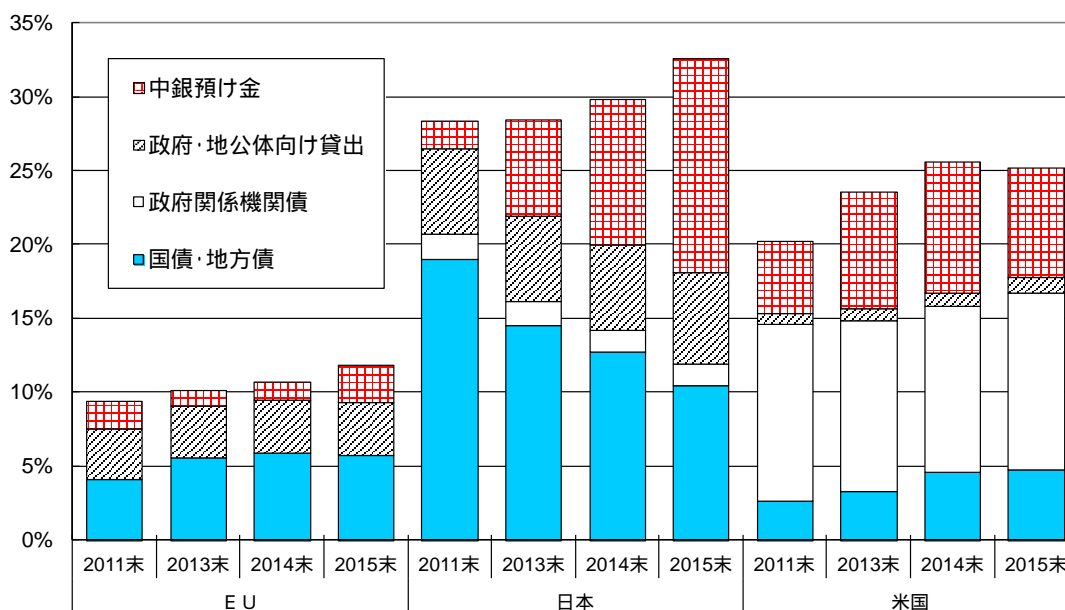
邦銀が国債の日銀への債券売却（＝日銀預け金増）を進めてきた結果、売却可能な国債が少ないこと。

これまで日銀への超過準備預金には 0.1%の付利があったが、今後拡大する超過準備預金についてゼロ金利ないしはマイナス金利が適用されるため、マイナス金利によって債券価格が上昇しても、日銀への債券売却インセンティブが乏しいこと。

邦銀の日銀預け金がバランスシートに占める割合が、欧米諸国と比べ多く、“低収益資産”である日銀預け金が銀行の収益性の下押し要因となること（図表 17）。

収益性改善のための日銀預け金圧縮が困難である（日銀預け金は、日銀が売りオペをしない限り、銀行全体として日銀預け金圧縮は困難）

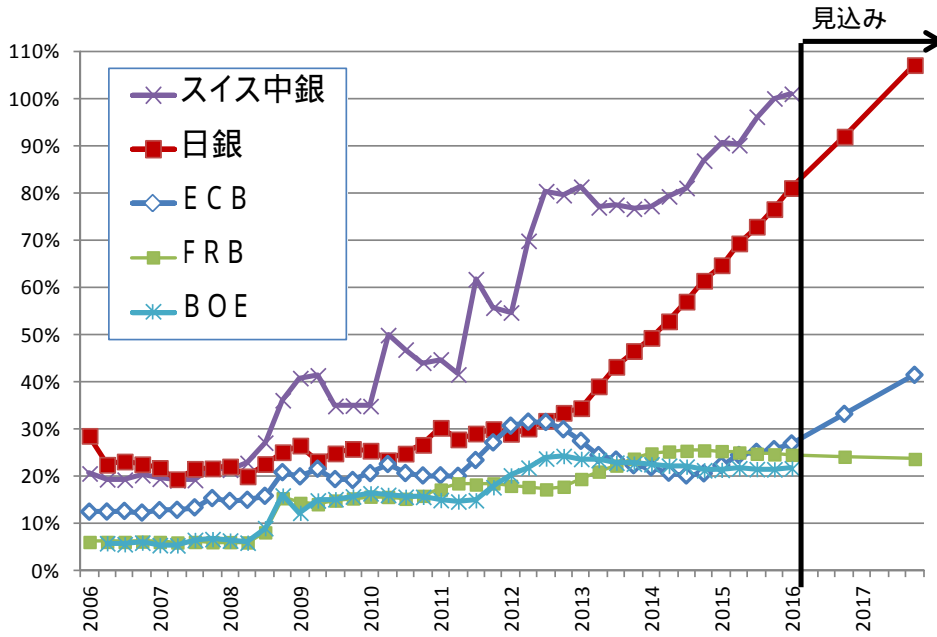
図表 17：日米欧銀の中銀預け金・ソブリン保有構成（対総資産比）比較



(出所)日銀、ECB、FDIC資料より作成

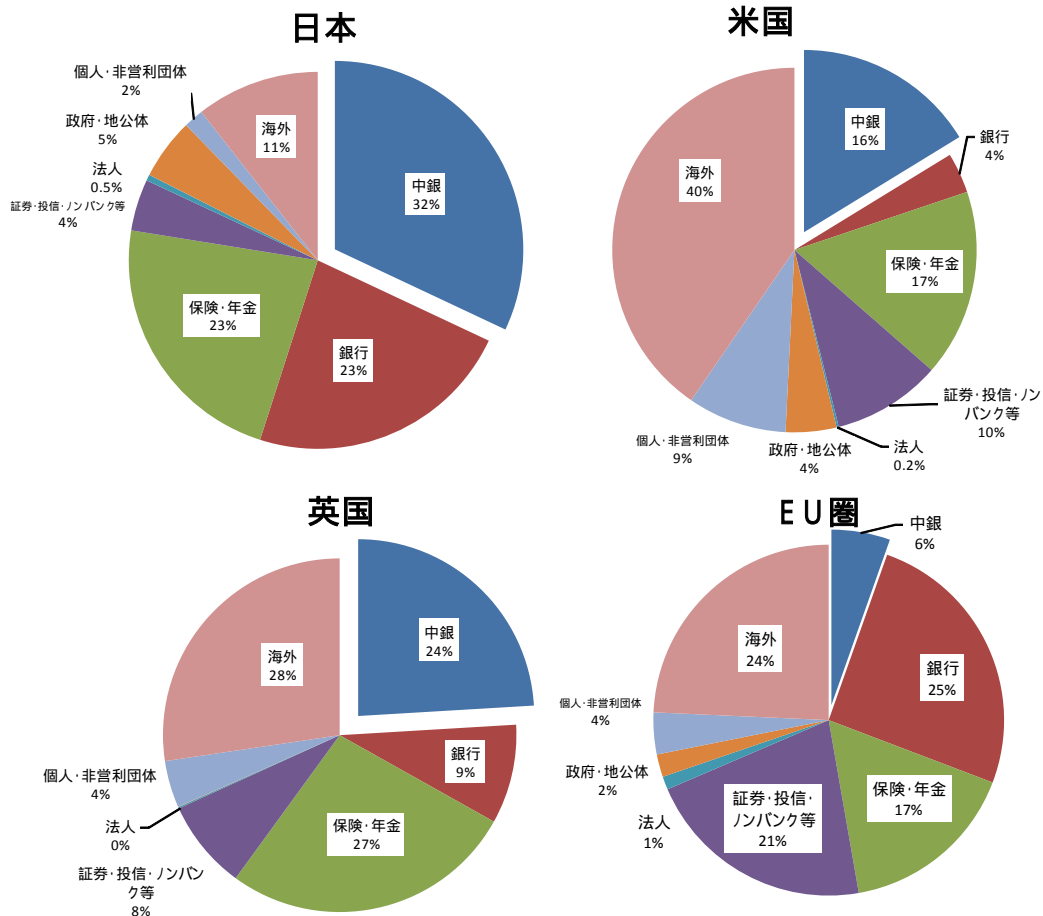
足元、マイナス金利政策と同時に従来の量的緩和政策も同時に進めているが、年間 80 兆円のマネタリーベース増加を進めた結果、今や日銀の総資産（対 GDP 比）で見てもスイス中銀と並ぶ規模である（図表 18）。また、日銀は、今や日本国債の最大の投資家で、他国と比較しても突出して高い（図表 19）。マネタリーベース拡大が難しくなることも勘案すると、量的緩和は早晩限界を迎えよう。従って、今後量的緩和の縮小が課題として浮上してこよう。

図表 18：各国中銀の総資産（対GDP比）の推移



(出所) 各国中銀資料より作成

図表 19：日・米・欧国債の保有者構成比較 (2015 年末)



注) EUは民間債含む
(出所) 日本銀行、FRB、DMO、ECB

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。