欧州経済金融

ユーロ圏のマイナス金利と銀行貸出

～問われる政策継続の妥当性～

山口　勝義

要旨

マイナス金利の銀行貸出促進効果には限界があるほか、銀行収益が圧迫されるなか、逆に貸出金利の引上げで景気回復が阻害される可能性がある。また、過度の貯蓄が需要を抑制する懸念もある。このため、マイナス金利は長く継続すべき政策とは考え難い。

はじめに

年初から波乱に見舞われた世界の金融市場も、ようやく落ち着きを取り戻してきている。とはいえ、主要国の株式市場などでは、引き続き不安感を拭いきれてはいない（図表 1）。

今回の市場波乱では、様々な要因が複合して働いていた。中国不安の再燃や新興国懸念の強まり、さらには米国経済を含む世界経済減速の懸念やユーロ圏の銀行を取り巻く懸念の拡大などである。こうした材料の多くは今後も残存することになるため、これに対する警戒感が、リスクオンに向けた動きを慎重なものにしているものと考えられる。

このうち中国経済については、過剰投資や過剰債務という重い問題に対処しつつ消費主導の経済に向けた構造改革が進められる過程では、資源価格や素材価格の下落が今後も中期的に世界経済に影を落とす可能性が大きい。また、ユーロ圏の銀行にかかる懸念も根深いものがある。不冴な 2015 年決算、マイナス金利の拡大による収益圧迫懸念、不良債権の増加懸念などがあり、16 年から導入された銀行破綻処理の一元化策も、それが及ぼす影響について不透明感を伴っている。こうした下で、市場では銀行株価の低迷が明らかである（図表 2）。

（資料）図表 1、2 は Bloomberg のデータから農中総研作成

このように金融緩和による銀行収益の圧迫が懸念材料のひとつになるなか、一方では金融政策の限界が、政策余地とともに政策効果自体についても強く意識されるようになってきている。焦点のマイナス金利政策についても、その主要な目的は量的緩和策（QE）などにより供給された流動性を銀行貸出の促進を通じて実体経済に浸透させる点にあると考えられるが、実際に狙いどおりの効果をあげてきたと言えるのだろうか。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

企業などの資金需要と銀行の与信基準

ECB は 14 年 6 月に、市中銀行による中央銀行預金の余剰部分に適用する金利を▲0.1%に引き下げることでマイナス金利を導入した。その後、14 年 9 月、15 年 12 月、16 年 3 月に各 0.1%の引下げを行い、現在の金利水準は▲0.4%である。

また、ECB は 14 年 6 月には銀行に対し低利で貸出原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設した。さらに、QE については、同年 9 月に貸出債権を担保とするカバードボンドなどの新たな購入策、15 年 1 月には国債などを対象に加えた購入策の実施を決定し、それぞれ 14 年 10 月、15 年 3 月にこれらを開始している。加えて、16 年 3 月には新たなスキームの TLTRO Ⅱの実施を決め、6 月に開始の予定である。

ECB はユーロ圏における銀行貸出の実態把握を目的して、四半期ごとに質問状に基づく「銀行貸出調査」を行っている。この調査結果から企業や家計の資金需要や、銀行の与信基準の推移を見れば、12 年半ばから 13 年当初を境に一転し、需資の回復や与信基準の緩和傾向が明確になっている（図表 3～6）[注1]。ただし、この過程でマイナス金利が果たした役割については、必ずしも明確ではない。

ユーロ圏では財政危機に対処するため、ECB が 11 年 12 月と 12 年 2 月の 2 回にわたり長期リファイナンスオペ（LTRO）を通じて大規模な資金供給を実施し、さらに 12 年 7 月にはドラギ総裁がユーロを守るためには必要なあらゆる措置を講じると言明したうえで、9 月には無制限の国債購入策（OMT）の導入を行った。これにより危機は終息に向かったが、上記の需資の回復や与信基準の緩和の動きは、これに伴う経済や市場情勢にかかるセンチメントの大幅な改善に伴うものであったように考えられる。その一方で、マイナス金利については、14 年 6 月の導入以降にむしろこの動きが逆転する局面も現れており、銀行貸出の促進に向け十分な効果があったとは言い難い。

（資料）図表 3～6 は、ECB のデータから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

銀行貸出の実際と銀行収益の圧迫

こうしたなか、実際の銀行貸出の動向を確認すれば、その残高の伸び率は 15 年にようやく前年比プラス圏に浮上した段階でしかない（図表 7）。確かに、マイナス金利の導入と軌を一にして、14 年半ば以降にはスペインやイタリアなどで貸出金利の低下が一層進み、ユーロ圏全体として金融政策の波及経路の改善が見られてはいる。しかし、銀行による中央銀行への預金残高はマイナス金利の下でも増加を続けており、QE などにより供給された流動性を銀行貸出の促進を通じて実体経済に浸透させるというマイナス金利の狙いは、十分に達成されていると言うことはできない（図表 8）。

その一方で、マイナス金利の負担の他にも銀行収益に対する圧迫は着実に強まってきている。銀行の貸出金利と銀行が受け入れる預金金利の推移を見れば、ともに 12 年頃からの低下傾向が明らかであるが、両者のスプレッドは、企業取引において、特に 14 年以降、一貫して縮小傾向にあり、銀行収益が圧迫されつつある実情が見て取れる（図表 9、10）。

ここで、企業からの預金に対する平均金利は既に 0.25%にまで低下している。マイナス金利の顧客への転嫁が困難なかではその下げ余地は限られており、これ以上のマイナス金利の拡大は銀行収益の一層の圧迫に繋がることになる。一方、家計からの預金については財政危機時に高い水準にあったことからその下げ余地は幾分大きいとはいえ、余裕があるとは言えず、その下げ止まりで同様に銀行収益を圧迫する可能性がある。

このような下で、改めて企業や家計に対する銀行の貸出金利の推移を見れば、

（資料）図表 7～10 は ECB のデータから農中総研作成

最近では下げ渋り、また一部には反転上昇する動きも現れている点が注目される（図表 9）。このように、銀行収益が圧迫を受けるなか、政策の狙いとは全く逆に、マイナス金利の拡大が景気回復を阻害する可能性があることを指摘できる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

銀行貸出を促進させ実体経済へ資金の浸透を図るというマイナス金利の狙いには、市中銀行の中央銀行預金にコストを生じさせることで銀行に貸出を促すとともに、企業や家計に対し積極的な資金調達で低金利を享受させ投資や消費を促す、という 2 つの側面がある。

このうち後者に関しては、先に見たように企業や家計の資金需要に近年頭打ちの動きが見られているが、これと整合的な推移を投資や消費動向の中にも確認することができる。すなわち、企業の投資比率は 13 年初を底に回復に転じたものの最近ではむしろ伸び悩んでおり、家計の同比率については低下傾向が継続している。また、家計の貯蓄比率には横ばい、または幾分上昇する気配があるが、これは家計の保守的な姿勢の反映と見ることができる（図表 11、12）[注 2]。

金利低下には、2 つの相反する効果が考えられる。第一には低金利を生かした現時点での投資や消費を活性化させる効果であり、これにより投資比率の上昇とともに貯蓄比率の低下が見込まれる。第二には、これとは逆に、利息収入の減少や、異例な政策の拡大に伴う将来に向けた不透明感の高まりが、投資や消費を低下させ、貯蓄を増加させる効果である。ユーロ圏では、高い債務比率、失業率の高止まり、貧富の格差拡大、賃金の伸び悩みなどがあり、また積極的な金融緩和の下でもインフレ期待の回復は極めて鈍いため、これらが相乗して、このうち第二の効果がより強く現れることになっているものと考えられる。

以上のように、マイナス金利の銀行貸出促進効果には限界があるばかりか、銀行収益が圧迫されるなか、逆に貸出金利の引上げで景気回復が阻害される可能性がある。また、貯蓄性向の過度の強まりがもともと弱い需要を一層抑制し、経済成長とインフレ率の更なる低下をもたらす懸念もある。このため、マイナス金利は長く継続すべき政策とは考え難い。今や、政策継続の妥当性が問われているのではないだろうか。(16. 4. 20 現在)

（資料） 図表 11、12 は Eurostat のデータから農中総研作成

[注 1] この調査では、毎回約 130 の銀行からの回答が集計されている。用語の定義は次のとおりである。

- 図表 3、4 の「資金需要」は、直近の四半期中に企業や家計の需資が増加したと回答した銀行の割合（%）から減少したと回答した銀行の割合（%）を引いたもの。
- 図表 5、6 の「銀行の与信基準」は、直近の四半期中に与信基準を厳格化したと回答した銀行の割合（%）から緩和したと回答した銀行の割合（%）を引いたもの。
- 図表 3、5 の「大企業」は、年間売上高が 50 百万ユーロを上回る企業であり、「中小企業」はこれ以下のもの。

[注 2] 投資比率は、非金融企業については総付加価値額、家計については可処分所得額に占める固定資本形成額の割合である。また、家計の貯蓄率は、可処分所得に対する貯蓄額の割合である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます