

マイナス金利長期化が及ぼす日欧経済への影響について

1. 日欧におけるマイナス金利政策の実施状況

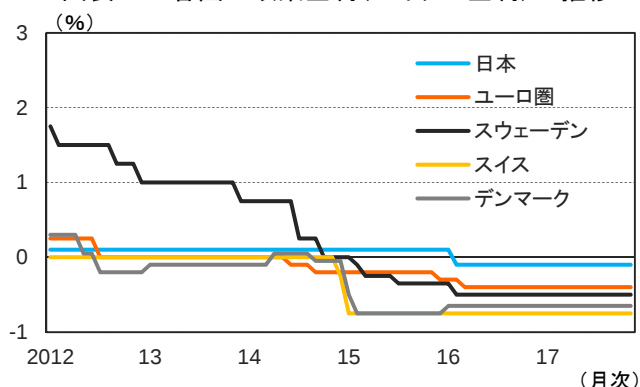
- 日本銀行が16年2月に日本銀行当座預金の一部に0.1%のマイナス金利適用を開始してから、2年近くが経過しようとしている。また先行する欧州では依然として、日本銀行よりも深いマイナス金利を適用しており、日本や欧州の各国で多くの国債金利がマイナス圏に沈むなど、異例の低金利環境が長期間継続している(図表1-1、1-2、1-3)。
- 本稿では、日欧で実施されたマイナス金利政策をはじめとする異例の低金利環境が経済や金融市場などに及ぼす影響を分析し、その有効性や副作用等について検討を行う。具体的には、マイナス金利適用前後のマクロ経済や、銀行収益の動向について日欧比較を行い、影響の差異や背景について分析する。
- 足元の景気については、日本で「いざなぎ景気」を超える戦後2番目の景気回復期間となるなど、力強い回復が続けているが、景気のピークが近づいているとの指摘も少なくない。こうした中、米国を中心とするいくつかの先進国では、利上げなど金融引き締めに向かう動きもあるが、金融引き締めペースは非常に緩やかであり、今後、景気後退に陥った際の金利引き下げ余地は各国で極めて限定的な状況にある。マイナス金利を経験していない国においても、次の景気後退期には、マイナス金利政策の検討を迫られる可能性があり、現在のマイナス金利政策を含めた異例の低金利政策の影響の分析は、次の景気後退への備えという点で意義があると考えられる。

図表1-1 日欧のマイナス金利政策

		日本	ユーロ圏	スウェーデン	スイス	デンマーク
金融緩和の目的		インフレ率押し上げ	インフレ率押し上げ	インフレ率押し上げ	通貨高抑制	通貨高抑制
マイナス金利	開始時期	16年2月	14年6月	15年2月	14年12月	12年7月 (14年4月終了) 14年9月再開
	適用対象	中銀預金金利	中銀預金金利	中銀レポレート 中銀預金金利	中銀預金金利	中銀預金金利
	現在の金利	▲0.1%	▲0.4%	▲0.50% ▲1.25%	▲0.75%	▲0.65%
その他の緩和策		国債買入 金利ターゲット (長期金利0%程度) に基づく	資産買入 月額300億€ (18年1~9月)	資産買入 150億クローナ (17年後半)	スイスフラン売り 為替介入	—

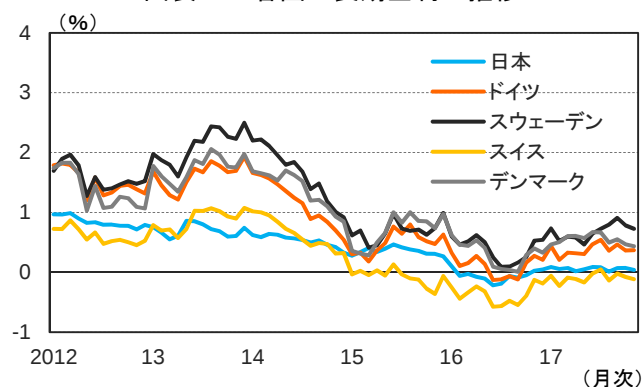
(備考) 1. 各国中銀等により日本政策投資銀行作成 2. 金利水準は17年11月末時点 3. デンマークは欧州債務危機に伴う通貨高抑制のためにマイナス金利を12年7月に導入、14年4月にプラスに引き上げたが、その後、ユーロ圏のマイナス金利導入を受け、14年9月に再開

図表1-2 各国の政策金利(マイナス金利)の推移



(備考) 1. 各国中銀により日本政策投資銀行作成
2. スウェーデンはレポレート

図表1-3 各国の長期金利の推移

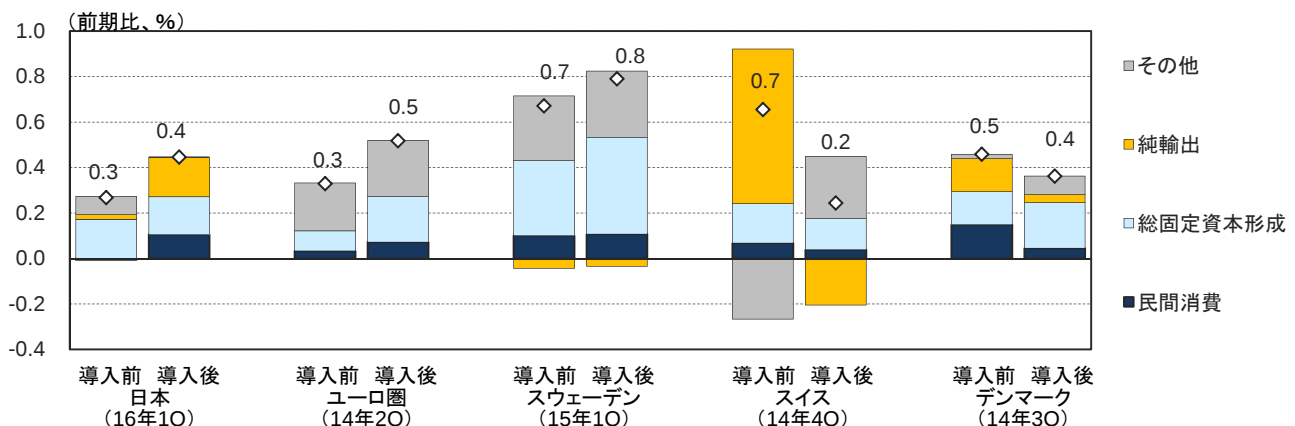


(備考) 各国財務省等により日本政策投資銀行作成

2. 低金利環境下における日欧の経済動向

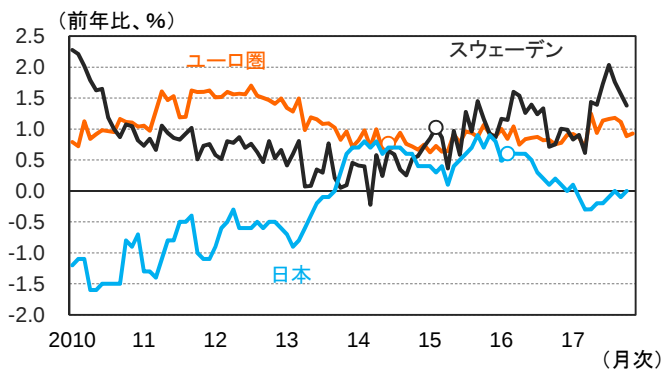
- 低金利環境下における各国の経済は概ね堅調に推移しており、特にマイナス金利導入後から現在までの景気は、通貨高抑制のためにマイナス金利を導入したスイス、デンマーク以外の日本、ユーロ圏、スウェーデンで成長ペースが拡大している(図表2-1)。
- 特にマイナス金利導入後は、スイスを除く各国で共通して固定資本投資の拡大が成長率押し上げに寄与していることから、金利の大幅な押し下げによる景気浮揚効果が相応にあったと考えられる。また日本では、マイナス金利導入から現在までの成長ペース拡大の裏に、輸出の寄与増加があることから、16年半ば以降、世界経済全体の成長が高まったことや、以下でみる通貨安も輸出の下支え要因であると考えられる(図表2-1)。
- 次に、各国が政策導入の目的とした物価や為替については、どのような効果がみられているであろうか。まず物価については、力強い回復を続けるスウェーデンでは一時2%まで伸びが高まっており、景気過熱を懸念する声もある。ただし、日本やユーロ圏では物価上昇の動きは鈍く、緩和的な金融環境が当面続くとの根拠になっている(図表2-2)。
- また為替については、日本では、16年2月のマイナス金利導入直後は原油安や中国経済の減速懸念による質への逃避で通貨高に振れたものの、その後は過去に比べると比較的通貨安の水準にある。ユーロは、14年6月のマイナス金利導入以降、15年1月の量的緩和導入決定もあり、通貨安が進行した。なお、スイスは欧州債務危機などに起因する通貨高圧力に断続的にさらされ、無制限のスイスフラン売り為替介入をしていたが、14年12月にマイナス金利を導入したことで、15年1月に無制限の介入を停止。しかし、その後のスイスフランは通貨高方向にふれており、国内輸出産業の重しとなっている(図表2-3)。

図表2-1 マイナス金利導入前後の各国・地域の実質GDP成長率(四半期平均成長率)



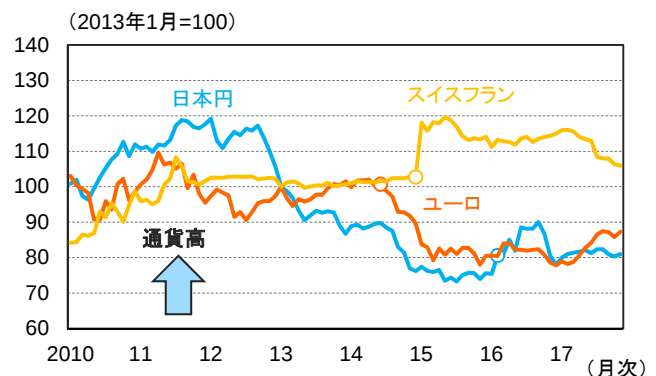
(備考) 1. 内閣府、Eurostatにより日本政策投資銀行作成 2. 導入前は、ユーロ圏で景気が底打ちした13年1Qから各国・地域のマイナス金利導入時点まで、導入後は、導入時点から17年3Qまで 3. 括弧内は各国・地域のマイナス金利導入時点

図表2-2 消費者物価上昇率(食品、エネルギーを除く)



(備考) 1. 総務省、Eurostatにより日本政策投資銀行作成
2. 日本は消費税の影響を除く
3. 丸はマイナス金利導入時点

図表2-3 為替レート

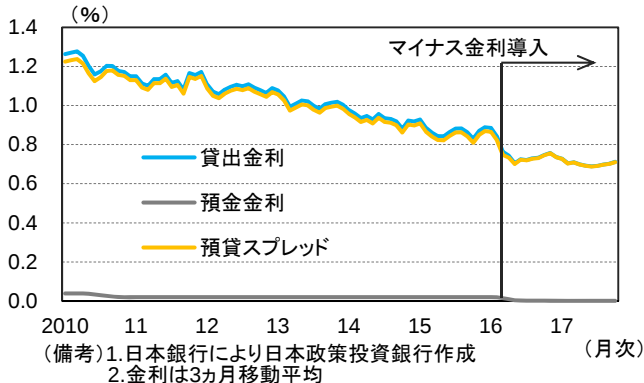


(備考) 1. 各国中銀により日本政策投資銀行作成
2. 日本円、ユーロは対ドル、スイスフランは対ユーロ
3. 丸はマイナス金利導入時点

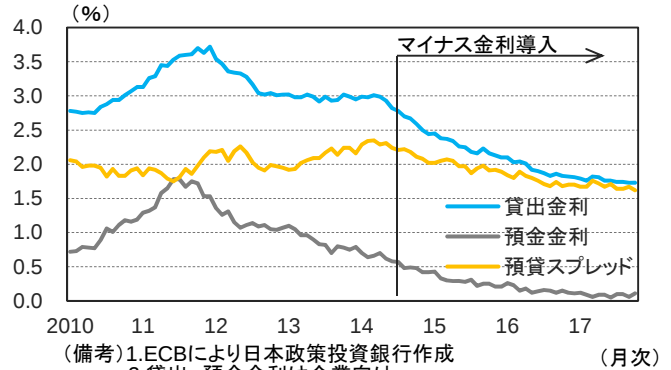
3. 銀行貸出への影響

- ・マイナス金利導入以降の貸出金利の動きをみると、日本、ユーロ圏の双方で金利低下に拍車がかかっている。預貸スプレッド(貸出金利－預金金利)をみると、日本、ユーロ圏ともに低下傾向にあるが、低金利環境が長く続き、預金金利がすでに0%程度まで低下していた日本では、預貸スプレッドが貸出金利と連動して動いているのに対し、ユーロ圏では、市場金利低下を預金金利にある程度転嫁できたため、預貸スプレッドの低下幅は貸出金利に比べ限定的となっている。この結果、預貸スプレッドの絶対水準でも、日本は90年台前半までは2%程度の利鞘を確保できていたが、近年は1%を下回る一方、ユーロ圏は日本の2倍程度の利鞘を確保している(図表3-1、3-2)。
- ・また貸出残高はマイナス金利導入以降、各国で伸びが高まっており、利鞘の低下を貸出量の拡大で補う動きがみられる。貸出先としては、主に個人向けが増えており、利鞘が厚い個人の住宅ローンなどへの偏重は各国で共通した動きとなっている。なお、日本では中小企業への貸出も増加しているが、相続税対策の個人企業のアパートローンなどが押し上げており、資金が全般的に不動産に向かっている(図表3-3、3-4、3-5)。
- ・各国の住宅価格をみると、特に貸出の伸びが高いスウェーデンやドイツなどで住宅価格が顕著に上昇しており、これらの国では、不動産バブルを警戒する声が高まっている(図表3-6)。

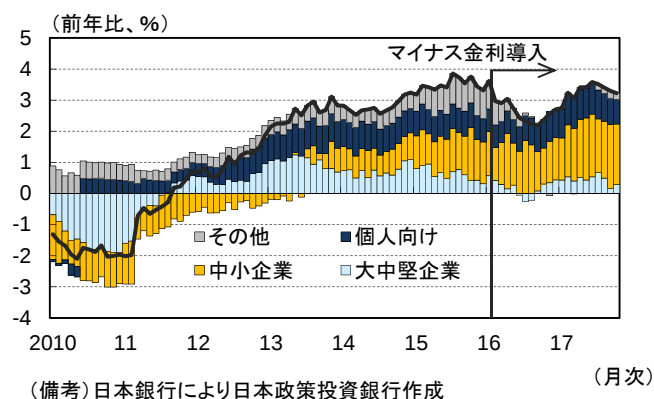
図表3-1 日本の銀行の貸出・預金金利



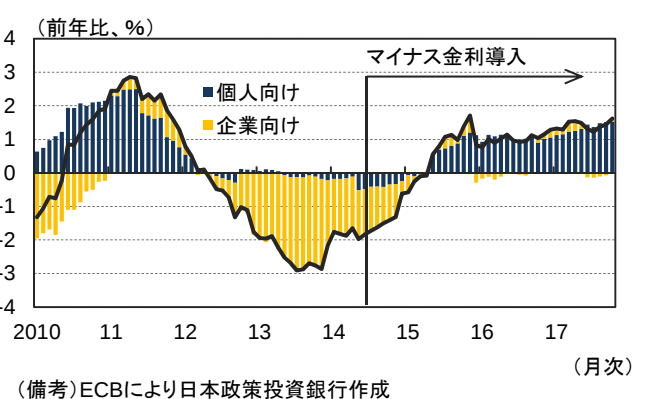
図表3-2 ユーロ圏の銀行の貸出・預金金利



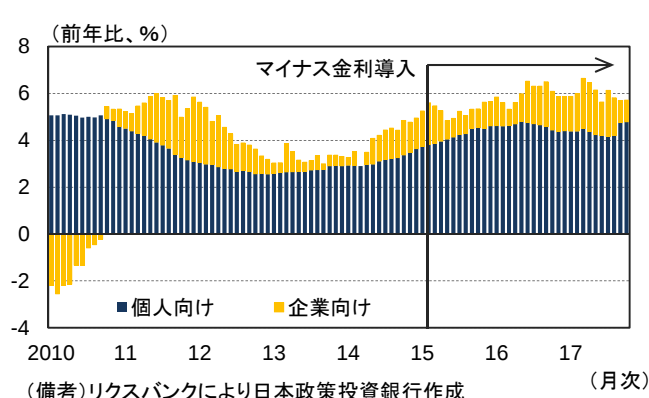
図表3-3 日本の銀行貸出残高



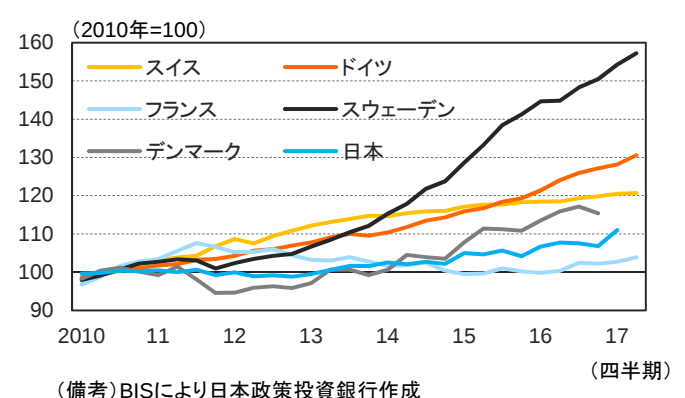
図表3-4 ユーロ圏の銀行貸出残高



図表3-5 スウェーデンの銀行貸出残高



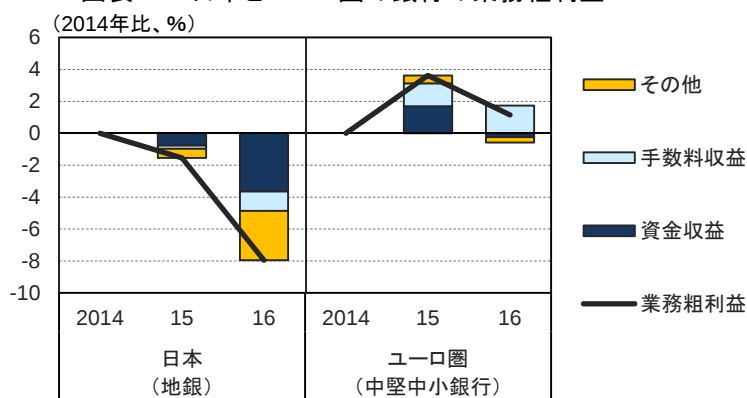
図表3-6 各国の住宅価格



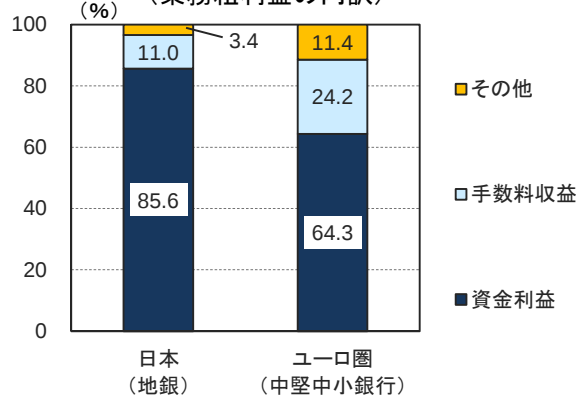
4. 日本と欧州の銀行収益への影響

- 以下では、低金利環境下における邦銀と欧州銀行の収益の状況について、収益構造や資金調達構造などを踏まえて比較検証する。なおグローバル展開を行う都銀や欧州の大手銀行は、必ずしもマイナス金利の影響を受けないため、国内は地銀、欧州は中堅中小規模の銀行を対象を絞り分析を行う。またデータの制約上、欧州はユーロ圏の銀行を邦銀との比較対象とする。
- まず銀行の業務粗利益をみると、日本では16年度まで減益が続いている。特に利鞘の低下を反映し、貸出などの資金収益の減少が下押ししており、マイナス金利導入後の16年度はその傾向が顕著になっている。他方、ユーロ圏では、資金収益の低下は15年から16年にかけてみられたが、その影響は限定的。前述したように日本に比べ、利鞘の絶対水準が高い点や貸出量の増加が下支えしたとみられる。また手数料収益が全体を押し上げており、貸出に過度に依存しない点で日本と異なる(図表4-1、4-2)。
- また資金調達コストの観点から日欧の銀行の負債サイドの内訳をみると、ユーロ圏では、日本よりも預金の比率が低く、市場調達の割合が高い。市場調達の金利は預金金利よりも可変的であり、ユーロ圏の銀行は市場調達においても金利低下の恩恵を大いに享受できたと考えられる(図表4-3)。
- 金融庁は17年10月に公表した金融レポートにおいて、特に低金利環境の長期化が利鞘を限界まで縮小させ、地銀を中心に邦銀の収益を圧迫していると指摘、こうした環境において、地銀などでは、前述したように比較的利鞘の厚い個人向けの住宅ローン等の融資拡大や有価証券運用に活路を求め、収益を確保しようとする動きがみられると報告している(図表4-4)。
- 貸出の不動産への偏重や有価証券運用による市場金利リスクの拡大は、資産価格急落や金利急騰など、なんらかの市場のショックが起こった際に銀行収益を大きく傷めるだけでなく、金融仲介機能の大幅な低下を通じて、経済にマイナスの影響をもたらす。

図表4-1 日本とユーロ圏の銀行の業務粗利益

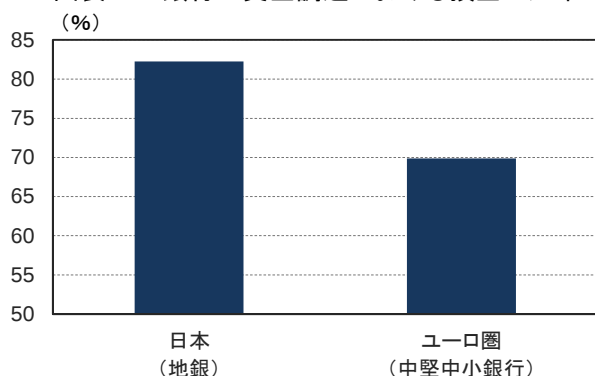


図表4-2 日本とユーロ圏の銀行の収益構造 (業務粗利益の内訳)

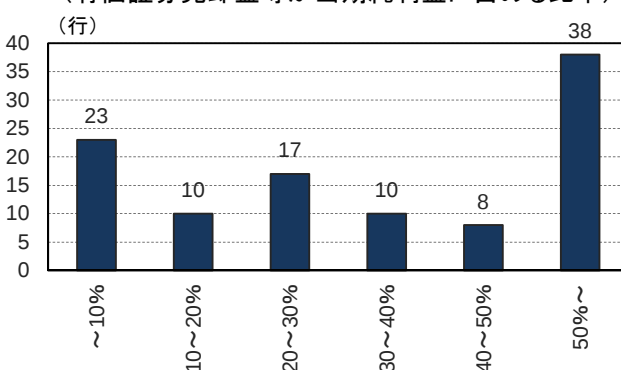


(備考) 1. 全国銀行協会、ECBにより日本政策投資銀行作成 2. 国内銀行単体ベース、ユーロ圏の中堅中小銀行は、総資産がEU全銀行の総資産の0.5%未満の銀行 3. 収益内訳のその他にはトレーディング収益や有価証券売却損益などが含まれる 4. 日本は年度、ユーロ圏は暦年、右図の収益構造は過去5年平均の構成比

図表4-3 銀行の資金調達における預金の比率



図表4-4 地銀の有価証券運用の依存度 (有価証券売却益等が当期純利益に占める比率)



(備考) 1. 日本銀行、ECBにより日本政策投資銀行作成 2. 16年末時点 3. 総資産に占める預金の比率

(備考) 1. 金融庁により日本政策投資銀行作成 2. 16年度決算 3. 売却益等には投信解約益を含む

5. 今後の展望

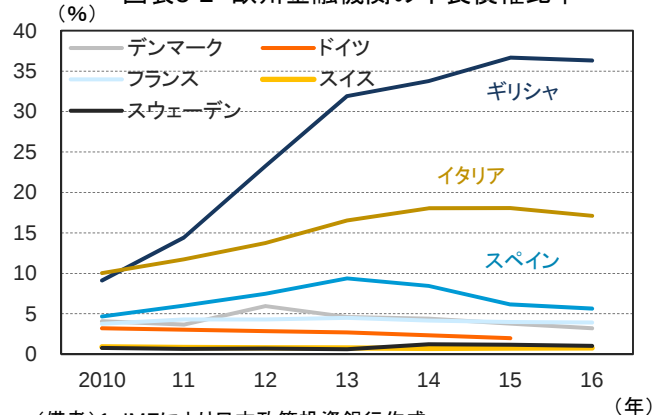
- 以上、マイナス金利を中心に日欧の低金利環境が経済に及ぼす影響をみてきた。マイナス金利導入後の日欧経済は、低金利による固定資本投資の押し上げや16年半ば以降の世界経済の回復もあり、概ね成長ペースの拡大がみられた。他方、銀行収益をみると、日本では、利鞘が圧縮され、銀行の収益が大きく下押しされている。ユーロ圏では、マイナス金利開始時点で預金金利が相応の水準にあり、市場金利低下を調達金利にある程度転嫁できたこと、手数料収入による下支えがあることなどから、一定程度の利益を確保している。また日本、ユーロ圏の物価については、依然伸び悩みが続く一方、為替は比較的通貨安の水準で推移しており、輸出を下支えしている。
- IMFは、マイナス金利政策について、現段階で景気刺激効果を認めているものの、長期間継続することで銀行収益を悪化させるリスクを指摘している。ユーロ圏では、ECBが18年から量的緩和の規模を月額300億ユーロに半減させているが、物価の伸びが鈍い中、マイナス金利引き上げについては、19年以降になるとの見方が多い。また他の欧州各国でも、マイナス金利政策が当面続くとの見方が大勢となっている(図表5-1)。
- ユーロ圏の南欧諸国では、多額の不良債権を抱え、収益基盤が脆弱な銀行もあるとみられ、異例の低金利環境が長期間継続すると、不良債権処理が一向に進まず、景気悪化時の金融システム問題の拡大につながるおそれもある(図表5-2)。
- また日本銀行の黒田総裁は17年11月の講演で、金利が景気に中立的な自然利子率を過度に下回ると、金融仲介機能の低下を通じ経済に副作用を及ぼす「リバーサル・レート」の概念に言及した。日本銀行は現在、金利を一定水準(短期金利▲0.1%、長期金利0%)にコントロールする金利ターゲット政策を行っているが、今後、景気回復に伴い自然利子率が緩やかに高まり、政策的に押し下げてきた金利の自然利子率からの乖離が大きくなる場合には、日本銀行が政策の効果と副作用を検討した上で、過度な低金利是正に向けて、ターゲット引き上げなど、なんらかの政策変更にも動く可能性も想定される(図表5-3)。

図表5-1 政策金利(マイナス金利)の見通し

	16年末 (実績)	17年末	18年末
日本	▲0.10%	▲0.10%	▲0.10%
ユーロ圏	▲0.40%	▲0.40%	▲0.40%
スウェーデン	▲0.50%	▲0.50%	▲0.25%
スイス	▲0.75%	▲0.75%	▲0.75%
デンマーク	▲0.65%	▲0.65%	▲0.65%

(備考) 1. 民間金融機関、シンクタンク等の見通しにより日本政策投資銀行作成
2. スウェーデンはレポレート 3. 見通しは17年11月末時点

図表5-2 欧州金融機関の不良債権比率



(備考) 1. IMFにより日本政策投資銀行作成
2. 不良債権は90日以上延滞債権 3. 暦年末時点

図表5-3 日本銀行当局者の緩和の副作用に関する発言等

発言者等	概要
中曽副総裁 講演(17年10月)	望ましいイールドカーブの形状について分析を進め、 <u>必要であればイールドカーブの調整を行う</u> と言及
黒田総裁 講演(17年11月)	金利が景気に中立的な自然利子率を過度に下回る場合は、金融仲介機能の低下を通じ経済に副作用を及ぼす「 <u>リバーサル・レート</u> 」の概念に言及
原田審議委員 講演(17年11月)	現在の金融政策運営について、「 <u>リバーサル・レート</u> 」が生じている状況ではないと指摘
日本銀行決定会合 主な意見(17年10月分)	追加緩和について、市場や金融機関への影響等から、 <u>プラスの効果より副作用の方が大きい</u> との指摘

(備考) 各種報道により日本政策投資銀行作成

©Development Bank of Japan Inc. 2018

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。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。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。当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部
Tel: 03-3244-1840