

2016/3/22

# SMAM ロンドンレポート

三井住友アセットマネジメント  
シニアエコノミスト 西垣 秀樹

## ユーロ圏のマイナス金利政策の現状評価と見通し

### 【ポイント】

- ① ECBのマイナス金利政策の主な狙いは貸出金利の低下を通じた貸出の増加にある。これまでのところ、ユーロ圏の銀行貸出は住宅ローンを中心に増加しており、マイナス金利政策がユーロ圏の銀行収益を大きく下押ししていない。ユーロ圏のマイナス金利政策は、貸出金利の水準や銀行の収益構造などを考慮すると、日本よりはプラスの効果が期待できるとみられる。
- ② ECBのマイナス金利政策は均衡実質金利の低下に沿ったものであり、物価の下振れリスクを考慮すると、当面継続するとみられる。
- ③ マイナス金利政策が長期化すれば、銀行収益への懸念が高まるだろう。ユーロ圏諸国がマイナス金利政策から脱却するためには構造改革の加速を通じて投資の活発化や潜在成長率の引き上げなどを急ぐ必要があるだろう。

日銀が1月にマイナス金利政策の導入を発表したことで先行的に導入している欧州に関心が集まった。

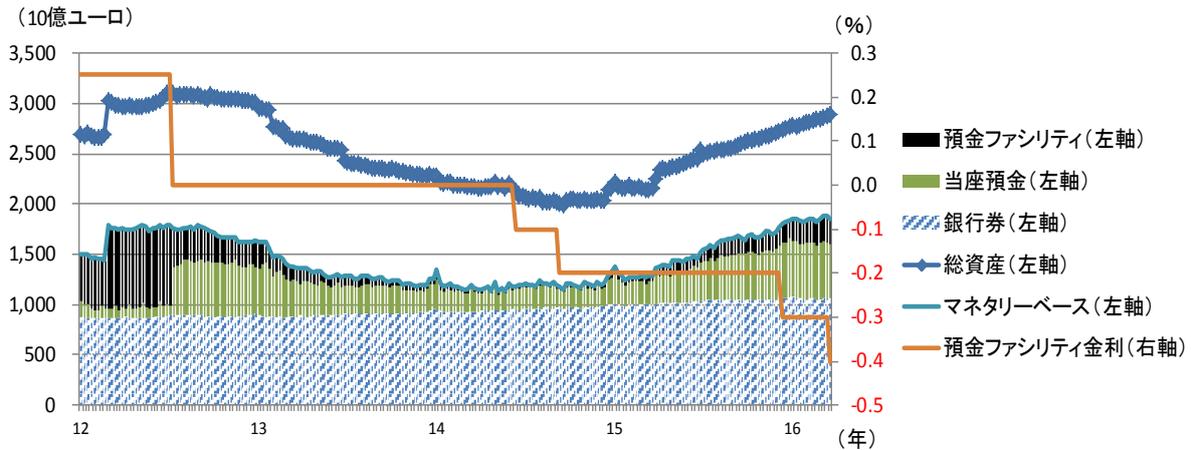
ECBの最近の金融政策を振り返ると、預金ファシリティ金利（政策金利の下限）は14年6月に0.0%から▲0.1%に引き下げられた後、追加の緩和によって現在▲0.4%である。一方、15年3月にECBは民間資産に加えて国債等の公的資産を買い取る政策を開始しており、今日までマイナス金利と量的緩和を中心とした金融政策を続けている。

ユーロ圏ではマイナス金利政策が導入されてから1年半以上経過したが、これまでの欧州の当局者や市場関係者等への取材によれば、マイナス金利政策は（先行きへの懸念はあるものの）当初の想定以上に機能しているという評価が一般的だ。日本ではマイナス金利政策に否定的な見方が多いが、日本と欧州ではその評価が微妙に異なっている点が興味深い。

### マイナス金利の主な狙いは貸出の増加

マイナス金利政策の主な狙いは、民間銀行が抱える過剰流動性にコストを求めることで貸出のインセンティブを高め、市場金利の低下や資産価格の押し上げを通じて民間支出を拡大させることであると考えられる。それによってGDPギャップを縮小させ、インフレ率を浮揚させることが期待されている。預金ファシリティ金利を引き下げると短期的にはユーロ圏要因になるものの、持続的な効果は見込めない。一方、貸出金利の低下によって時間はかかるものの銀行借入の需要を促進する効果が期待できる。

ユーロシステムのバランスシートと預金ファシリティ金利

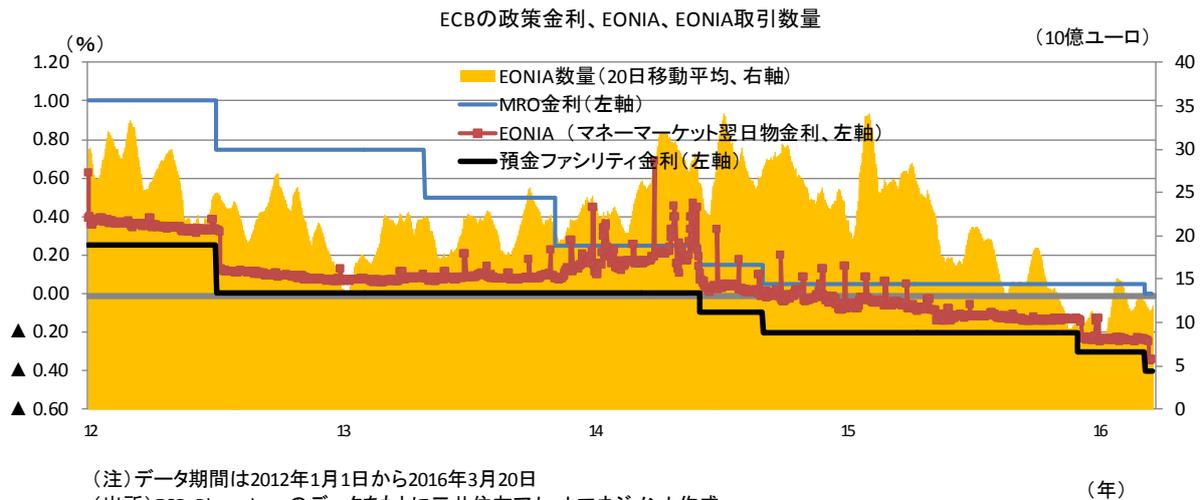


(注) データ期間は2012年1月6日から2016年3月18日の週(週末ベース)  
 (出所) ECB、Datastreamのデータをもとに三井住友アセットマネジメント作成

### マイナス金利でも短期金融市場の取引は成立するが、取引は低調

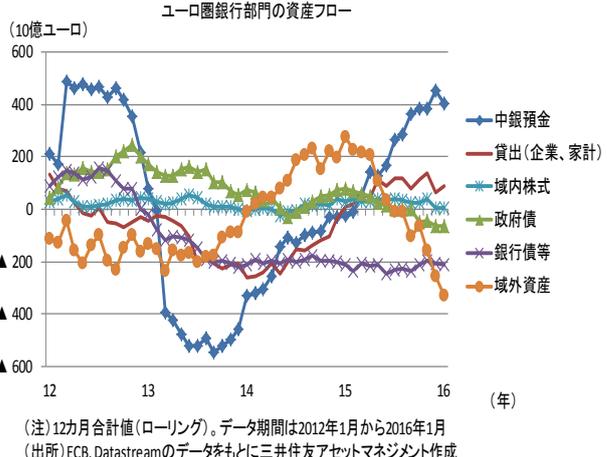
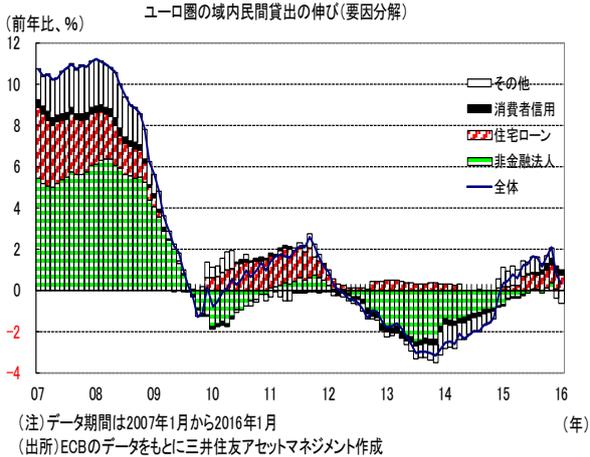
3月20日現在、ユーロ圏の民間銀行の過剰流動性は約6,700億ユーロであり、これに0.4%の金利負担がかかっている。銀行が1年間保有した場合の金利負担は約27億ユーロと計算されるが、これは銀行総資産の0.01%相当であり、マクロ的には金利負担は大きくない。銀行が流動性を引き上げないのは、現金通貨の保有や搬送にコストがかかることもある。現金通貨のコストについては1ユーロを使用することにコスト(単位あたり社会コスト)が2.3セント(2.3%)というECBの試算がある。

過剰流動性については、全く動いていないわけではなく、その一部は短期金融市場の資金貸借に回っており、短期金融市場が機能不全に陥っているということではない。ユーロ圏の場合、コリドーシステムによって民間銀行の中銀からの借入金利(MRO金利)と民間銀行が中銀に余剰資金を預ける預金ファシリティの金利の間には差があるため、資金貸借取引のインセンティブが存在する。例えば過剰流動性を抱える銀行は中銀預金に対して0.4%の金利を支払うよりは、(マイナスであっても)インターバンク市場で運用した方が相対的に収益は改善するため、インターバンク市場に資金を供給する誘因がある。一方で資金が不足する銀行は中銀から0.0%の金利(MRO金利)で借りるよりもさらに低い金利でインターバンク市場から資金を調達する方が効率的である。このため、マイナス金利であっても資金貸借取引は成立する。ただし、過剰流動性の増加とともにインターバンクでの借入需要が減少し、EONIA(マネーマーケットの翌日物金利)は預金ファシリティ金利(=市場金利の理論上の下限値)に接近しており、EONIAの取引数量は15年後半以降、減少傾向にある。



**貸出は増加しているが、企業向けは低調**

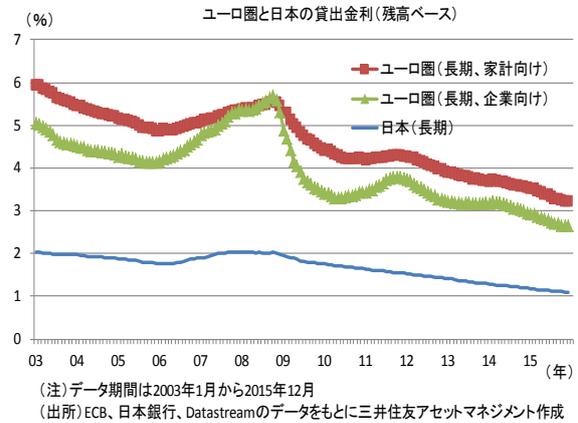
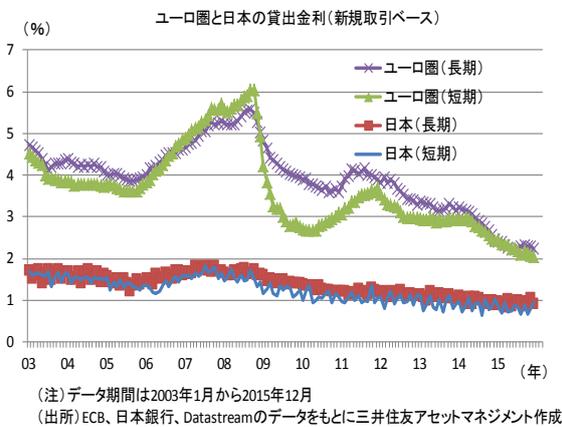
ECBは過剰流動性のもとで預金ファシリティ金利を引き下げることでEONIAの金利を低く誘導し、市中金利（貸出金利）の低下を促したこともあり、ユーロ圏の銀行貸出フローは足元で増加傾向にある。ただし、企業向け貸出は依然として低調であり、住宅ローンが中心である。貸出が増加しているのは、マイナス金利による住宅ローン金利の低下だけでなく、景気回復に伴う所得の増加やバランスシート調整の一巡、ECBの包括的な資産査定によって資本が安定したことなども影響している。過剰流動性と貸出フローを比較してみると、貸出の増加ペースは企業の信用リスクや資金需要の弱さも影響して非常に緩慢である。また域外資産は15年後半以降、減少傾向となっており、ポートフォリオリバランス効果が十分に発揮されているとは言い難い。



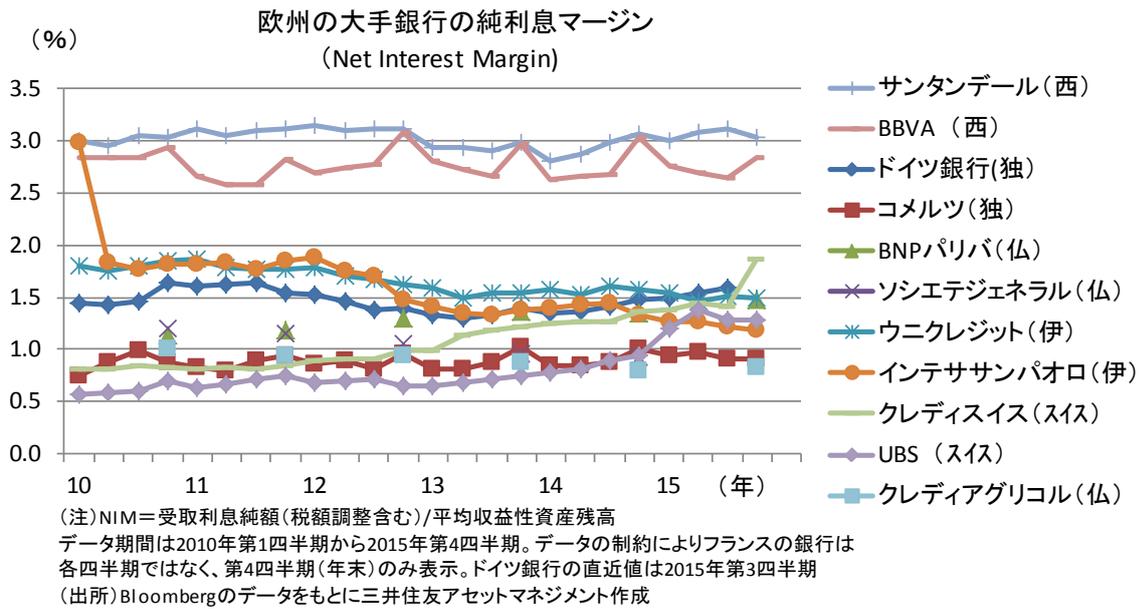
## ユーロ圏と日本の異なる点

日本では日銀のマイナス金利政策について銀行収益を圧迫し、その効果を懐疑的にみる見方が多い。一方、欧州では、マイナス金利政策を長期間続けると、銀行収益が悪化すると懸念の声度々聞かれるものの、少なくともこれまでのところは、ECBのマイナス金利政策が銀行収益に対して大きな圧迫要因になっていないという認識が一般的である。日本と欧州のマイナス金利政策の効果についてみられる認識ギャップはユーロ圏と日本の銀行システムの違いが影響している可能性がある。

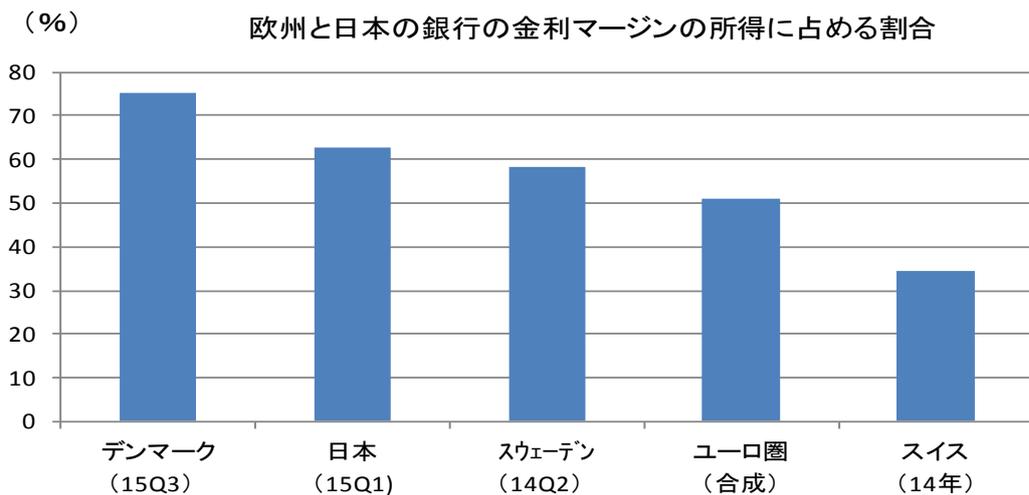
第1に、ユーロ圏の貸出金利はフローでもストックでも日本に比べてかなり高い水準にある。預金金利を差し引いた預貸スプレッドもユーロ圏の場合、日本を大きく上回っている。こうしたなか、ユーロ圏（特に金利が高い周辺国）では貸出金利の低下による追加的な需要刺激効果は日本よりもなお期待できると考えられる。



ところで預金金利は欧州でも既に低下しており、一段の低下余地は小さくなっている。一般に家計は企業や機関投資家に比べて預金から現金に換えるコストが小さいと考えられるためリテール預金の金利をマイナスにすれば、預金流出の懸念が強まり、銀行としては預金金利をマイナスにすることは難しい。こうしたなか、今後、ECBの預金ファシリティ金利（政策金利）が一段と低下していく中で、銀行の純利息マージンの縮小を懸念する声があるのは当然である。ただし、純利息マージンは貸出や名目 GDP などが増加すれば上昇する。これまでのところはユーロ圏の貸出が増加していることや銀行の資金調達コストが低下しているため、銀行収益に大きなマイナスの影響は出ていないとみられる。



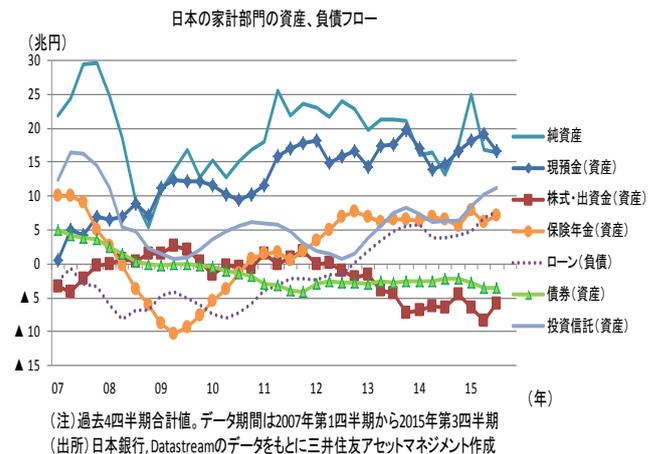
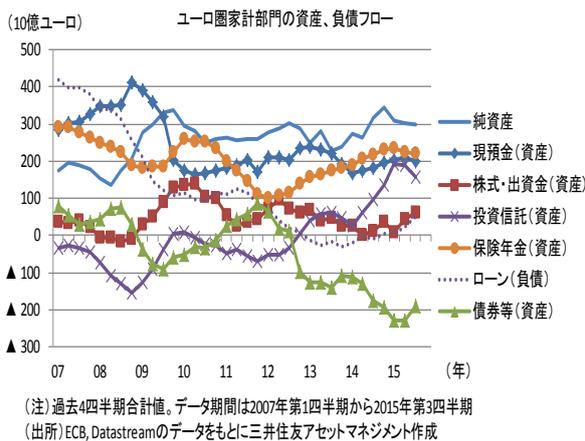
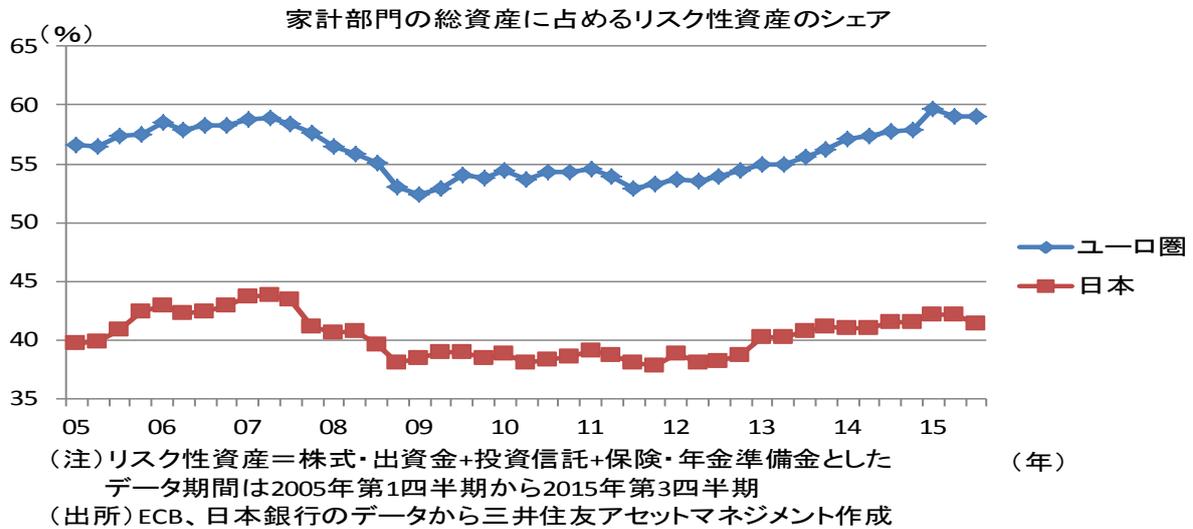
第2に、ユーロ圏は日本に比べて銀行収益に占める純金利収入の割合が低く(特にフランス)、逆に非金利収入の割合が高いという違いがある。仮に純金利収入が減少しても、非金利収入(手数料やトレーディング)が増加すれば、銀行収益の落ち込みを一部相殺できる。例えば銀行が中銀に対して値上がりした国債を売却してキャピタルゲインを実現すれば、銀行収益の押し上げ要因になる。また株価が上昇すれば、プライベートバンキングやアセットマネジメント部門での収益押し上げが期待できるだろう。当方が最近実施した ECB などへのヒアリングでも、こうした資産サイドの値動きも重要であり、マイナス金利政策は銀行部門(特に周辺国)には依然としてネットでプラスであるという強気の見方が示されている。



(注) ユーロ圏は主要4か国の平均値(13Q3~15Q3の直近値)  
(出所) IMFデータをもとに三井住友アセットマネジメント作成

第3に、第2の点とも関連するが、ユーロ圏の家計部門のリスク資産の割合は日本に比べて高いという特徴がある。例えば株式・出資金の構成比はユーロ圏が17%、日本が10%であり、投資信託の構成比はユーロ圏が9%、日本が5%程度である。

ユーロ圏では14年のマイナス金利導入以降、家計部門は投資ファンドなどリスク資産への投資フローを増加させており、リスクテイクがある程度おこなわれたとみられる。



### 均衡実質金利の低下に沿って預金ファシリティ金利が低下

ユーロ圏の物価の下振れリスクが依然として大きい点を踏まえると、ECBは今後も、マイナス金利政策と量的緩和政策を継続せざるを得ないだろう。ECBは金融緩和が過剰なリスクテイク（高い利回りを求める動き）や不動産バブルを引き起こすリスク（金融システム不安定化リスク）にも当然注意を払っている。欧州諸国の不動産価格の動向をみると、ドイツなどで上昇傾向がみられるが、これまでの当局への取材によれば、近い将来のバブルへの懸念は意外と限定的である。不動産バブルのリスクに対してはマクロプルーデンス政策で対応するのが基本であり、金融政策として不動産バブルを未然に防ぐために追加緩和をためらうという視点はあまりないという印象である。

マイナス金利政策が正当化される理論的根拠の一つとして、金融危機後に均衡実質金利がグローバルレベルで低下した可能性が指摘できる。ちなみにBOEは昨年12月に発表したワーキングペーパーで世界の長期の実質金利は過去30年で約450ベース低下したが、このうち（トレンド）成長率の鈍化によって100ベース低下、貯蓄投資バランスの構造変化で300ベース低下

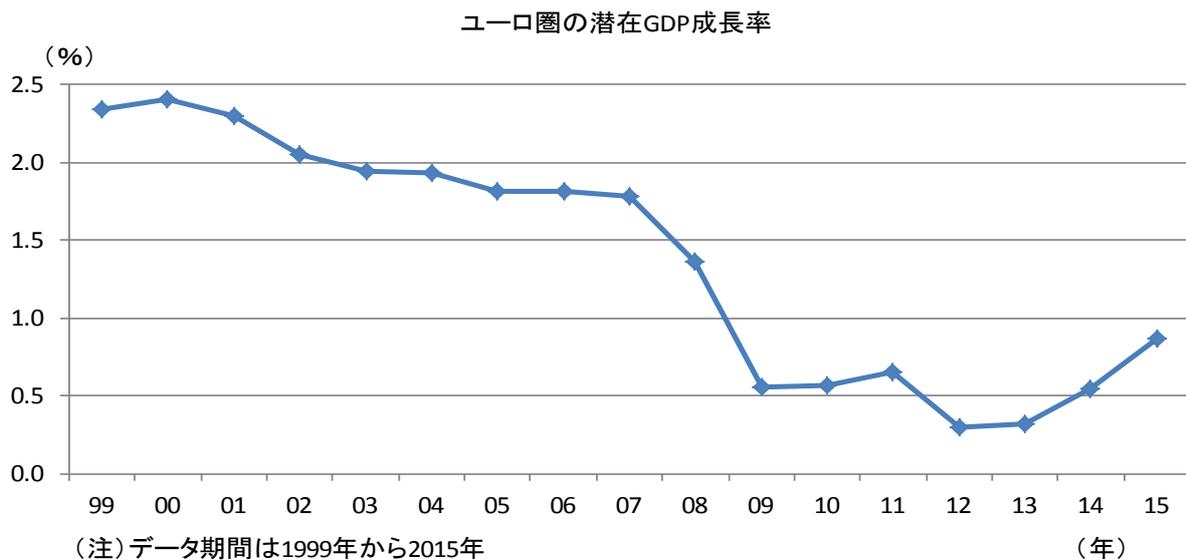
したとの見解を示している。

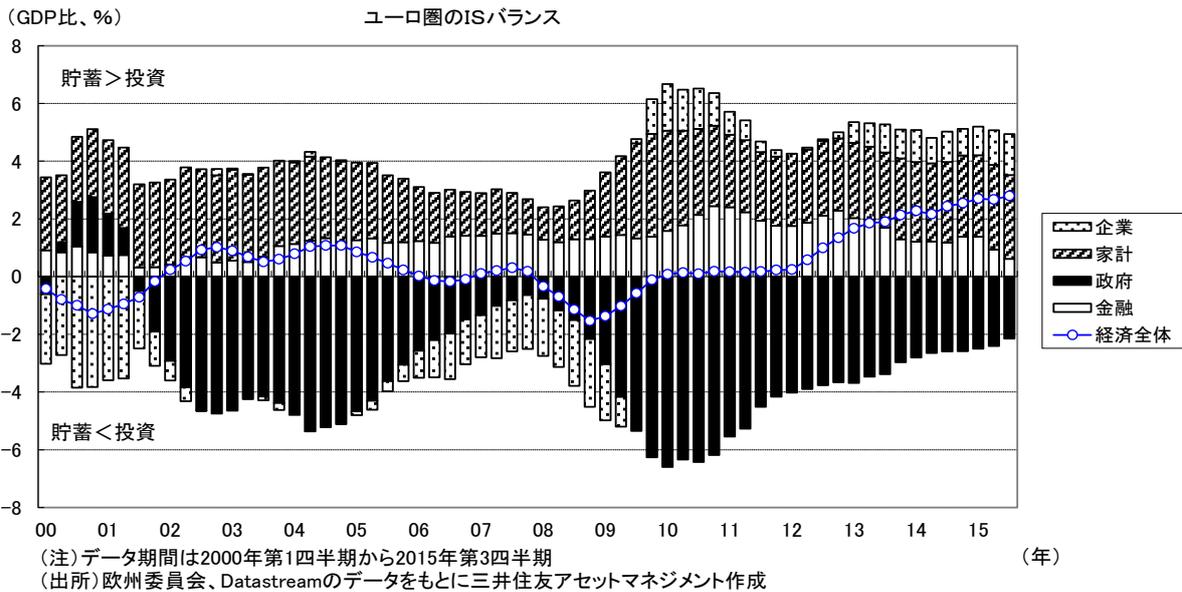
ユーロ圏の均衡実質金利も人口成長率や生産性の鈍化、デレバレッジ（貯蓄超過）などによって低下した可能性が高い。例えば、ユーロ圏の潜在成長率は金融危機前には 2% 近傍だったが、足元は 1% 程度まで低下したとみられる。また貯蓄投資バランスの面でも、金融危機前はほぼ均衡していたが、最近ドイツを中心に大幅な貯蓄超過となっており、金利の下押し圧力が強まっている。ECB からすれば、均衡実質金利がマイナスまで低下したのであれば、それに沿って政策金利を下げていかななくてはならないということになるだろう。

### マイナス金利政策の本当の評価はこれから、異常事態を防ぐための成長政策が不可欠

ユーロ圏のマイナス金利政策は導入以来、1 年半以上経過したが、その弊害が大きくなるとすればこれからであり、今後の政策評価が一段と重要になる。マイナス金利政策という異常な世界が長期化するほど金融機関の収益への懸念が高まり、ビジネスモデルの転換が求められるだけでなく、現金や、現金と預金の交換に対する課税の議論が活発になるかもしれない。こうしたなかで金融システムや社会構造が混乱を伴いながら大きく変わっていく可能性もある。さらにユーロ圏の場合には貯蓄が相対的に多いドイツから借金が相対的に多い南欧諸国への実質的な所得移転という性質も伴うことで一段と複雑な政治問題になっていくシナリオも無視できない。

ECB の預金ファシリティ金利がさらに低下していく状況を防ぐためには、ユーロ圏諸国がグローバル経済や輸出環境の改善を待つのではなく、構造改革を加速させ、投資環境の改善や潜在成長率の引き上げを急ぐ必要があるだろう。現状の欧州では財政政策に一定の縛りがある上に、構造改革を加速させるためのポリティカルキャピタルが脆弱とみられ、ユーロ圏のマイナス金利政策が早期に終了する見通しは残念ながら立たないといわざるを得ない。現時点では、ユーロ圏のマイナス金利政策は日本よりもプラス効果をもつとみられるが、欧州の日本化を回避するために欧州諸国に残された時間はあまりないと思われる。





以 上

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友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