

# 預金動向からみた欧州マイナス金利の影響

## <要旨>

ユーロ圏では、マイナス金利政策導入後も顧客の預金金利はプラスであり、預金残高は増加している。しかし、①家計や企業の要求払い預金への資金シフトもあり、銀行の調達構造が短期化し、②短期の市場運用がマイナス利回りとなった結果、調達と運用の期間ミスマッチ拡大や、無理な市場運用・貸出行動に繋がりがやすい環境となっている。

欧州中央銀行(ECB)の物価目標は未達であり、マイナス金利政策はさらに1年以上続く可能性が高いことから、その過程で悪影響が顕在化する可能性には引き続き注意が必要である。また、わが国にとってもユーロ圏の動向は先行事例として重要である。

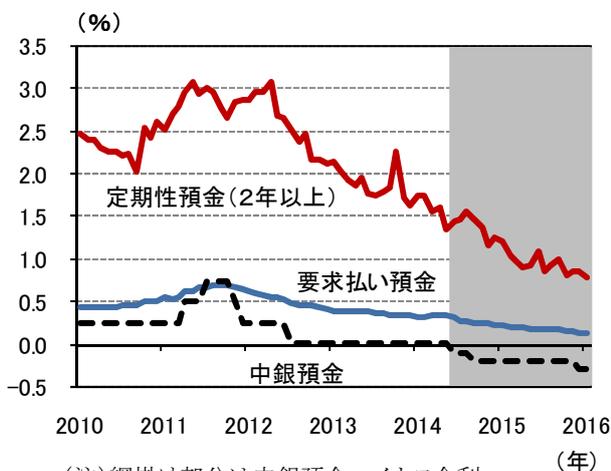
わが国でマイナス金利政策が導入されてから約1ヶ月が経過した。日本に先立って欧州中央銀行(ECB)は、2014年6月に市中銀行に対する負債(中銀預金)にマイナス金利を適用する政策(マイナス金利政策)を導入した。

本稿では、マイナス金利政策採用から2年弱となるユーロ圏においては、顧客預金に変化が生じたのか、それを受けて銀行の資金繰りに影響があったのか、について考察する。

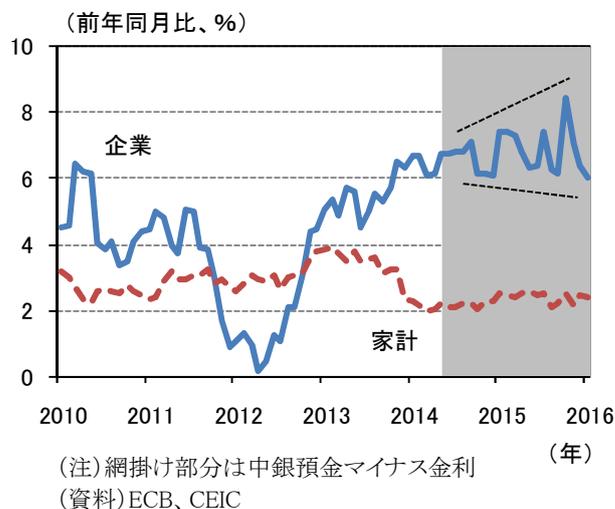
## 1. 顧客預金に生じた変化

ユーロ圏では、マイナス金利政策(当初-0.1%、現在は-0.4%)導入後も、預金金利はプラスを維持しており、預金残高も増加している。しかし、預金残高の変化率をみると、家計の預金が前年比2%前半で比較的安定しているのに対し、非金融企業(以下、企業)の預金では変化率の振幅が拡大傾向にある(図表1、2)。

図表1 ユーロ圏預金金利



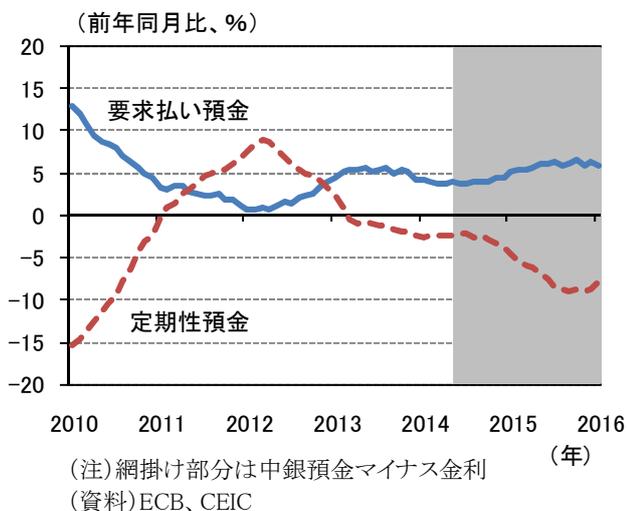
図表2 預金残高の変化



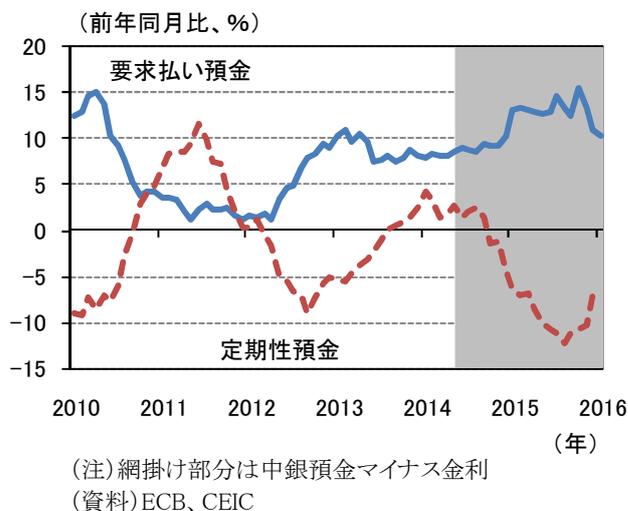
この背景としては、家計・企業預金共に、定期性預金の減少と要求払い預金の増加が並行して生じたものの、家計と企業では動き方が異なる部分もあることがあげられる。その中には、主に定期性預金と要求払い預金の金利差が縮小したことによる、定期性預金から要求払い預金への資金シフトも含まれるとみられる(図表3、4)。

これは、家計預金の方が、相対的に多数かつ小口の預金にて構成されることから預金の動きが分散され平準化しやすいのに対して、企業預金では少数の大口先の動きの影響を受けて振幅が大きくなりやすいことを意味する。このこと自体は、家計・企業預金それぞれの定性的な性質と考えられるものの、マイナス金利策導入後は企業の定期性預金の減少率、要求払い預金の増加率各々が拡大し、企業預金全体の振幅もさらに拡大した。

図表3 家計預金の動き

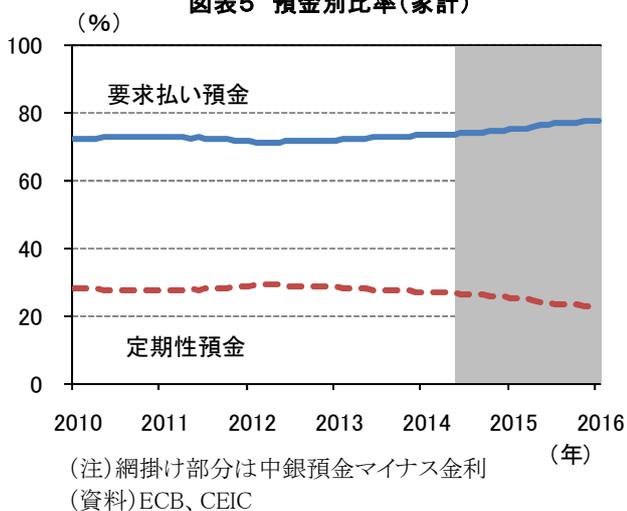


図表4 企業預金の動き

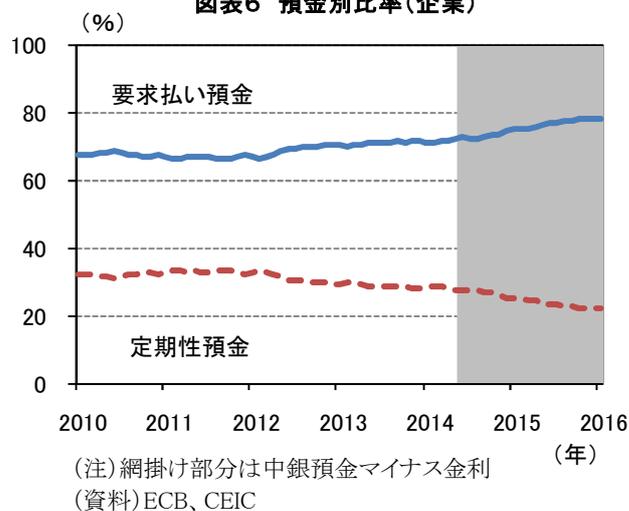


このような動きの結果、家計預金残高に占める要求払い預金比率は2014年6月の73.8%から16年1月には77.5%に約4ポイント上昇した。また、企業預金残高に占める要求払い預金比率は2014年6月の72.8%から16年1月には78.1%に約5ポイント上昇した(図表5、6)。

図表5 預金別比率(家計)



図表6 預金別比率(企業)



マイナス金利政策と、2015年1月に導入された量的緩和政策は、顧客預金の要求払い預金シフトの相乗作用を及ぼしたとみられる。マイナス金利政策は長短金利の中でも短期金利を直接低下させ、その影響が徐々に期間の長い金利に及ぶのに対して、長期国債購入を含む量的緩和政策は、長期金利を直接低下させ、長短金利全体に下方圧力を及ぼすからである。

実際に、要求払い預金と定期性預金(期間2年以上)の金利差は、2014年6月のマイナス金利導入時点では1.2ポイント、15年1月の量的緩和政策導入時点では1ポイント、そして16年1月では0.7ポイントにまで縮小した。

マイナス金利政策導入後も、預金者は(顧客金利はプラスなので)損失回避の行動を迫られた訳ではなく様子見が可能であった。しかし、量的緩和政策が重なり金利水準がさらに低下し、要求払い預金と定期性預金の金利差が縮小したことに加え、異例の金融緩和が長期化すると期待が強化され、背中を押されて要求払い預金への選好を強めた預金者も少なくないであろう。

## 2. 銀行資金繰りへの影響

マイナス金利政策導入後、ユーロ圏国債利回りは年限の短いものから徐々にマイナス化が進み、量的緩和政策導入後には、主要国の国債利回り、銀行間取引金利共に1年以内はマイナスとなり現在に至っている。このような金融市場の状況と、顧客預金動向の変化は、銀行の資金繰りに対して以下の2点で影響を与えかねない。

まず、預金残高全体は増加しているものの、定期性預金から要求払い預金への資金シフトにより、調達構造は短期化している。この資金シフトは、目先は調達コスト削減に寄与し得るものの、預金金利が低下し続けゼロ金利に接近するにつれて削減効果は逡減すると予想され、調達安定性の観点も重ね合わせるとプラスとは言い切れない。例えば、企業預金残高変化の振幅が拡大しており、企業預金の動向予測、引いては顧客性資金尻の予測が難しくなっている。

次に、顧客性資金尻の予測が難しくなっているにも関わらず、個々の銀行レベルでは、資金余剰となった場合の限界的な短期の市場運用(銀行間取引、証券取引等)にてプラスの利回りを確保するのが困難になっている。

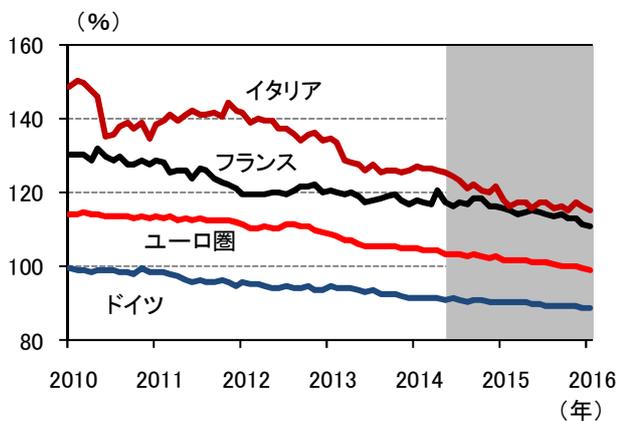
マイナス金利政策の下では、短期の市場運用手段がマイナス利回りなので、預貸率が低く市場運用が必要な銀行は、より長期の運用を迫られ調達と運用の期間ミスマッチが発生しやすく、これを回避したければマイナス付利(現在は-0.4%)の中銀預金に資金を滞留せざるを得ない。一方で預貸率が高い銀行はマイナス利回りでの市場調達の機会だけでなく、中銀調達(現在は0%)も利用可能である。その結果、マイナス金利政策は預貸率の低い銀行から高い銀行への所得移転をもたらすことになりやすい。なお、預貸率とは、銀行間取引を除く貸出残高を預金残高で除したものである。

ユーロ圏銀行部門全体では預貸率は概ね100%で見合っているものの、国別で見ると、預貸率が90%未満のドイツの銀行から、110%を超えるフランス、イタリアの銀行への所得移転が発生しやすい状況にある(次頁図表7)。欧州債務危機後も続く、国毎の資金偏在・不均衡是正は必要であるとは言え、マイナス金利政策には係る側面もあることには注意が必要である。

例えばドイツでは、残存期間8年の国債までマイナス利回りとなっており、中銀預金のマイナス付利を避けてプラスの利回りを確保したければ、利回りがプラスのドイツ10年国債の金利リスクを

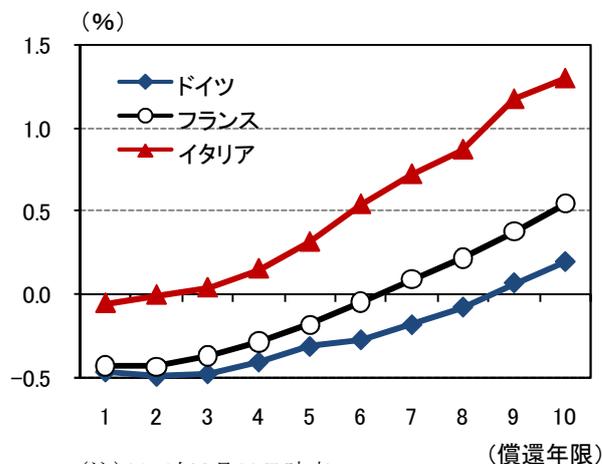
取るか、より短い年限でもプラス利回りを確保できるイタリア国債の上乗せスプレッド(ドイツ国債との利回り差)見合いの信用リスクを取る等の必要がある(図表8)。

図表7 預貸率の推移



(注) 銀行間取引は除く。政府向けローン、政府預金は含む。網掛け部分は中銀預金マイナス金利  
(資料) ECB、CEIC

図表8 国債利回り曲線



(注) 2016年3月23日時点  
(資料) Bloomberg

### 3. まとめと日本への示唆

以上のように、ユーロ圏のマイナス金利政策は、家計や企業の要求払い預金への選好を高め、銀行の調達構造短期化や、調達と運用の期間ミスマッチを招きやすい。加えて、マイナス市場金利の年限拡大につれ、市場運用での金利リスクの取り過ぎや、無理な貸出を誘発しかねないという点でも、マイナス金利政策は金融システムの安定性とは潜在的に相性がよくない面を孕んでいる。ECBが無制限のマイナス金利幅拡大には否定的立場を示唆したのも、係るリスクを踏まえてのものだと推定できる。

しかし、2016年2月のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は前年比 $-0.2\%$ と5ヶ月振りにマイナスとなり、「2%以下だがそれに近い」物価目標達成は容易ではなく、マイナス金利政策はさらに1年以上続く可能性が高い。量的緩和政策によるECBの資金供給は資金繰りを支援し、特に長期の資金供給(TLTRO II)には調達構造の短期化を緩和する効果もあるとは言え、マイナス金利政策が長期化する過程で、金融システムの安定性との潜在的な相性の悪さが顕在化することを杞憂と切り捨てるのは避けるべきではないだろうか。

銀行のバランスシート調整途上の南欧諸国を抱えるユーロ圏と比較すると、日本の金融システムはより健全である。また、日本では、量的緩和政策(「量的・質的金融緩和」)が先行し、マイナス金利政策(「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」)が追加されたように、ユーロ圏と金融政策の経緯が全く同じではない。しかし、日本でも2%の物価目標達成は容易ではなく、マイナス金利政策の長期化・拡大もあり得る以上、日欧の相違点を認識した上で、預金動向に限らずユーロ圏の動きを先行事例としてみていく意義はある。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi\_Taku@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。