

欧銀のマイナス金利対応

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. マイナス金利政策導入で日本の先輩格に当たる欧州では、銀行は如何に収益性を確保しているのか。一般論としては、調達コストが低下する中、運用サイドでは貸出リスクを取ることで対応しているものの、各国・地域の環境で銀行の対応策も異なっている。
2. 北欧では、長短スプレッドで利ザヤを稼ぐ余地が大きいことがマイナス金利の影響を緩和している。また、住宅ローンの借り手へのマイナス金利のコスト転嫁もできている。その中で、デンマーク最大手行のダンスケ銀行は、融資額の増加や融資の減損処理の減少、ウェルス・マネジメント等のフィー収入の増加で、好調を維持している。
3. スイスでは、住宅ローンの借り手にマイナス金利のコストを転嫁できている点が多い。欧銀の中で金融危機後のリストラをいち早く終えた UBS の場合、元々強みを持つウェルス・マネジメントのフィー収入増に加え、与信金利の上乗せや個人預金への口座管理手数料の賦課等により、マイナス金利の影響を軽減できている。
4. ユーロ圏は、全体として、与信金利の低下を与信額の増加で相殺している状況にある。その中で、与信金利の上乗せや住宅ローンのフロア設定などは、国・銀行で異なる。例えばドイツでは、国内商業銀行の競争が厳しく、与信金利の上乗せが難しい。また、大手行でも、基本的な個人口座に管理手数料を課すところ、課さないところがある。
5. これまでのところ、欧銀は、各々の置かれた環境や、それに対する施策により、マイナス金利の影響を軽減している。しかし、今般の ECB によるマイナス金利幅の拡大が、欧銀の経営への更なる重石になっていくことは避けられないものと思われる。今後、欧銀が如何にマイナス金利の環境下で収益を確保していくか、注目される。

I はじめに

日本では、日本銀行によるマイナス金利政策の銀行経営への影響が懸念され始めている。欧州に目を転じると、2014年6月に欧州中央銀行（ECB）が中銀当座預金金利をマイナス圏に引下げ、スイス、スウェーデン、デンマーク各国の中銀も当座預金金利をマイナス圏に引き下げるなど、日本からするとマイナス金利の先輩格に当たる。その中で、欧銀は如何に収益性を確保しているのか。

欧州中央銀行（ECB）は、2016年3月の定例理事会で中銀預金金利をマイナス0.3%からマイナス0.4%へ引き下げたが、本件引下げの直前には、欧州でも改めて、マイナス金利が銀行経営に与える影響について議論が生じた。例えば、UBSのセルジオ・エルモティ CEO は、過度な低金利で銀行は預金の取り扱いに困り、高リスクの融資の増加が促されていると指摘し、オーストリアのエルステ銀行のアンドレアス・トレイチル CEO も、更なる金利引下げは金融バブルを生み出し、経済成長を阻害し、貯蓄者を罰することで社会的不平等を生むと指摘した¹。

結論を先取りすれば、上記欧銀トップの発言にあるように、欧州でもマイナス金利は銀行の収益性に負の影響を与えるものと認識されているものの、マイナス金利を主因に深刻な状況に陥っているというところには至っていない。各国・地域、各行の状況ないし経営戦略により、マイナス金利の影響が増幅される要因と相殺される要因が様々にあるからである。もっとも、今般の引下げ及び今後の更なる引下げにより、銀行の収益性への影響が本格化してくる可能性はあろう。

II マイナス金利の銀行経営への影響

国際決済銀行（BIS）は、2016年3月の四半期レビューにおいて、ユーロ圏、スイス、デンマーク、スウェーデンで採用されているマイナス金利政策がどのような枠組みで適用されたかに関する BIS 職員のレポートを掲載している²。その中で、銀行への影響と銀行の対応策について、以下の点を指摘している。

- 銀行は経験則上、マチュリティを延ばしたり、よりリスクの高いカウンターパーティーへ貸し出すことによりマイナス金利の影響を避けようとする。周辺国では、銀行の調達環境が改善されたとみることもできるが、マイナス金利以外の説明要因もある。
- 銀行融資において、足元の僅少なマイナス金利幅では、融資契約上の参照レートの上ブレッドを上乗せした金利がマイナス圏に入る可能性は低い。
- 欧銀各行は、大口預金では、マイナス金利のコストを転嫁しているものの、個人預金ではマイナス金利のコストを転嫁することに後ろ向きである。これは、個人預金にマ

¹ “Senior bankers warn ECB over perils of negative interest rates” *Financial Times*, March 10, 2016

² “BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments” March 2016. Morten Linnemann Bech and Aytak Malkhozov “Special feature: How have central banks implemented negative policy rates?”

マイナス金利を課すと大量の預金流出に繋がるとの懸念からきており、こうした懸念は一部中銀でも共有されている。

- ▶ マイナス金利が家計や企業への融資金利に反映されないとしたら、マイナス金利政策はその合理性の大部分を失う。他方、マイナス金利が家計や企業への融資金利に反映されるとしたら、銀行の収益性に連鎖的に影響する。預金にもマイナス金利を転嫁できればこの限りではないが、そうすると、リテール預金の安定性に疑義が生じることになる。いずれの場合でも、金融仲介者としての銀行のビジネス・モデルの存続に疑義が生じることになる。

すなわち、調達サイドではマイナス金利を転嫁しきれていない一方、運用サイドではよりリスクを取ることでマイナス金利のコストを賄っている、というわけである。もっとも、一口に欧州といっても、地域・国によって銀行の置かれている経済・競争・慣行・制度等の環境が異なっており、それに伴い銀行の対応策も異なっている。マイナス金利の影響を増幅・相殺する環境要因としては、例えば以下のものが考えられよう。

- ▶ 長短スプレッド：短期に比して長期の金利が高ければ長短の利ザヤを稼ぐことができる。
- ▶ 預金への転嫁：預金金利をマイナス圏に引き下げられれば銀行の負担を軽減できる。
- ▶ 融資への転嫁：金利上乘せができれば金利収入増に繋がる。
- ▶ 不動産市況：上昇局面にあれば借換えを含む住宅ローン需要が見込まれ、利ザヤ・手数料収入の増加に繋がる。

以下では、欧州の中でも、マイナス金利を採用している北欧とスイス、ユーロ圏における銀行の事例を見ていくこととする。

III 北欧の銀行：長短スプレッドの優位性

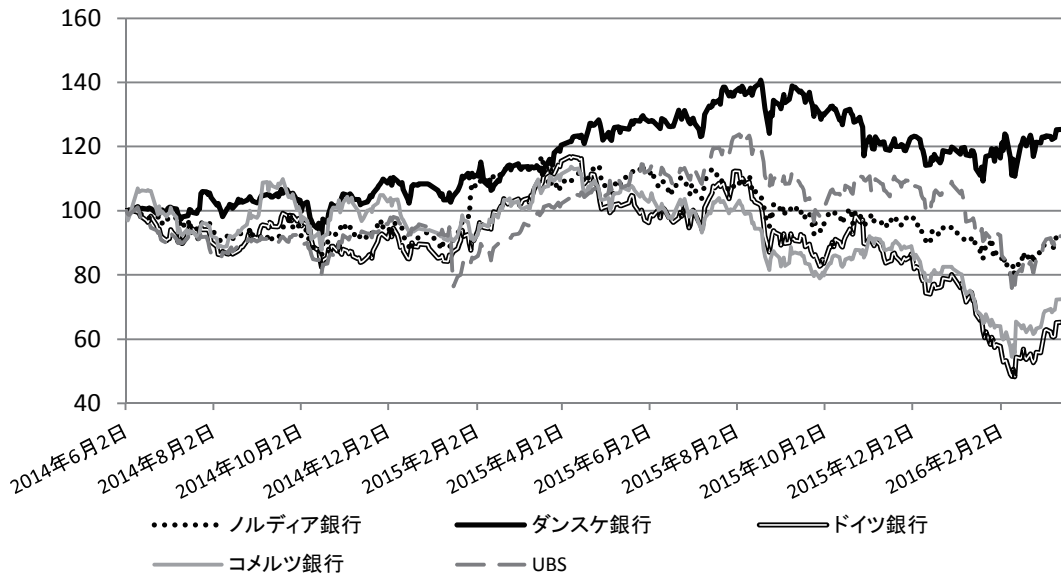
1. 北欧の特性

デンマークとスウェーデンは、ユーロ圏外の国として各々の中央銀行がマイナス金利を導入しているが³、その中であって、両国の最大手行の株価は、ユーロ圏の銀行と比べて高パフォーマンスを見せている（図表 1）。いずれも不動産市況などのマクロ経済要因もあるが、マイナス金利の影響が相対的に軽微であることも重要な要因となっている。

マイナス金利の影響を抑えられている理由の一つに、北欧ではイールド・カーブが急傾斜であることが挙げられる（図表 2）。そのため、短期で借りて長期で貸すことで利ザヤを稼ぐことができている。

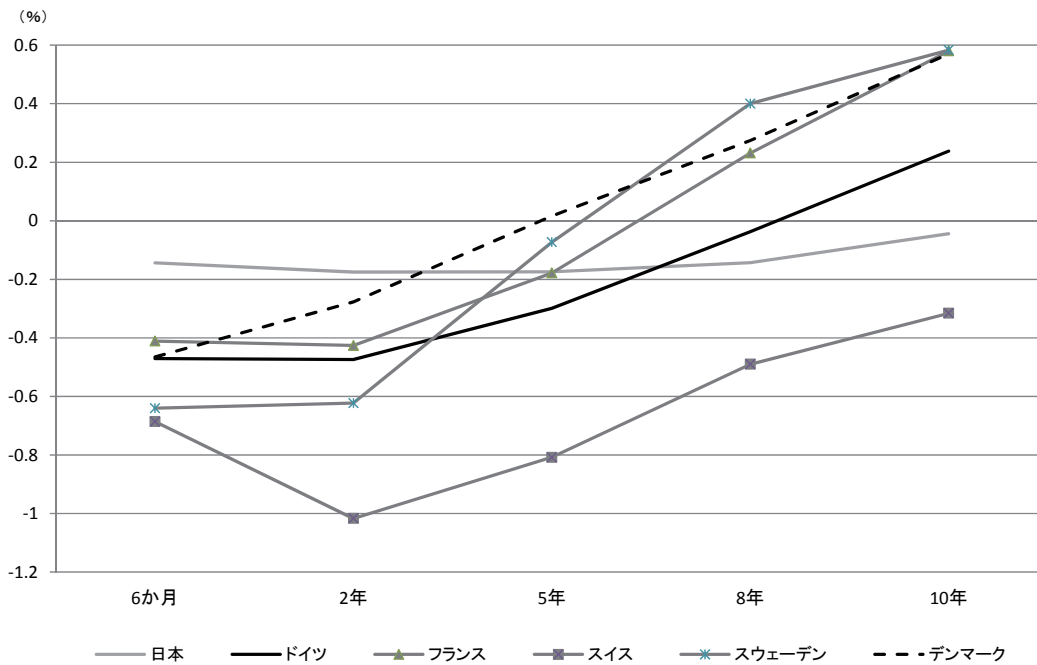
³ スウェーデンは2014年7月、デンマークは同年9月に足元のマイナス金利を導入している。

図表1 主要欧銀株価推移



(注) 2014年6月2日を100として指数化。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表2 各国国債イールド・カーブ



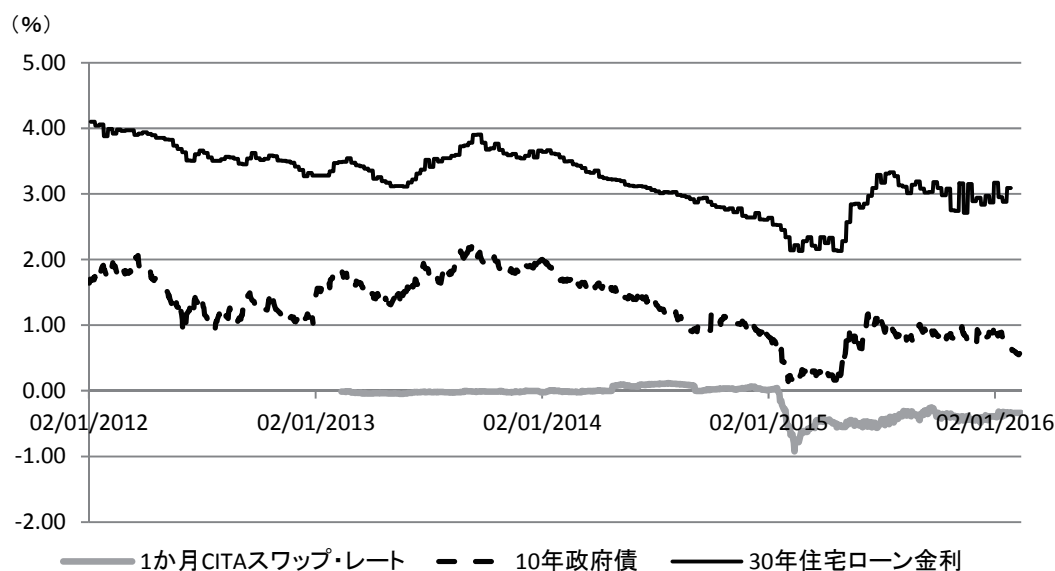
(注) 2016年3月14日時点。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

また、北欧では、ドイツその他ユーロ圏と比べて国内の競争が厳しくないことに加え、住宅市場が上昇局面にあることから、市場金利が低下する中であっても住宅ローンに金利を上乗せできていることが挙げられる。例えばデンマークの住宅ローン金利をみると、短期金利が低下する局面では短期金利ほど低下せず、短期金利が上昇する局面では短期金利以上に上昇している（図表 3）。言い換えれば、銀行がマイナス金利のコストを住宅ローンの借り手に転嫁できていることになる。

ソブリン債エクスポージャーの低さも北欧の銀行の特徴として挙げられる。例えば、バランスシートに占める国債等の割合は、ダンスケ銀行で 6.2%、ノルディア銀行で 3.6%となっており⁴、平均で 10%を超過するユーロ圏の銀行と比べて国債イールドの低下の影響が少ない。

デンマークの場合、住宅ローンの資金調達を上場モーゲージ債によることがモーゲージ・ファイナンス法で規定されており、銀行は専門子会社を通じてモーゲージ債を発行している⁵。デンマークにおける大手行のノルディア銀行やダンスケ銀行は、モーゲージ債の金利がマイナス圏に入った場合、モーゲージ債投資家に金利を払ってもらうことを言明している。つまり、マイナス金利のコストが、借り手だけでなく貸し手にも転嫁されることになる。この点、マイナス金利を受けて、オランダのラボバンクが RMBS で、ドイツのフォルクスワーゲンが自動車ローンを裏付けとする ABS で、投資家を金利支払いから保護する条項を挿入しているのとは対照的である⁶。

図表 3 デンマークにおけるマイナス金利の波及効果



(注) コペンハーゲン T/N 平均 (CITA) スワップは 2012 年 12 月に Cibur を代置。
 (出所) 注 2 の BIS 論文より野村資本市場研究所作成

⁴ いずれも 2015 年 12 月末時点。

⁵ 例えば、ダンスケ銀行のリアルクレジット・デンマーク、ノルディア銀行のデンマーク子会社ノルディア・クレジット等。

⁶ “Negative rates in Europe Prompt Demand for Investment Safeguards” *Bloomberg*, May 27, 2015

以下では、北欧の銀行の中でも最も好調が伝えられるダンスケ銀行の事例をみることにする。

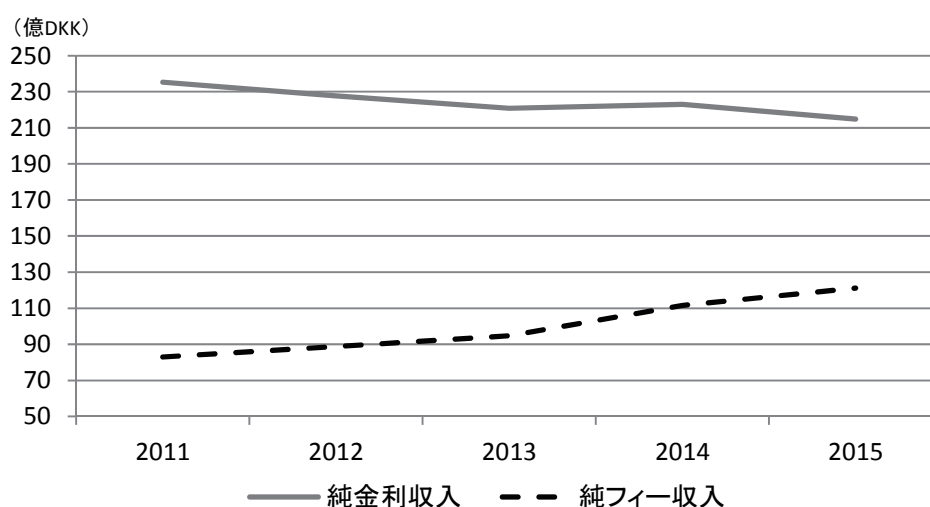
2. ダンスケ銀行（デンマーク）の事例

ダンスケ銀行はデンマークの最大手行であり、図表 1 に見られるように、欧銀の中で最も株価パフォーマンスが良好な銀行の一つとなっている。2016 年に入ってから、時価総額でドイツ銀行を抜くに至っている。

ダンスケ銀行の純金利収入は、低下傾向を辿ってはいるものの、中銀預金金利がプラスからマイナスになったことによって変化が生じているというよりは、金利が趨勢的に低下してきたことを受けて徐々に低下しているものと読める（図表 4）。同行は、2015 年度決算について、マイナス圏の短期金利が引き続き純金利収入を圧迫したものの、それを相殺した要因として、融資額の増加、調達コストの低下、融資の減損処理の減少を挙げている。

融資額は個人向け・法人向けともに増加しており、2013 年度から 2015 年度にかけて、総額で 1.54 兆デンマーク・クローネ（DKK）、1.56 兆 DKK、1.61 兆 DKK となっている。利ザヤもある程度維持できているようであり、例えば 10 年固定金利の住宅ローンの金利は 100 万 DKK（約 1,700 万円）で 2.5%となっている⁷。また、特に 2015 年度の業績を引き上げているのが、不動産価格の上昇と金利低下を背景とした融資の回収状況の改善に伴う減損処理の減少であり、2013 年度は 41.1 億 DKK、2014 年度は 27.9 億 DKK であったのに対して、2015 年度は 5,700 万 DKK に減少している。なお、個人の当座預金の金利につ

図表 4 ダンスケ銀行の純金利収入と純フィー収入の推移



(出所) ダンスケ銀行より野村資本市場研究所作成

⁷ 筆者がダンスケ銀行（住宅ローン子会社のリアルクレジット・デンマーク）ウェブサイトの住宅ローン計算機から導出した金利。なお、本条件の場合、金利のほかに、住宅ローン組成手数料として 25DKK が徴収される。

いては「ゼロもしくはそれ以上に維持」している。

一方、図表 4 から読み取れるように、増加しているのがフィー収入である。同行はその説明要因として、住宅ローンの借換手数料の増加⁸と証券部門のダンスケ・キャピタルの好調を挙げている。後者については、預金における低金利を受けた投資ソリューションへのニーズが高まっていることから、ウェルス・マネジメントを強化したり、ヘッジファンドやプライベート・エクイティなどオルタナティブ投資商品を拡充したりしている⁹。2015 年度決算では、セールス・フィー及びパフォーマンス・フィーがダンスケ・キャピタルのフィー収入増に寄与したという。

同行はまた、好業績の一因として、コスト削減の進展も挙げている。営業費用は 2011 年度から毎年度低下しており、2015 年度までに 15% 減少している。

以上をまとめると、ダンスケ銀行は、前述の地域特性から預貸の利ザヤを他の地域の欧銀と比べて確保できており、それに加え、フィー収入の増加とコスト削減により、これまでのところ、マイナス金利を乗り切っていると評価できる。

IV スイスの銀行：与信金利に上乗せ

1. スイスの特性

2014 年 12 月に中銀預金でマイナス金利が導入されたスイスの銀行部門は、UBS とクレディ・スイスという 2 大銀行が自国経済に比して圧倒的な規模を誇っているため、スイス・フィニッシュと呼ばれる厳格な健全性規制が敷かれているなど、規制環境は銀行にとって必ずしもポジティブではない。

マイナス金利への対応では、スイスの銀行は、そのコストを借り手に直接的に転嫁できている。実際、図表 5 にあるように、短期金利の低下と反比例する形で住宅ローンの金利は上昇している。マイナス金利の適用に先んじて、Libor を参照レートとする住宅ローンで金利フロアをゼロに設定するなど、銀行が融資契約における条件の見直しをしたとされる¹⁰。また、UBS、クレディ・スイスの大手 2 行の場合、自国債保有も僅少であるため¹¹、国債保有を通じたマイナス金利政策の影響は軽微である。

他方、図表 5 にあるように、スイス国債は 10 年物もマイナス圏に入っており、日本同様、イールド・カーブがフラット化している。ここは、スイスの銀行にとってマイナス金利の影響が増幅される要素となっている。

すなわち、スイスでは、借り手へのコスト転嫁と自国債保有を通じた影響を抑えられて

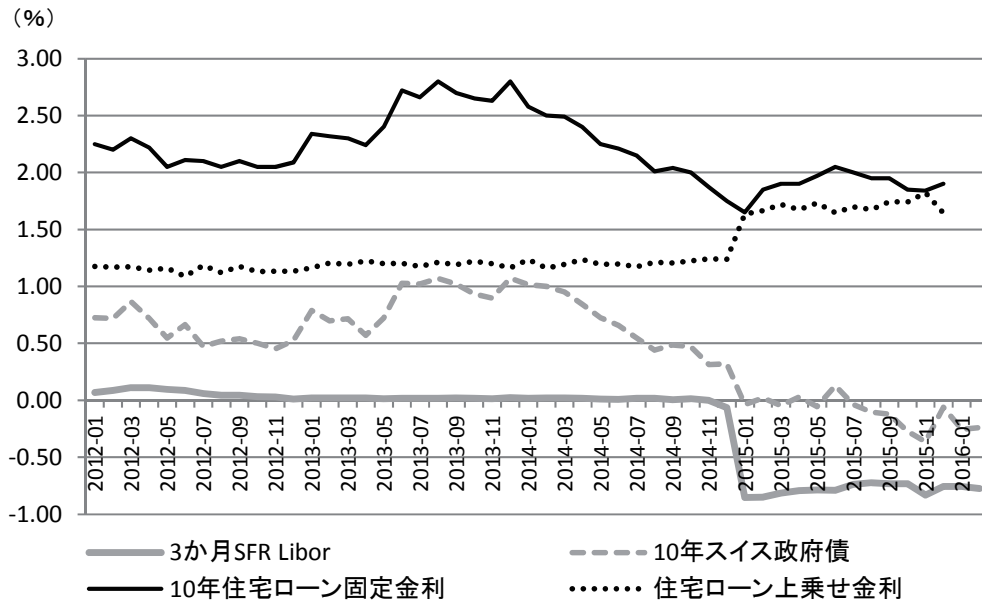
⁸ 住宅ローンの借換えは、特に 2015 年上期に急増したとのことであり、金利低下の影響と考えられる。

⁹ オルタナティブ投資商品の資産残高は、2015 年度末に 2014 年度末比 27% 増の 670 億 DKK となっている。

¹⁰ 注 2 の BIS 論文。

¹¹ UBS は自国債をほとんど保有せず、ドイツ国債と合算しても総資産の 1% を越える程度。クレディ・スイスはトレーディング勘定における国債等の内訳を開示していないが、売却可能証券として保有する自国債は総資産の 1% に満たない（いずれも 2014 年末時点）。

図表 5 スイスにおけるマイナス金利の波及効果



(注) 住宅ローン上乗せ金利は 10 年住宅ローン固定金利から 10 年金利スワップ・レートを差し引いた値。

(出所) 注 2 の BIS 論文より野村資本市場研究所作成

いるという優位点がある一方、長短スプレッドで利ザヤを稼ぐことは難しくなっており、同国の銀行にとってマイナス金利対応では一長一短がある状況となっている。

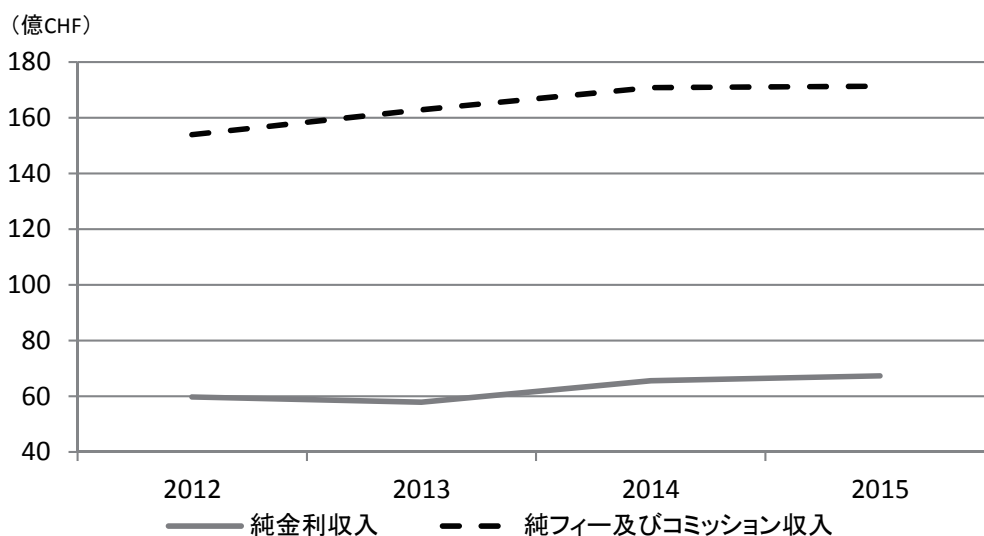
2. UBS の事例

スイス最大手行の UBS は、大手欧銀の中では業績が安定しており、図表 1 にあるように、株価も比較的堅調である。こうした経営の安定自体は、マイナス金利への対応というより、金融危機後の規制強化への対応が奏功したものと考えられる。UBS は 2011 年末にフィクスト・インカム、通貨、コモディティ (FICC) を中心とするホールセール証券事業を大幅縮小し、ウェルス・マネジメントへ傾注する方針を打ち出した。その後、欧銀各社は FICC を中心とするホールセール証券業務の縮小を投資家から求められており、UBS は、いち早くリストラのフェーズを終えたことになる。

UBS におけるマイナス金利の影響について、まず、純金利収入及び純フィー収入をみると、純フィー収入が増加しているところはダンスケ銀行と同様だが、純金利収入も増加している (図表 6)。UBS の場合、元々ウェルス・マネジメント中心の銀行であったことから、純金利収入よりも純フィー収入が多くなっており、また、近年ウェルス・マネジメントに一層傾注する中で、純フィー収入の増加は違和感のないところである。

他方、純金利収入はマイナス金利導入後も引き続き増加している。2014 年度末から 2015 年度末にかけて、対顧客融資残高は 3,158 億スイス・フラン (CHF) から 3,120 億

図表 6 UBS の純金利収入と純フィー及びコミッション収入の推移



(出所) UBS より野村資本市場研究所作成

CHF へ微減しているが（住宅ローン残高も 1,424 億 CHF から 1,416 億 CHF へ微減）、2015 年度の年次報告書では、米国における金利上昇及び預かり資産残高の拡大や、社内の収益認識部門の変更等が純金利収入増に寄与した要因として挙げられている。加えて、上記でみたスイスの銀行の特徴である与信金利の上乗せも寄与しているものと考えられる。実際 UBS でも、個人・法人向けバンキング部門の純金利マージンは 2013 年から 2015 年にかけて、156 ベーシス・ポイント (bp)、159bp、167bp と上昇している¹²。また、個人顧客に口座管理手数料を課していることも、融資減少の相殺要因として挙げられる¹³。

このように、UBS では、融資のボリュームは減少し、融資金利は上昇しており、後述するユーロ圏の特徴であるボリューム増・利ザヤ縮小とは異なる展開になっていることが特徴と言えよう。

V ユーロ圏の銀行：ボリューム増で利ザヤ縮小を補足

1. ユーロ圏の特性

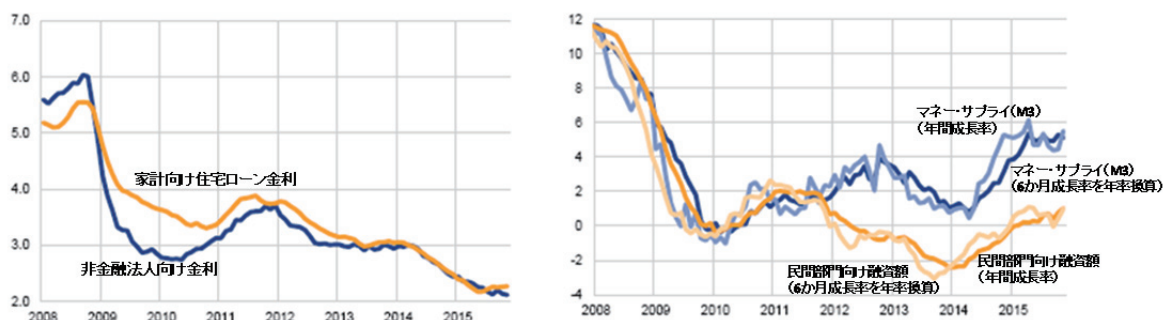
ユーロ圏におけるマイナス金利導入後の銀行の与信状況をみると、金利は低下の一途を辿っている一方、融資のボリュームは増加していることがわかる（図表 7）。即ち、マイナス金利環境の下、利ザヤの縮小をボリュームで相殺している状況にあると言える¹⁴。

¹² ターゲットは 140～180bp。

¹³ 1 万 CHF 以上の預金、住宅ローン利用のある場合は月 5CHF、それ以外は月 7CHF。

¹⁴ もっとも、銀行与信の増大の要因を超低金利政策のみに求めることはできない。2014 年後半には、銀行監督当局としての ECB による初のストレス・テストが完了しており、それを待って各行が融資活動を活発化させた可能性もある。

図表7 ユーロ圏における与信金利と与信額の推移



(注) 直近の数値は2015年11月。銀行与信金利は新規案件における短期・長期金利の24か月移動平均から算出。単位は%。

(出所) ECB “Economic Bulletin Issue 1/2016”

それに加え、各国における制度・環境の相違でマイナス金利の影響に差異が生じることもある。例えばドイツは、各地にある州立銀行のラントスバンケンや貯蓄銀行のスパルカッセンが乱立し、国内商業銀行業務が過当競争の状態にあるため、ローン金利上乗せは非常に難しい環境にある。また、ドイツ、オランダ、フランスなどでは住宅ローンが専ら固定金利である一方、スペインやイタリアでは専ら変動金利となっている。変動金利で参照レートに一定のスプレッドを上乗せした金利を賦課する場合、参照レートがマイナス圏に深く入っていくとローン金利もマイナスにならざるを得ない。しかし、国によっては住宅ローン金利にフロアを設けることが一般化している国とそうでない国がある。例えば、ポルトガルやスペインがそれに当たるが、その中でも、銀行によってはフロアを設けないところもあるなどの相違がある。更に、住宅ローンの借り手に手数料を課し、マイナス金利が相殺される場合もある。上記のような様々な要因が絡んで、国・銀行によって、マイナス金利の影響が異なっている。

以下では、ユーロ圏のうち、最も国債利回りが低下しているドイツのコメルツ銀行の事例をみることにする¹⁵。

2. コメルツ銀行の事例

コメルツ銀行は金融危機後、欧銀の中でも最も財務体質が悪化した銀行の一つであったが、直近4年間ほどは比較的安定しており、より最近では、ライバルのドイツ銀行が苦戦する中、業績・株価とも比較的安定している（前掲図表1）。今後も、大がかりなリストラや増資等ではなく、利益留保の積み上げで健全化を図っていく方針である。

もっとも、マイナス金利の影響とは無縁ではなく、金利収入のうち「融資、短期金融市場取引、証券ポートフォリオからの金利収入（貸付・売掛債権）」の項目は、2014年度、

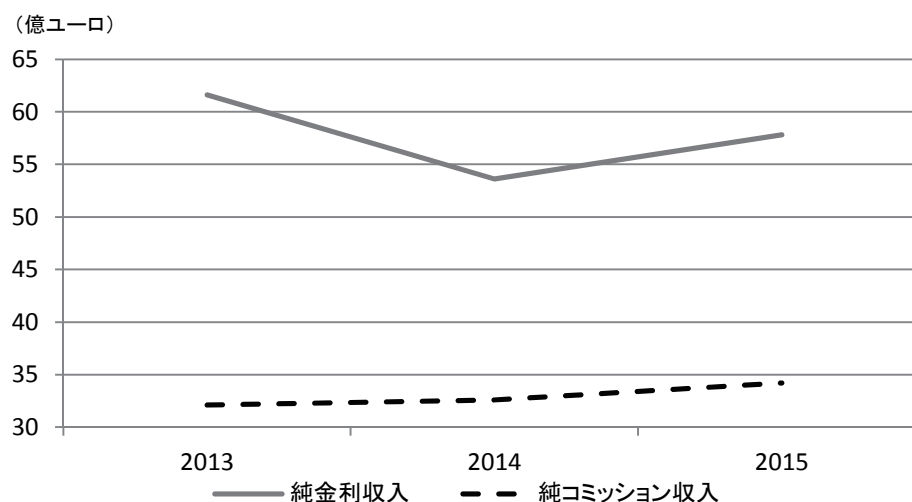
¹⁵ 最大手行はドイツ銀行であるが、収益に占める証券業務の比率、国外業務の比率が高く、リティゲーショーン・コストによる利益変動の幅が大きいため、本稿ではコメルツ銀行を採り上げる。

2015年度と各々対前年度比 8.8%、11.3%減少しており、金利収入の最大の低下要因となっている。同期間、顧客向け融資も各々3.8%ずつ減少している。顧客向け融資の4分の1強が住宅ローンであり、顧客向け融資全体とほぼ同率で減少している。また、上記の通り、ドイツでは商業銀行の競争が厳しく、金利上乘せが極めて難しい状況であり、コメルツ銀行の住宅ローンも、モデル・ケースとして開示されている10万ユーロの10年固定金利の場合、金利は0.99%と低い水準にある。しかし、証券化に係る債務を中心に金利払いが減少したことにより金利収入減が相殺され¹⁶、2015年度の純金利収入は増加に転じている。

他方、コミッション収入は、主要項目である証券取引、決済取引と国際業務からの収入増等が寄与して微増傾向にある（図表8）。なお、個人の預金口座については、最も基本的な口座では管理手数料を課さないことを前面に出しており、最も基本的な個人口座で月4.99ユーロを課すドイツ銀行との差別化を図っている¹⁷。

このようにコメルツ銀行では、融資の利ザヤ縮小・ボリューム増というユーロ圏全体のトレンドとは異なり、金利コストの低下と安定的なコミッション収入により融資ボリュームの低下を賄っているという状況にあると言えよう。

図表8 コメルツ銀行の純金利収入と純コミッション収入



(出所) コメルツ銀行より野村資本市場研究所作成

¹⁶ コメルツ銀行がオリジネートした証券化商品（企業、住宅用不動産、商業用不動産向け融資を裏付け資産とするもの）は、欧州証券化市場全体の低迷が続く中、2013年度から2015年度にかけて75億ユーロ、51億ユーロ、42億ユーロと減少している。一方、同期間、コメルツ銀行がオリジネートした証券化商品の同行保有比率は69%、76%、90%と上昇している。なお、同行保有分の95%以上はシニア・トランチとなっている。

¹⁷ 両行とも法人顧客に係る口座管理手数料等については非開示・要相談となっているが、コメルツ銀行の法人顧客向けのパッケージ・サービス型口座については、月18.90ユーロから、もしくは月39.90ユーロからとなっている。

VI おわりに

上記でみてきたように、マイナス金利は欧銀各行に、主に利ザヤの縮小の形で重石になっているものの、融資ボリュームの増大やフィー収入の増加、金利コストの低下、住宅ローン等での金利上乘せなどにより、マイナス金利の負の影響を相殺している状況にある。また、スイスを除く各国では、引き続き長短スプレッドで利ザヤを稼ぐことのできる状況にある。

今般の ECB によるマイナス金利幅の更なる拡大は、長期資金供給オペ (TLTRO) の金利が借り手にとって有利になると市場関係者に認識されたことや、資産買取プログラムの対象に投資適格社債が追加されたこともあり、これまでのところ、その負の影響を巡る議論ないし批判が表面化していない。しかし、ファンダメンタルには、マイナス金利幅の拡大が欧銀の経営への更なる重石になっていくことは避けられないものと思われる。今後、欧銀が如何にマイナス金利の環境下で収益を確保していくか、日本の銀行経営の観点からも、注目されるところである。