

貸出金利マイナスはあるか？

発表日：2016年2月5日（金）

～金融取引についての極端な思考実験～

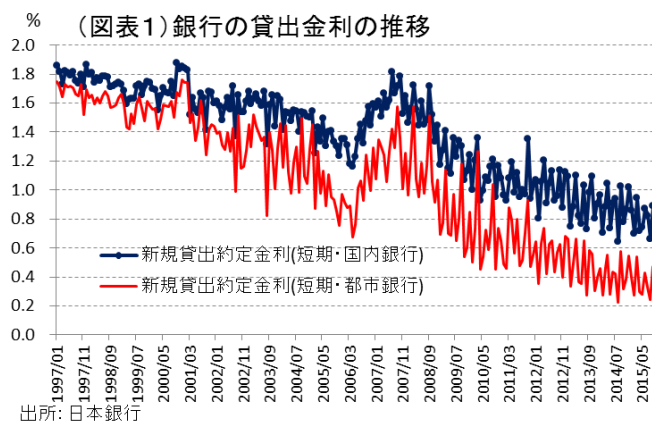
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

貸出金利がマイナスになる世界は、日銀当座預金金利をもっと大きなマイナス幅にすれば現実化するのか。その可能性を思考実験すると、預金金利をマイナスにできないので、預金取扱金融機関では発生しないと考えられる。仮にこの条件を緩めて、預金利回りのマイナスにして、貸出金利をマイナスにできる世界が起るかもしれないが、そのときでも預金のロス警戒して、貸出は増えにくい。今までと同じように、稼げる事業案件を持っている借り手しか資金を借りないと考えられる。

ねずみ講的な取引

日銀のマイナス金利が、様々な金融取引に地殻変動をもたらしている。黒田総裁は、マイナス金利の意義について、各国の中央銀行の非伝統的な金融政策の「最後の壁は『金利のゼロ制約』だったが、その壁は日本銀行を含む中央銀行の知恵と実践の中で、乗り越えられようとしている」と述べている。黒田発言は、いかにも勇ましい。しかし、筆者はマイナス金利の“陰”の部分にも注目している。本稿では、金融機関の貸出金利をマイナスにまで引き下げられるかどうかについて、やはり高いハードルがあることを説明してみたい。



まず、貸出金利の水準を確認しよう。日銀の新規約定平均金利は、都市銀行の短期貸出金利が2015年11月に0.327%となっている(図表1)。国内銀行であれば、11月は0.804%である。ベースラインになる政策金利が▲0.4～▲0.9%の幅でさらに低下すれば、貸出金利がマイナスの領域に入る可能性を感じさせる。貸出のマイナス金利も空想の世界ではないと思わせる。

もっとも、原理的に言えば、貸出金利がマイナスになったときには倒錯した金融取引が起こる。マイナス金利とは、お金を借りる人が利息をもらう状態になる。例えば、101万円を借りて、1年後に返済するときは100万円を返すことを考えてみよう。借り手が資金を借りれば借りるほどに、返済しなくてもよい利息が増えるということになる。思考実験としてそうした状態が成立しそうなことを説明するために、もしも、101万円を借りて、自分のためだけの消費資金に全額使ってしまったと仮定する。その人が1年後に返済に困ったならば101万円×100=1億1000万円を借りて、100万円を返済資金に回して、1年後に1億円の返済を済ませばよいということになる。消費資金を捻出するために、信用が急膨張する。まるでねずみ講のように、マイナスの利率の貸出金額が無制限連鎖で拡大する。無限大の信用膨張が起こることはあり得ないので、持続性条件が失われて、貸出金利のマイナスの継続できなくなると考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

預金金利をマイナスにできない制約

次に、もっと実務に近い話として、より検討を深めてみたい。銀行は、貸出の原資を預金で調達している。貸出金利をマイナスになるためには、預金金利も十分にマイナスでなくてはならない。日銀の当座預金金利がマイナス、債券利回りがマイナスとなるとしても、預金金利がマイナスになる必然性はない。なぜならば、預金者が保有口座の利回りをマイナスにされたならば、預金を解約して現金を保有すれば良いからだ。つまり、銀行は、現金保有に対抗して、預金金利をゼロ%以下にはできない圧力を受けている。仮に、銀行が手数料を徴収するとすれば、決済取引サービスのところに手数料を課すことが起きるだろう。これは銀行の本源的な機能を後退させる。

一方、貸出金利の決定方式が、市場調達金利+スプレッドで決まっているスプレッド貸出は、資金調達サイドの制約が大きい。現時点で、円 LIBOR の 1 週間物は 0.00371% (2 月 4 日) である (図表 2、3)。スプレッド貸出は、円 LIBOR 金利にスプレッドを載せて、L+100bP (エル・プラス・100 ベーシスポイント) という形式で貸出金利を決めている。もしも、日銀の当座預金金利のマイナス幅が▲1~2%まで広げていったとすると、信用スプレッドの幅よりもマイナス幅が大きくなって、特に期間の短いところで、貸出金利のマイナスが発生してもおかしくないとも考えることもできる。ユーロ LIBOR は、1 週間物は▲0.27429% (2 月 4 日) とマイナスになっている (前掲図表 2)。預金を受入れずに、市場調達のみで貸出を実行する金融機関の場合には、貸出のマイナス金利を限定的なかたちで提示する可能性は否定できない。

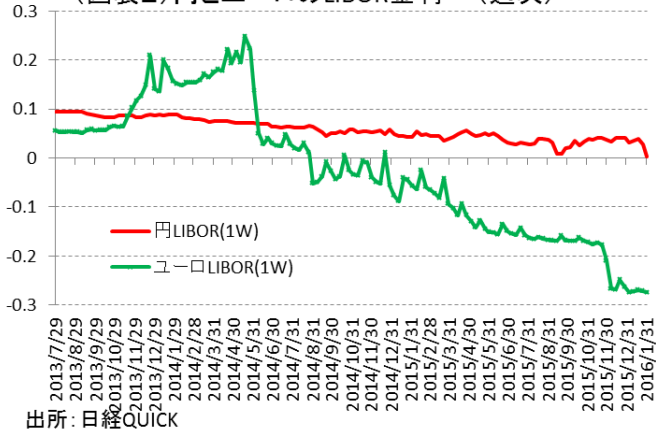
ただし、LIBOR はマイナスになっても、円 TIBOR がマイナスになるかどうかはわからない。TIBOR の 1 週間物は 0.091%であった。

こちらの調達金利が LIBOR 並みに下がらない可能性はある。TIBOR に連動しているスプレッド貸出については、プラスで推移する可能性が高いと考えられる。債券市場では、マイナス金利が目立つが、それは金融機関の資金調達コストとはやや乖離したかたちで起こっているということだろう。

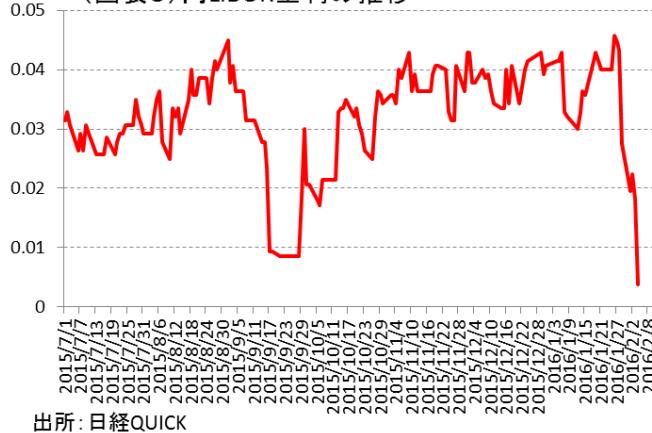
マイナス金利が両建てで適用される信用膨張が起こらない

次に、発想を柔軟にして、銀行が預金金利をマイナスにできない制約を突破した場合を考えてみたい。預金金利をマイナスにすると、貸出金利がマイナスにできるかという、必ずしもそうではない理由がある。例えば、ある借り手が、貸出金利が▲0.1%のマイナス金利で 1 億円を借りたとしよう。借り手には年間 100 万円の利息の受取が見込まれる。しかし、その借り手の預金残高には▲0.5%のマイナス

(図表2) 円とユーロのLIBOR金利 (週次)



(図表3) 円LIBOR金利の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

金利が課されていたとしよう。すると、銀行に貸出を実行してもらったときの資金に、年率▲0.5%の預金金利が適用される。1億円の資金に対して、年間500万円の利息が貸される。逆ザヤの状態になって、単にマイナス金利で借入を増して儲けることができなくなる。

銀行預金金利と貸出金利の関係は、常に、調達金利<貸出金利が成り立つはずなので、借り手が借りた資金を遊ばせておくことはできなくなる。借り手が資金を、現金として保有しておく場合には、利鞘を稼ぐことができる程度である。その場合、銀行は、巨大に膨らんだ顧客の現金保有を管理する事業において、管理手数料を課することになるだろう。すると、利息を稼ぐための取引はやはり行いにくくなる。

さらに、前述した101万円を借りて、消費資金に用いてしまう借り手が発生するケースについても、次のような問題が発生する。1年後に1億円を借りて100万円の利息を捻出しようとしても、借りると同時に預金サイドでマイナス金利が発生するために100万円の利鞘を稼げない。円資金で、マイナス金利の両建てはやはり成り立たないと考えるべきだろう。

銀行預金にマイナスの金利をかけることは、派生して潜在リスクを高める。預金金利がマイナスになると、企業などは決済用にプールした当座預金残高を圧縮したいと考えるだろう。そのときには、将来の予期せぬ資金需要に対応した預金さえもが絞り込まれる可能性がある。予備的動機に基づく預金残高の保有が少なくなるということだ。プールされた決済資金の量が絞り込まれると、現在よりも流動性が乏しくなって、金融取引が活発化したときに資金が取れなくなるショックが置きやすくなる。決済資金の保有コストを高めると、資金の流動性が低下して、資金逼迫による金利上昇が起こる可能性が高まる。短期金融市場の機能低下と同じ理屈である。

投機目的の取引は信用コストを上げる可能性

マイナスの貸出金利で資金調達をして、借り手が利息を稼ぐような取引が増えることは、そこで貸出案件の健全性が低下することも考えられる。借りた資金を消費し続けて、返済原資を資金調達できると過信した場合、資金計画がルーズになる可能性があるからだ。資金計画がルーズになることは、借りたときにいつでも借りられるから、ルーズで居られるのである。

しかし、無制限にマイナス金利で借入を増やせることはあり得ない。金融機関はクレジットラインを設けているので、資金を上限なく借りられることはない。また、マイナス金利の貸出が普及するほどに、投機目的の借り手が増えると、それに伴ってデフォルトを起こす懸念が意識されてくる。具体的には、設備投資の目的に融資した資金が、健全に使われなくなって、金融機関はクレジットラインを厳しく適用することになるだろう。投機目的の貸出の増加は、信用コストを高めてしまう面もあるので、リスクプレミアムを上昇させる。マクロで考えると、貸出のマイナス金利は信用リスクを高めることで、リスクプレミアム付きの貸出金利を上昇させて、結果的にマイナス金利を消滅させることにもなりかねない。

理論的に言えば、実物収益率がプラスのときに、中央銀行が人為的なマイナス金利を演出すると、必ずしも効率的ではない事業案件に資金が回って、過剰生産能力が生まれるやすくなる（プラスの金利でも事情は同じ）。そうした不良債権の発生は、リスクプレミアム（信用コストの転嫁）を厚くして、貸出金利を上昇させることになる。経済学者ヴィクセル流に言えば、自然利子率を下回るような貨幣利子率を据え置くと、過剰投資・過剰信用が起こる。その過剰投資・過剰信用は、リスクプレミアムの上昇として跳ね返ってきて、自然利子率と貨幣利子率の乖離を埋める作用を持つということだ。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

例外としての円キャリートレードの活発化

預金金利をマイナスにして、貸出金利もマイナスにする場合、例外的に信用拡張が起こる可能性がある。それは、円資金で借りて、外貨運用をする場合である。つまり、マイナス金利で資金調達をして、円預金に寝かせておかずプラス金利の外貨運用をするときには、内外金利差を稼ぐことができる。

円資金の貸出増加と、外貨運用の増加によるキャリートレードは、貸出のマイナス金利下では起こり得る。要するに、円建ての預金に資金を寝かせると逆ザヤになるので、円資金以外で資金をプールすることで利鞘を稼ぐことはあり得る。この場合には、黒田総裁が狙っているような円安圧力にはなるだろう。

総括して考えると、貸出のマイナス金利は、市場調達金利のマイナス幅が大きくなる時、預金受入をしていない金融機関においては起こり得る。しかし、預金金利をマイナスにしない金融機関が多いと予想すると、大方の金融機関は貸出をマイナス金利にすることはしないと判断できそうだ。

また、百歩譲って、預金金利をマイナスにできたとしても、その資金は事業採算の高い借り手にしか活用できない。例外的に、円キャリートレードを活発化させる効果に限ってはあると考えられる。