

2016年3月24日 全12頁

マイナス金利が続く欧州の銀行経営の課題

データで見る欧州銀行の現状と邦銀への示唆

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 65

ロンドンリサーチセンター
シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

- 日銀のマイナス金利導入を受け、既にマイナス金利下にある欧州銀行の経営が注目されている。現在の欧州銀行は、不正行為に対する罰金が年々増加し、リストラ費用が重荷になるなど収益力の回復に明るい兆しが見えてこない。一方、危機の震源地である米銀は早期のリストラが功を奏し現在では好調な業績を維持しており、それに比較すると欧州銀行の収益性の回復は見劣りする。
- 欧州銀行と一括りに言っても、その属性は二極化している。米銀と同様に早期にリストラや資本増強に着手した銀行と、機を逸し未だに業務縮小を強いられている銀行とに大別される。しかしながら、マイナス金利が銀行収益を過度に悲観視させ、銀行セクターへの信頼性を損なっているのは言うまでもない。このため2015年は好調な欧銀も含めて再度リストラが相次いだ。
- 欧州銀行が懸念すべきなのはマイナス金利ではなく、危機後の改革の遅れと、行き過ぎた規制強化への対応といえよう。一方で、2016年の欧州銀行は、企業文化変革に着手した分岐点となる見込みが高い。危機後もLibor問題や外国為替の不正操作などスキャンダルが続いたが、2015年はリストラの断行とともに多くの銀行で新CEOが就任するなど、短期主義がはびこる企業文化への決別が期待されている。

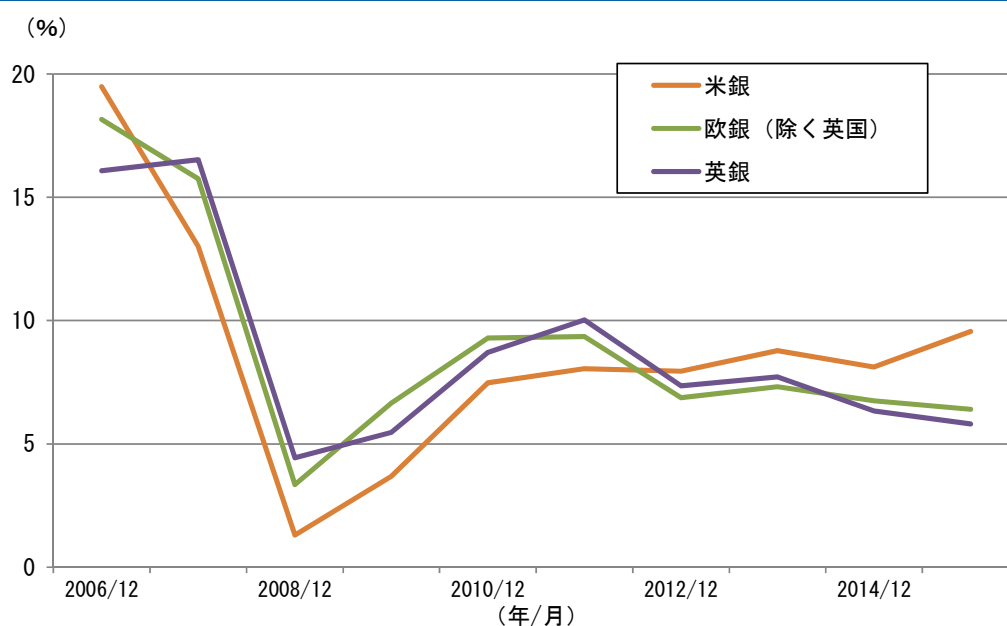
日銀のマイナス金利導入で注目される欧州銀行の現状

日銀のマイナス金利導入を受け、既にマイナス金利下にある欧州銀行の経営が注目されている。特にマイナス金利と低調な実体経済の中で収益性の向上に苦戦している欧州銀行の動向が邦銀への示唆になり得るかに関心が集まっている。

現在の欧州銀行は、不正行為に対する罰金が年々増加し、リストラ費用が重荷になるなど収益力の回復に明るい兆しが見えてこない。一方、危機の震源地である米銀は早期のリストラが功を奏し現在では好調な業績を維持しており、それに比較すると欧州銀行の収益性の回復は見劣りする。

危機以前の欧州銀行は、積極的な買収戦略により資産規模を急拡大させてきた。しかし、リーマン・ショック以降の経営環境の悪化により、この拡大戦略が裏目に出て収益性向上における大きな負担となっている。また、資本増強やリスクアセットの圧縮で危機以降に強化された規制強化の波に何とか対応してきたが、破綻を恐れる規制当局による資本要件は厳格化の一途を辿っている。(TLAC 等の) 次世代の規制強化にともなう調達コストを顧客に転嫁することには既に限界が来ていることは想像に難くないであろう。

図表 1 欧州・米国・英国の銀行の ROE 推移



(注) システム上重要な銀行 (G-SIBs) を主な対象とし、各国・地域の銀行を加重平均ベースで合計して計測 (欧州 12 行、英国 5 行、米国 8 行)

(出所) Bloomberg より大和総研作成

マイナス金利導入が事業選別を促し欧州銀行のリストラを加速

ただし欧州銀行と一括りに言っても、その属性は二極化している。米銀と同様に早期にリストラや資本増強に着手した銀行¹と、機を逸し未だに業務縮小を強いられている銀行²とに大別さ

¹ HSBC、UBS、BNP パリバ、ソシエテジェネラル等

れる。無論、前者はライバル行の失速を好機ととらえ業務拡大を目指している。

その様な中、マイナス金利導入を契機に欧州銀行の経営環境が一変したといっても過言ではない。特にマイナス金利の導入以降、国債（金利）のマイナス利回りが定常化しているため、欧州銀行の収益はさらに圧迫され、通常業務の継続では差別化できない状況に追い込まれているのが実情である。また、また追い打ちをかけるように、欧州中央銀行（ECB）は、2016年3月10日の定例理事会で、中銀預金金利を10bps引き下げマイナス0.4%と、さらなるマイナス金利幅の拡大に踏み切った³。ただし、ECBは経済成長率とインフレ見通しを下方修正した上で、市場予想を上回る大胆な包括的金融政策パッケージ⁴を発表、その際にドラギ総裁は、このパッケージはマイナス金利で収益に苦しむ銀行に対し影響を軽減する効果があるとし、欧州に蔓延していた懸念を一蹴している。

しかしながら、マイナス金利が銀行収益を過度に悲観視させ、銀行セクターへの信頼性を損なっているのは言うまでもない。このため2015年は同セクターで好調な欧銀も含めて再度リストラが相次いだ。特に機関投資家向けのFICC（Fixed income、Currency and Commodity:金利、為替、コモディティ）業務は、危機以降、顧客からの取引手数料が大幅に低下したところにマイナス金利導入が収益力低下の拍車をかけたといわれている。もともとFICC部門はバランスシートを多用するビジネスモデル⁵であり、過剰なシステム投資やそれに従う人員増で収益率が悪化し、マイナス金利下に無い英国の金融街シティでも大規模なリストラが実施された。またバーゼルⅢに代表される規制強化による資本コストの高止まりから、高資本かつ高リスクのFICCトレーディング等伝統的な業務から撤退し、資本負担が少なく、低リスクのリテールビジネス（ウェルスマネジメント等）へのシフトが続いている。また投資銀行業務は、M&Aアドバイザーや現物株の執行などの手数料ビジネスへ傾斜し、それ以外はノンコアビジネスとしてリスクアセットの売却を、日々加速させているのが実情だ。さらに、危機以降、業務拡大に成功した欧州銀行は、個別商品ごとの収益性を拡大するというよりは、顧客との密接な関係により総合サービスでシェアを拡大し収益性を追求する経営に舵を切っている。世界中に支店を展開することが、高収益を意味する訳でなく、規模よりも顧客との継続した関係を重視することが求められているともいえる。

ただし、資本負担が少ない業務は競争も厳しく、ある程度の収益性を確保するには市場シェアが必要となる。多くの欧州銀行が同じ方向を目指しているため、敗者に回る銀行が圧倒的に多いことは言うまでもない。優れた人材を確保するためには競争力ある報酬が必要であり、それでも著しい競争を強いられる中、想定していた収益を上げられていなかったのが実情である。不採算部門から撤退した後に続く収益性の高いビジネスモデルをマイナス金利下で未だ見つけ

2 バークレイズ、RBS、クレディスイス、ドイツ銀行等

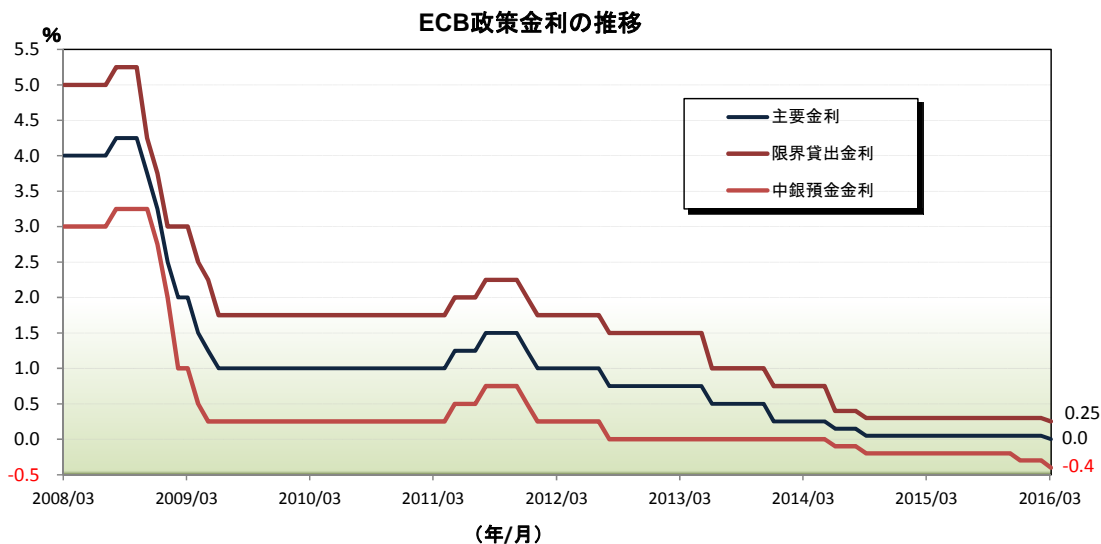
3 同時に政策金利である、主要オペ金利（短期買いオペ：売り出し条件付き債券買いオペ＝レポ）を5bps引き下げ0.00% また上限金利である限界貸出金利を5bps引き下げて0.25%にする決定をした。

4 月額購入金額を600億ユーロから800億ユーロへ拡大、2016年より新たに貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO II： Targeted longer-term refinancing operations）を実施（償還期間は4年、最終実行は2021年3月）、QE購入対象債券はユーロ圏企業の投資適格社債が買い入れ対象、国債機関債の買い入れ上限を同一銘柄、同一発行体ともに33%から50%にまで引き上げ。

5 株式会社とは違い取引所を通さず相対取引が主のため、一旦、バランスシート上に債券を計上する。

られてはいない。ウェルスマネジメントビジネスの拡大を狙う欧州銀行は多いが、米銀ほどの成功モデルを確立できていないのが実情であろう。

図表2 ECBの政策金利の推移とインフレ率およびGDP成長率見通しの変更



実質GDP成長率予想(%)				GPIインフレ率予想(%)			
項目	2016年	2017年	2018年	項目	2016年	2017年	2018年
ECB予想(旧:2015年12月3日)	1.7	1.9	-	ECB予想(新:2015年12月3日)	1.0	1.6	-
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
ECB予想(新:2016年3月10日)	1.4	1.7	1.8	ECB予想(新:2016年3月10日)	0.1	1.3	1.6

(出所) ECBより大和総研作成

データから見るマイナス金利下の欧州銀行の現状

その様な中、2016年2月に起こった欧州株式市場の急落により、マイナス金利が欧州銀行経営に及ぼす影響を改めて強調されたといっても過言ではない。その引き金となったのは、欧州銀行が発行した偶発的転換社債(CoCos)に対する信用不安であり、原油価格の再下落や世界経済が景気後退に向かうかもしれないという心理不安とあいまって、世界の株式市場に動揺が広がった。今回の信用不安の再燃は、欧州銀行セクターは未だ脆弱であるとの懸念が改めて認識される意味深いものとなった。

ただし、同じマイナス金利を導入していても、国ごとに銀行の収益構造の変化は千差万別である。そこで、図表4-1、4-2は欧州のマイナス金利導入国と米国、英国を合わせた5つの国・地域における大手行の財務諸表の特徴を分析し⁶、その実態把握を試みている。2010年を100として指数化し、マイナス金利導入国が増えた2014年を含む過去5年間(2010年12月～2015年12月)まで財務諸表における各項目の伸びを示しており、以下では各項目別にその特徴を確認していく。また過去5年間(2010年/2015年比)と過去1年間(2014年/2015年比)における各項目の変化率を比較して、マイナス金利導入後にどのような変化があったかを比較している。

⁶ 欧米の大手行としてマイナス金利下にある国・地域を中心に31行(主にG-SIBs)抽出し、各項目の数値を対象国・地域ごとに合算し、加重平均を算出した。その内訳はユーロ圏8行、スイス3行、デンマーク3行、スウェーデン4行、英国5行、米国8行となる。

図表3 欧州のマイナス金利導入国の政策金利

国	導入月	現在マイナス金利幅	政策金利
ユーロ圏(ECB)	2014年6月	▲0.40%	預金ファシリティ金利
デンマーク	2012年7月(2014年9月※)	▲0.65%	譲渡性預金金利
スイス	2014年12月	▲0.75%	3ヵ月スイスフランLIBOR
スウェーデン	2015年2月	▲0.50%	レポ金利

(※) デンマークは一時的にプラス圏に引き上げられた後、2014年9月に再度導入
(出所) 各国中銀より大和総研作成

【本業利益（資金利益）】

マイナス金利下で最も悪化が懸念されているのは、本業利益に相当する資金利益（本業の受取利息純額）である。しかしマイナス金利を導入している全ての国の銀行が、収益悪化に直面している訳ではない。2011年央からゼロ金利政策を採用するスイスでは、預金利回りを低く維持した効果もあり、むしろ資金利益は過去5年間で大きく増加している（2010年/2015年比：+26.7%、2014年/2015年比：+3.1%）。その一方、スウェーデンでは資金利益の減少がマイナス金利導入後に顕著である（2010年/2015年比：+14.3%、2014年/2015年比：-1.7%）。ただし受取利息の減少幅に比べて（2014年/2015年比：-15.4%）、支払利息の減少幅が大きく（同：-30.0%）、大幅な利鞘の低下は免れており、下方硬直的な貸出金利回りが功を奏した。またユーロ圏では昨年以降の量的緩和の効果も重なり、過去1年間は大きく貸出金が増加（2014年/2015年比：+6.9%）したため、受取利息も増加（同：+2.8%）している。さらに、（マイナス金利による預金利回り低下の影響等により）支払利息の減少（2014年/2015年比：-2.0%）が同時に起こり、資金利益の大幅な回復（同：+7.6%）に繋がっている。

結果的にマイナス金利幅の拡大が、資金利益のさらなる低迷に繋がるというステレオタイプな批判は必ずしも当てはまらない。ただしこれは預金利回りの引き下げという預金者へマイナス金利の負担を転嫁する形で収益性を高めているだけともいえる。

【総預金】

スイスではマイナス金利幅を拡大した影響で、2015年以降預金高の減少に直面している（2010年/2015年比：-5.2%、2014年/2015年比：+23.0%）。またスウェーデンもマイナス金利導入以降、預金高が減少（2010年/2015年比：-4.4%、2014年/2015年比：+27.4%）する一方、デンマークや、ユーロ圏では対照的に預金が増加しており（2014年/2015年比はそれぞれ、+5.1%、+11.6%）、マイナス金利導入と預金減少との相関性は必ずしも認められない。

多くの欧州銀行はタンス預金や取付け騒ぎを恐れ、リテール口座からの利子徴収に踏み切れていない。ゆえにマイナス金利の副作用として警戒されていたタンス預金は殆ど起こっておらず、家計の預金高には大きな変動は見られていないことが推察される⁷。また、たとえ大口法人や富裕層から少額の口座管理手数料を徴収したとしても、マイナス金利のコスト（利子払い）

⁷ 欧州では電子マネーが広く活用されている、特にスウェーデンでは、大量の現金を使うとテロや犯罪を懸念して警察に通報されるほどキャッシュレス化が進んでおり、多額の現金を引き出すことは稀となっていることもタンス預金が進まない要因といわれている。

を全て顧客に転嫁しきれないため、大口顧客からの預金を受け入れない銀行も出始めている。

【非金利利益（役務利益、その他業務利益）】

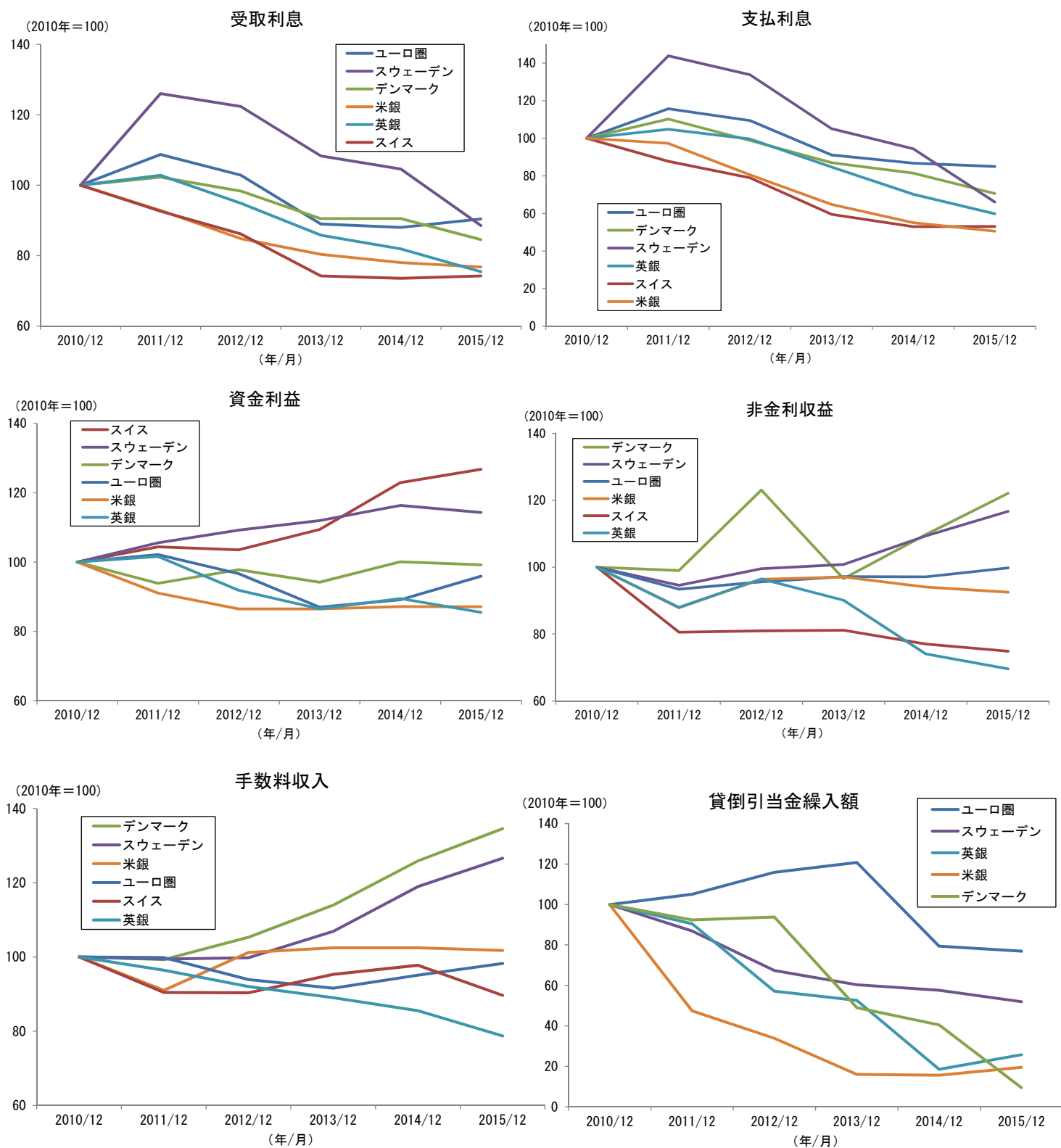
非金利収益（役務利益とその他業務利益を含む）を確認すると、過去1年間のデンマークやスウェーデンの銀行の伸び率は高く（2010年/2015年比はそれぞれ+22.1%、+16.7%）、その中でも手数料収入は過去5年間で大きく伸びていることが分かる（2010年/2015年比はそれぞれ+34.6%、+26.6%）。危機以降、特にデンマークの銀行では、伝統的な銀行業務で資金利鞘を稼ぐモデルから、資産運用ビジネスや資本市場での株式売買、M&Aでの手数料収入に傾斜するモデルへの転換が成功し収益の拡大が顕著である。

【経費（販管費・その他営業費用）、与信コスト（貸倒引当金繰入額）】

一方、ドイツなどユーロ圏の大手行は、米銀が成功したウェルスマネジメントビジネスなどに注力していたが、高額報酬など高コスト体質は変わっておらず、他国と比較しても過去5年間の経費（販管費・その他営業費用）は高止まりしていることが分かる（2010年/2015年比：+12.7%）。ユーロ圏の銀行はコスト効率の悪さや、罰金や訴訟費用の急騰なども収益性低下に悩まされている原因となっている。さらに、与信コスト（貸倒引当金繰入額）の減少率が過去5年間で小幅に留まり、業績低迷の一因とも指摘されている（2010年/2015年比：-23.0%、2014年/2015年比：-3.1%）。

危機以降、早急に不良債権処理に踏み切った米銀との違いは鮮明となり、未だにユーロ圏銀行全体では米国の2倍以上の不良債権が大きな重荷となっている。無論、不良債権処理の巡航速度を高めることが、銀行の収益性改善、ひいては実体経済の回復に最も効果的であることには違い無い。

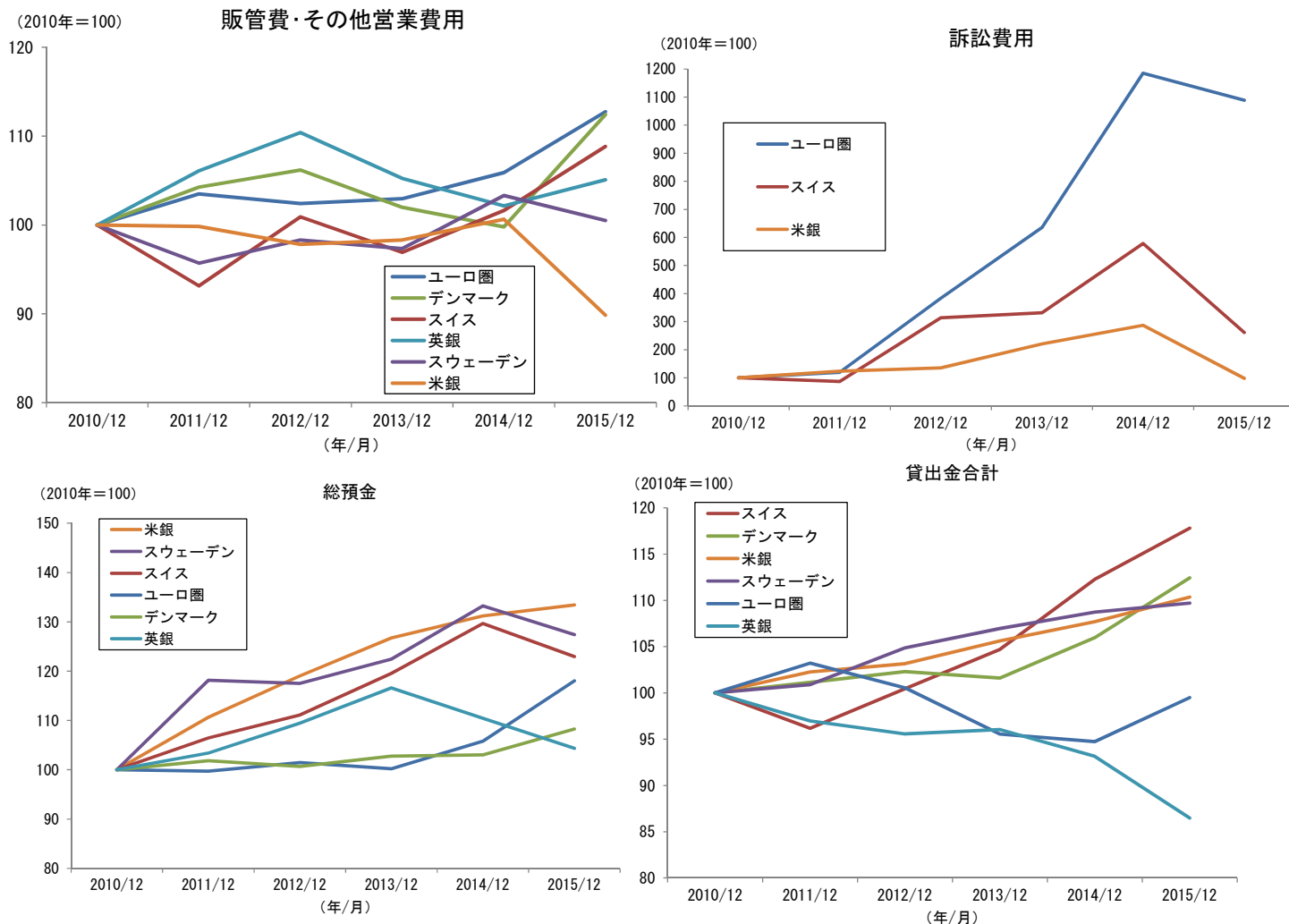
図表 4-1 欧州・米銀の財務諸表の推移①



(注) スイスの貸倒引当金繰入額データは割愛。2015年末の指数の値順に凡例を表示

(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 4-2 欧州・米銀の財務諸表の推移②



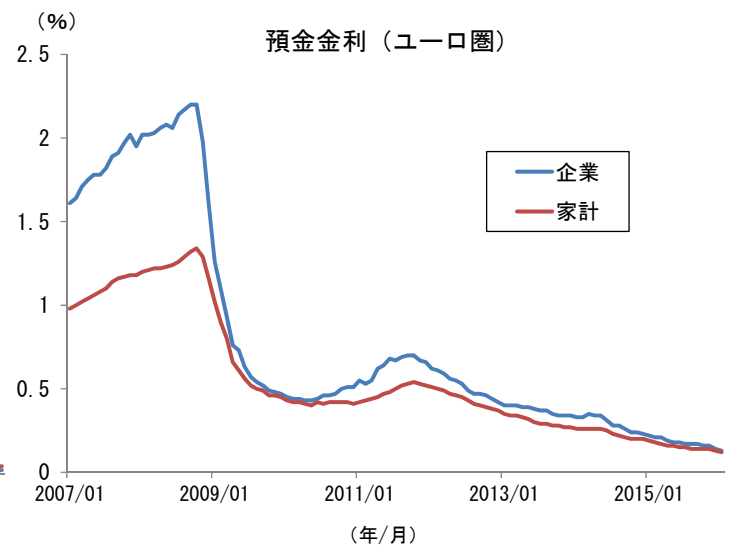
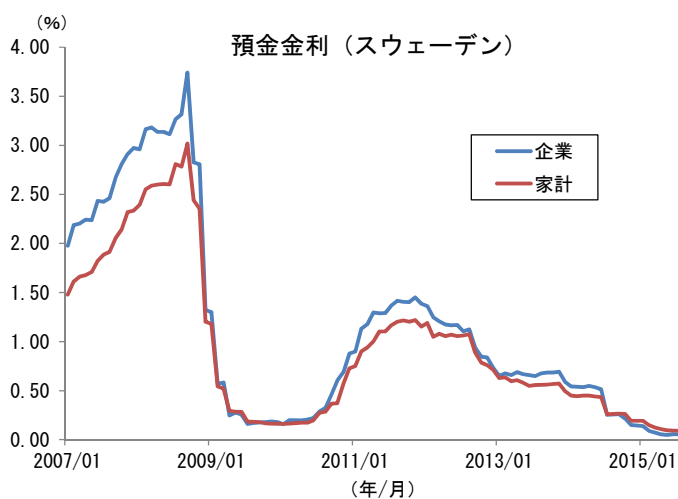
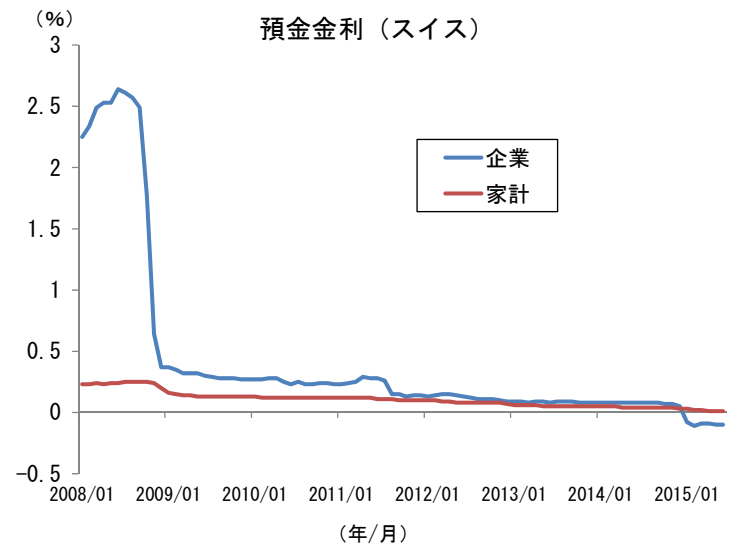
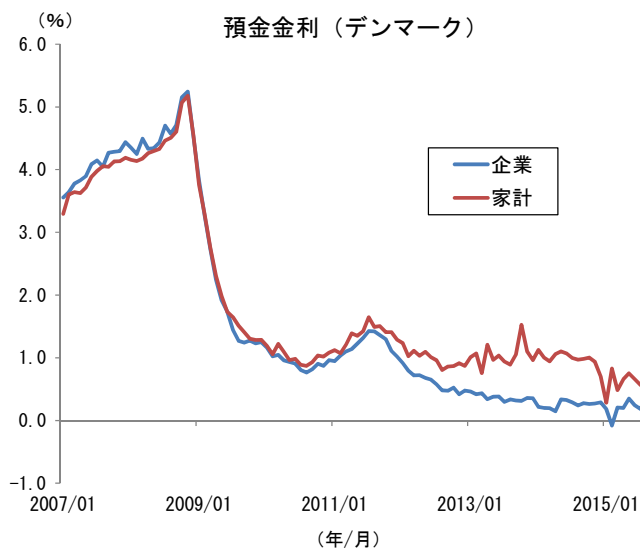
主要項目一覧(欧州マイナス金利導入国)

基本項目	スイス		ユーロ圏		スウェーデン		デンマーク	
	債務危機前後比増減 (2010年/2015年比)	マイナス金利導入前後比増減 (2014年/2015年比)	債務危機前後比増減 (2010年/2015年比)	マイナス金利導入前後比増減 (2014年/2015年比)	債務危機前後比増減 (2010年/2015年比)	マイナス金利導入前後比増減 (2014年/2015年比)	債務危機前後比増減 (2010年/2015年比)	マイナス金利導入前後比増減 (2014年/2015年比)
総預金	+23.0%	-5.2%	+18.0%	+11.6%	+27.4%	-4.4%	+8.3%	+5.1%
貸出金合計	+24.7%	-0.3%	-0.3%	+6.9%	+12.6%	+0.8%	+11.9%	+0.9%
受取利息	-25.8%	+1.0%	-9.6%	+2.8%	-11.5%	-15.4%	-15.5%	-6.6%
支払利息	-47.0%	+0.1%	-15.0%	-2.0%	-33.9%	-30.0%	-29.4%	-13.3%
資金利益	+26.7%	+3.1%	-4.1%	+7.6%	+14.3%	-1.7%	-0.8%	-0.9%
非金利収益	-25.1%	-2.8%	-0.2%	+2.8%	+16.7%	+6.7%	+22.1%	+11.3%
手数料収入	-10.4%	-8.3%	-1.7%	+3.3%	+26.6%	+6.4%	+34.6%	+6.9%
販管費・その他営業費用	+8.8%	+7.1%	+12.7%	+6.4%	+0.5%	-2.7%	+12.4%	+12.7%
貸倒引当金繰入額	-	-	-23.0%	-3.1%	-48.0%	-9.9%	-90.6%	-76.7%
税引前利益	-79.2%	-51.1%	-28.6%	+3.3%	+49.9%	+2.9%	+180.1%	+80.9%
預証率	100%	54%	73%	71%	50%	48%	55%	72%
預貸率	77%	76%	123%	103%	214%	229%	214%	229%

(注) 訴訟費用は参考値、預証率、預貸率は増減ではなく実際の比率、2015年末の指数の値順に凡例を表示

(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表5 欧州マイナス金利導入国の預金金利



(出所) 各国外銀より大和総研作成

欧州マイナス金利導入国別の相対比較

続いて、マイナス金利導入国の財務諸表の各項目について、①2010年～2015年、②2014年～2015年の変化率（増加率および減少率）を比較し、マイナス金利の影響が読み取れるか検討する。国別の比較が容易になるように、変化率は偏差値で表現した（図表6）。

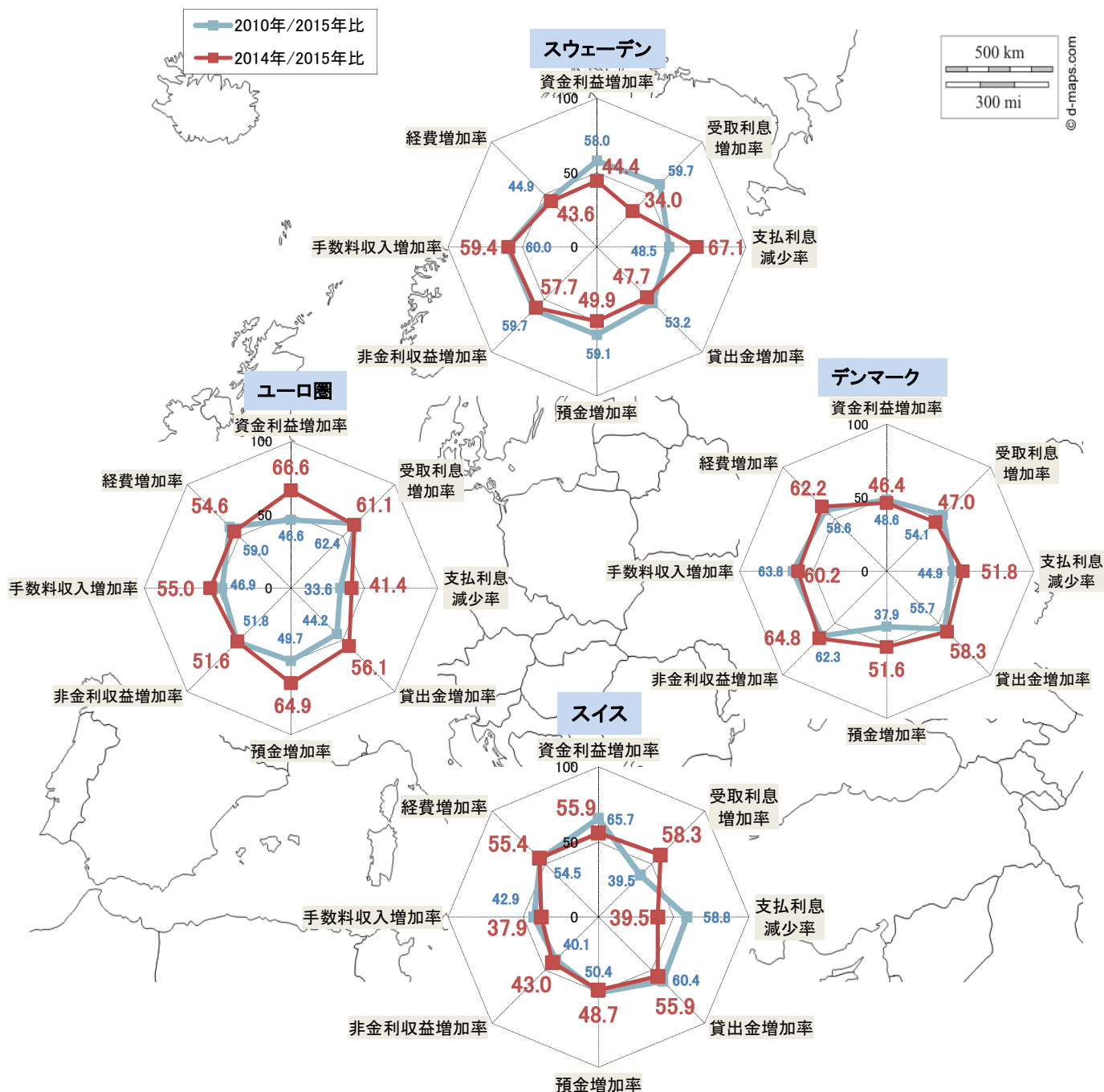
スウェーデンでは、支払利息において、①の減少率が相対的に小さく（2010/2015年比：48.5）、その一方で②の減少率が相対的に大きい（2014/2015年比：67.1）。このため、2015年のマイナス金利導入の支払利息減少のインパクトが、他国より大きかったと推察できる。また、総預金の減少率（預金増加率の①と②の差）は支払利息減少率の差より相対的に小さく（2010/2015年比：59.1→2014/2015年比：49.9）、マイナス金利導入の副作用といわれる預金量の減少というより、預金利回りの低下効果によるものと解釈できる。

一方、スイスでは支払利息において①の減少率は相対的に大きく（2010/2015年比：58.8）、②の減少率は逆に相対的に小さい（2014/2015年比：39.5）。早くから導入した超低金利政策の影響が預金金利低下を招いており、マイナス金利導入後の預金利回り低下のインパクトは軽微であったと推察される。さらに、受取利息において、②の増加率が相対的に大きい（2010/2015年比：39.5→2014/2015年比：58.3）。その反面、資金利益の②の増加率が相対的に小さくなっている（2010/2015年比：65.7→2014/2015年比：55.9）。その上、貸出金の①の増加率は相対的に大きかったものの、②の増加率は平均に近く、伸びているとは言い難い（2010/2015年比：60.4→2014/2015年比：55.9）。このため、利益は確保しているものの、スイスではこれ以上のマイナス金利幅を拡大しても、（現時点では貸出金の増加も頭打ちであり）預金利回りをさらに低下させない限り、本業収益の拡大は期待できないことが推察される。既に、2012年から大口法人や富裕層の預金から口座管理手数料の名目で、実質利子徴収に踏み切る銀行が早くから存在していた。マイナス金利導入以降は、法人預金や富裕層向けからマイナス利子徴収に踏み切る銀行が続出し、負担に耐えきれない銀行の一部はリテール預金からも利子徴収を開始するなど、銀行の収益悪化が深刻化している状況と合致する結果といえる。

デンマークは、非金利収益および手数料収入の増加率が過去5年間一貫して（①でも②でも）、相対的に大きい（非金利収益増加率 2010/2015年比：62.3→2014/2015年比：64.8 手数料収入増加率、2010/2015年比：63.8→2014/2015年比：60.2）。これは、マイナス金利導入が銀行の収益モデルの変化の契機となったというより、金融危機以降の構造変化であると推察される。また、貸出金の増加率も過去5年間一貫して（①でも②でも）平均に近く安定している（2010/2015年比：55.7→2014/2015年比：58.3）。しかし、資金利益の増加率は過去5年間一貫して相対的に低いままである（2010/2015年比：48.6→2014/2015年比：46.4）。このため、現時点ではマイナス金利導入が本業収益には否定的な影響を及ぼしているといっても過言ではない。また、経費も拡大傾向にあり、①より②の増加率が相対的に大きくなっている（2010/2015年比：58.6→2014/2015年比：62.2）。

最後にユーロ圏では貸出金の増加率が①では相対的に低く、②では相対的に高くなっている（2010/2015年比：44.2→2014/2015年比：56.1）。これは、資金利益増加率の相対的な拡大傾向（2010/2015年比：46.6→2014/2015年比：66.6）に比例しており、2015年までの一連の金融緩和の効果は確かに確認できる。また総預金の増加率も、相対的な拡大をみせ（2010/2015年比：49.7→2014/2015年比：64.9）、他国と明暗が分かれる結果となった。

図表6 欧州マイナス金利導入国の相対比較（偏差値）



(注) 欧州のマイナス金利導入国と英国、米国の銀行を含めた形で偏差値を算出

(出所) Bloomberg、d-map (<http://www.d-maps.com/m/europa/europemax/europemax10.gif>) より大和総研作成

マイナス金利が続く欧州銀行が今後目指すべき道（邦銀への示唆）

現在の所、欧州でもマイナス金利による実体経済への効果を明確に確認することは困難といえる。ただし、銀行の財務諸表の各項目を様々な切り口で確認すると、今後、邦銀でも起こりうる企業・家計の行動変化が僅かながら浮かび上がってくる。また副作用として懸念していた預金流出や大幅な銀行の収益の低下は現時点では生じていない。欧州銀行が懸念すべきなのはマイナス金利ではなく、危機後の構造改革の遅れと、行き過ぎた規制強化の対応といえよう。

ただし、2016年度の欧州銀行は、企業文化変革に着手した別れ目ともなる見込みが高い。危機後もLIBOR問題や外国為替の不正操作などスキャンダルが続いたが、2015年はリストラの断行とともに多くの銀行で新CEOが就任するなど、短期主義がはびこる企業文化への決別が期待されている。大規模なリストラのおかげで、事業特性が大きく変化すると同時に、報酬規制の導入や銀行セクターに対する厳しい世論もあり、短期的よりも中長期で安定した収益を上げる人材が昇進・賞与の面でも評価される体制に変わりつつある。また、2016年に入り危機後の規制強化一辺倒のムードから脱しつつあることは明るい材料である。株式投資への税制緩和などを盛り込む資本市場同盟の実現促進などもその一環であり、欧州金融当局からのさらなる締め付けも収束しつつある。

その一方で（危機後に導入された）バーゼルⅢなどの膨大な規制強化の進捗は遅く、最終適用は2019年（TLACに至っては2022年）である。特に危機後は、規制資本強化からレバレッジ比率とストレステストでリスクウェイトの補完に大きく舵を切ったことが各行の混乱を深めた原因といえよう。このためシステム投資や人員対応など、当面は規制適用に向けたコストが掛かることは想像に難くない。

これらが最終的に終了するまでは、新たな戦略や経営リソースの投入は先送りせざるを得ないと言っても過言ではない。それゆえに欧州銀行は成長性が見込めない地域からの撤退や、コスト削減を強いられており、事業の整理・統合が加速することが予想される。今までのように全ての事業に資本配賦して何でもこなすのではなく、得意な事業に特化し、すべきではないことを切り捨てる取捨選択が重要となるのではないだろうか。同じ状況は邦銀でも十分に想定され、欧州銀行が2015年に行なった体制刷新の意味を十分に吟味する必要も出てくるときが来るであろう。マイナス金利の底打ちが宣言され、大規模なリストラが終了した2016年からどのような事業選択を行い、低収益モデルを打開していくのかその動向に注目したい。

（了）