

2019 年 9 月 26 日 全 9 頁

マイナス金利の深掘りで起こる欧銀経営の変化

欧銀苦境から見える邦銀への教訓

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 146

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]

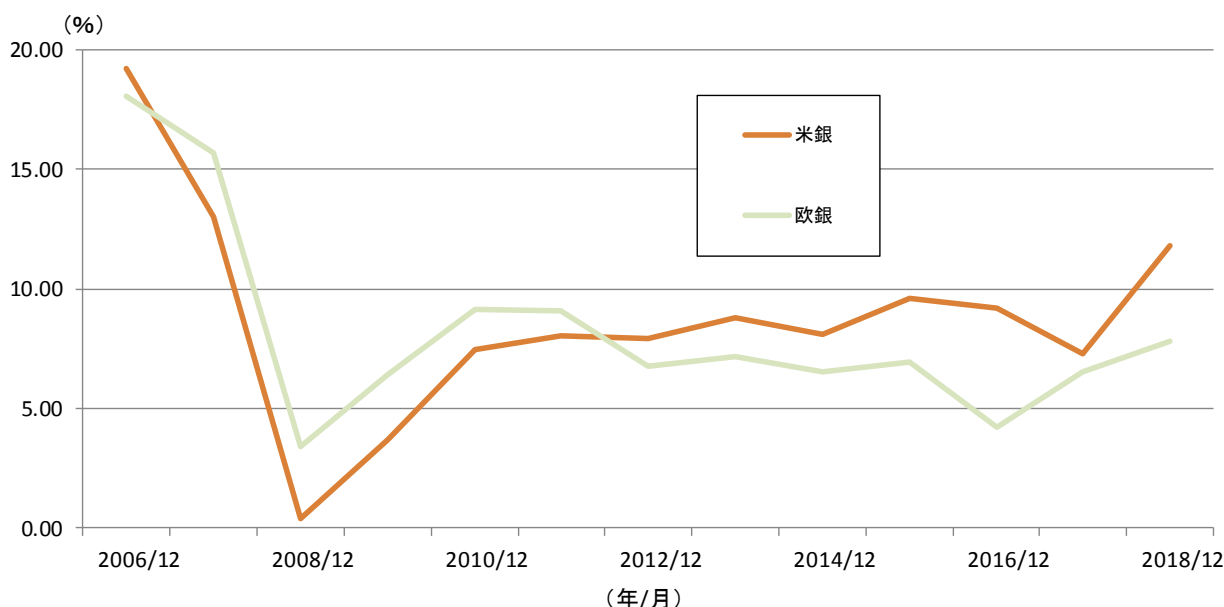
- 10 月 31 日に退任が予定されている欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は、9 月 12 日の政策理事会で、フォワードガイダンスの変更も含めた大規模な緩和パッケージを発表した。今後、インフレ見通しが目標値のレベルに収束するまで、現行あるいはそれより低い水準に政策金利をとどめるとの ECB からのメッセージは、欧銀にとって、当面厳しい経営環境が継続することを意味する。
- 欧銀は、金融危機後に米銀が経験したような厳格なストレステストをすることもなく、問題の先送りに終始し、経費削減や非効率な IT インフラの改善、高い費用を伴う支店網のリストラを怠ったことが、経営不振につながっている。また国際的に活動する投資銀行業務を抱える欧銀の中でも、特に大きく収益性が低下したのが、大規模なトレーディング事業を展開していた銀行である。
- 英国やドイツでは、近年設立されたスマホなどのモバイルバンキングを専門とする、一般にチャレンジャーバンクと呼ばれる銀行のシェアが大きく拡大している。チャレンジャーバンクの大半はまだ十分な利益を計上できていない段階にあるものの、従来銀行のような、旧態依然としたコストを増加させる圧力はない。さらに、EU 規制により欧銀はオープン API が義務付けられており、従来銀行はチャレンジャーバンクの存在を無視できない状況にある。
- 現在の邦銀は、国内企業向け融資という現状維持からシフトし、海外金融機関の買収などにより、新たな収益の活路を海外に求めているケースが多い。（海外業務に活路を求め）国際的な投資銀行の買収や合併により、米銀と伍していこうとしたことが結果的に裏目に出た、ドイツの銀行の事例は他山の石となるだろう。

欧州中央銀行はマイナス金利の深掘りへ

10月31日に退任が予定されている欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は、9月12日の政策理事会で、フォワードガイダンスの変更も含めた大規模な緩和パッケージを発表した。主要政策金利である中銀預金金利（預金ファシリティ金利）を現在のマイナス0.4%から、10ベーシスポイント引き下げ、マイナス0.5%とし、2018年12月に終了した、資産買い入れプログラムを11月より月額200億ユーロのペースで再開する。

今後、インフレ見通しが目標値のレベルに収束するまで、現行あるいはそれより低い水準に政策金利をとどめるとのECBからのメッセージは、欧州銀行（以下、欧銀）にとって、当面厳しい経営環境が継続することを意味する。2019年の上半期に、欧銀の収益は、2013年来の低水準を記録している。ユーロ危機から数年を経て、ユーロ圏諸国の公的債務はEUの財政規律であるGDP比で3%以内に収収してきたものの、欧銀の危機は進行中である。ドラギ総裁にとって8年間の任期で最も重要な決定の一つとされるが、この緩和パッケージが本当にユーロ圏の経済回復（およびインフレ目標達成）に寄与するかは未知数だろう。EU各国による財政拡大政策が期待できないため、ECBは独力で景気浮揚に挑まなければならないといっても過言ではない。

図表1 欧銀、米銀のROEの推移



（注）システム上重要な銀行を中心に各国・地域の手銀行を加重平均ベースで合計して計測（欧州18行、米国8行）

（出所）Bloombergより大和総研作成

米銀は好調だが欧銀の収益低迷は続く

欧銀が厳しい事業環境にある一方で、米国銀行（以下、米銀）は好調な業績を記録し、株価も過去最高に迫る勢いである。米銀は多国籍企業との長年にわたる関係性を活かし、国内での

買収・投資助言、企業向けの資本調達業務での収益を積み重ねている。米銀が国内市場の収益性に支えられ欧州市場での事業に参入しているのに対し、欧銀の米国市場での実績は、進出する意義が問われるほどの散々なものである。欧銀は、グローバル金融危機以前の 2000 年代中ごろまでは、収益性において米銀に追いつく直前までいていたものの、その後は後退の一途を辿っている。経営改善に対する投資家からの圧力は年々増しており、投資銀行部門（特にフロント部門）の大幅な縮小が緊急課題といえよう。事実、2019 年に入り欧銀は約 4 万人以上におよぶ雇用削減を発表している¹。

そもそも欧銀は、金融危機後に米銀が経験したような厳格なストレステストをすることもなく、問題の先送りに終始し、経費削減や非効率な IT インフラの改善、高い費用を伴う支店網のリストラを怠ったことが、経営不振につながっている。また北・東欧の銀行でマネーロンダリングへの深い関与が指摘された件が相次ぎ、一連の不祥事などによる訴訟による罰金の影響も大きい。特に 2018 年以降、欧銀の収益は大幅に低下していたため、今回、ECB のマイナス金利の深掘りにより、資金利益上昇を期待する投資家の願いも砕け散ったといえるだろう。

欧銀の投資銀行業務における構造的な問題

このような欧銀の収益性の低下は、グローバル金融危機以降の地政学的な緊張、経済の低迷を受けて継続される低金利により、2019 年に入っても継続中である。特に下落が顕著なのが、投資銀行業務におけるエクイティ部門による収益であろう。リサーチ費用と執行費用の分離明確化（アンバンドリング）を強いる EU の規則、MiFID II が 2018 年 1 月より実施されており、株式調査業務からの収益減が顕著となり、エクイティ部門からの収益確保を難しいものになっている。アンバンドリングの実施により、指標や決算などのルーティーンのレポート執筆作業に携わる株式アナリスト等の存在意義が問われているのが現状である。さらに、デリバティブやプライムブローカー事業に対する顧客の需要が減少したことも大きい。プライベートエクイティへの投資資金の振り分けが急増しているものの、伝統的な株式売買に比べて収益の安定性に欠ける。

また国際的に活動する投資銀行業務を抱える欧銀の中でも、特に大きく収益性が低下したのが、大規模なトレーディング事業を展開していた銀行である。これら欧銀の多くは米国市場への参入で収益拡大をもくろんだが、グローバル金融危機以降の資本規制強化により、これまでの規模でのトレーディング事業は不可能になり、大規模な展開が裏目に出たといっても過言ではない。バーゼル III による規制要件の強化で低下した収益性は、2022 年から段階導入される新たな規制強化で資本要件がさらに引き上げられるため、一層低くなることが予想される。

¹ 最大の雇用削減を予定しているのはドイツ銀行（2020 年までに 18,000 人、従業員の約 20%）だが、HSBC、パークレイ銀行、サンタンデール銀行、ソシエテジェネラルも数千人、ユニクレディットは最大で 1 万人の削減を予定している。

このため、株式事業やトレーディングに代わる収益源として、プライベートバンク、アセットマネジメントおよびウェルスマネジメント事業が挙げられている。企業顧客に対し、決済やキャッシュマネジメント、貿易金融サービスを提供する、コーポレートバンキング部門にも期待がかかっている。縮小されたトレーディング事業においても、優秀なトレーダーやリサーチ部門よりも、システムやコンピューター処理能力を備えた銀行が収益性の面で勝者となると見られている。

苦境が続くドイツの銀行の構造的な問題

欧銀の中でもドイツの銀行は、さらに厳しい環境に追い込まれている。中には、株式部門の閉鎖やトレーディング業務の縮小をすることで、大規模な再建計画を予定している銀行もある。間接金融中心のドイツでは、直接金融市場の（規模が小さいため）重要性が低いため、投資銀行業務自体が衰退している。金融・不動産等の投機的な動きが少なく、低金利にもかかわらず不動産バブルが発生しなかったことなどから、証券化ビジネスの規模も小さい。ドイツ国内では、投資銀行業務がもともと（グローバル金融危機以前から）重要視されていなかった背景もある。一方、商業銀行業務は、欧州債務危機以降のドイツ経済が順調な回復を見せたことで、順調に企業への融資も伸びていたため、比較的好調を維持していた。ただマイナス金利政策が長期化し、細分化された国内市場での競争激化とあいまって、足元は低迷している。

またコストが高止まりしている要因も大きい。ドイツの銀行は、支店や本部機能の自動化（デジタル化）が進んでおらず、効率の悪さなども指摘されている。一部の銀行ではオンラインバンキングに特化しており、わかりやすい提供プロダクトに絞り（顧客に見やすい画面で）成功しているが、大規模銀行ではまだそこまで事例が出ていない。またドイツには、労働者代表が経営者と共に企業の最高意思決定に関与するなど、迅速な決定ができず、リストラする速度が遅くなるという事情もある（多くの労働組合が存在し、経営への影響力が強い）。

さらにドイツの銀行セクターは整理統合が進んでおらず、海外市場を諦め国内市場に回帰すればすべて改善されるという訳でもない。同業界の過密状態という根本的な問題がある。ドイツの銀行数は 1,600 弱もあり、主に民間銀行、公的銀行、信用協同組合の 3 つの柱に分かれている。収益低迷により、年間で 40-50 行のペースで減少しているが、公的銀行部門には、主に地方自治体が所有する貯蓄銀行（Sparkassen）が依然として約 400 も存在している。また地域の貸し手となる、信用協同組合も 900 近く存在している。これらの銀行は、利鞘が薄い収益以外にも地域密着の取り組みも多い。

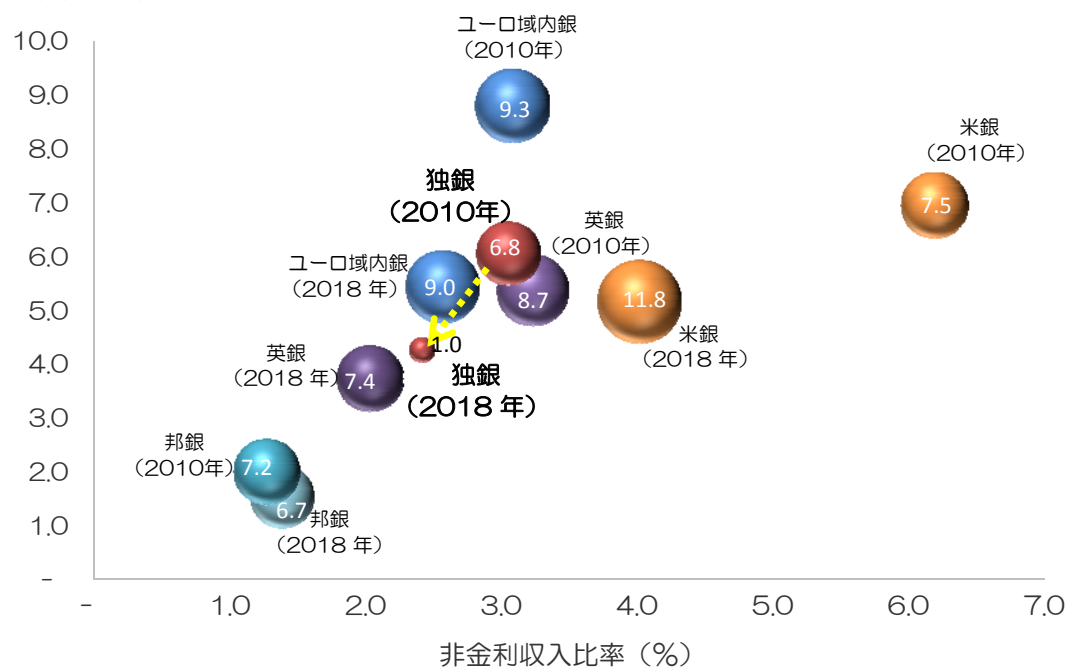
図表2 ドイツの銀行比較 (2019年6月末時点)

	銀行数	支店数		非金融機関への貸出 (10億ユーロ)		預金 (10億ユーロ)	
			占有率		占有率		占有率
民間銀行	263	7,770	28%	1,378	32%	2,495	43%
大手行	4	6,298	23%	639	15%	1,229	21%
地銀	151	1,303	5%	631	15%	855	15%
外銀支店	108	169	1%	109	3%	410	7%
貯蓄銀行	385	9,492	34%	1,032	24%	1,126	20%
信用協同組合	871	8,782	31%	719	17%	830	15%
州立銀行	6	240	1%	394	9%	481	8%
その他(抵当銀行、住宅貯蓄銀行、特殊銀行等)	47	1,590	6%	759	18%	778	14%
合計	1,572	27,874	100%	4,283	100%	5,710	100%

(出所) ブンデスバンク資料より大和総研作成

図表3 各国大手行のROE、金利収入比率、非金利収入比率の推移

金利収入比率(%)



(注) 球の大きさがROE、金利収入比率=金利収入/預金、非金利収入比率=非金利収入/預金と定義。システム上重要な銀行を中心に各国・地域の大手銀行を加重平均ベースで合計して計測

(出所) Bloomberg より大和総研作成

このため、一番、損をしたのが民間銀行の大手行であり、ROEは1%台まで低迷した。グローバル金融危機以降、確かに各国の大手行は国を問わず金利、非金利収入ともに減少しているも

の、ROE がここまで低迷しているのはドイツの大規模行のみである。回復のために大手行同士の合併という選択肢は、コスト削減とリテール部門の規模拡大という利点はあるものの、構造的な問題の解決には至らない。銀行の多くは小規模行で、公的銀行と協同組合との競争は激しく、これらが地域の預金や住宅ローン、企業融資の大半を担っている。

民間銀行、公的銀行、協同組合の 3 つの柱の中での整理統合や、柱を超えた再編が進まない限り、ドイツの銀行の構造的な問題は解決しないだろう。現時点では、柱を超えた再編は考えづらく、整理統合の機運も乏しいため、民間大規模行がどうやって、これから国内の収益を上げていくのかは明確ではない。

チャレンジャーバンクの脅威

欧銀の大規模な雇用調整の受け皿の一つになりつつあるのが、フィンテック企業や仮想通貨事業を営む新興企業である²。欧州ではフィンテック企業が過去数年にわたり、大きな話題を集め、顧客基盤を着実に形成しつつある。特に英国やドイツでは、近年設立されたスマホなどのモバイルバンキングを専門とする、一般にチャレンジャーバンクと呼ばれる銀行のシェアが大きく拡大している。チャレンジャーバンクは一般に 2008 年のグローバル金融危機以降に設立された銀行を指す（その多くは 2014 年以降に設立された決済銀行）。チャレンジャーというだけに、従来の銀行に競争を挑む姿勢を明確にしており、より柔軟で、より良いサービス、手数料の安さなどを武器に顧客を奪うことを目指している。これらチャレンジャーバンクは従来銀行に比べ、相当に低い手数料での送金や、為替手数料がかからない外貨への交換（および交換した外貨をキャッシュレスでそのまま決済³）などによって数百万の顧客を獲得している。

EU では 2015 年 11 月に成立した第二次決済サービス指令（PSD2）によって、銀行によるオープン API が義務付けられたこともフィンテック企業を後押しした⁴（2018 年までに国内法への移管を義務付け）。これによって非金融機関の決済サービスプロバイダーも直接、決済システムにアクセスできるようになっており、既存の金融サービス機関と公平な競争の場が作られている。また英国では、2015 年 4 月に、世界初となる決済システム規制局（Payment System Regulator）が立ち上がり、チャレンジャーバンクやフィンテック企業が公正な条件で決済システムにアクセスを可能とさせることや、消費者や企業のためになるイノベーションが決済システムで利用されることを支援している。

² これまで欧銀からのリストラ対象者を受け入れてきたヘッジファンドは、基本的なインデックスをパフォーマンスで上回ることができず、投資家離れが進んだため、もはや雇用先として機能しなくなっている。

³ スマホ内で、為替手数料ゼロで両替した外貨をそのまま国外で使用できる等。

⁴ PSD2 は、①市場参入障壁の除去および平等な競争条件の確保による決済サービス提供者間の競争促進、②支払サービス提供者が提供する情報の透明性向上、情報提供が義務付けられる項目の共通化、③決済サービス提供者と利用者との間における権利義務関係の明確化・共通化するための規制である。

図表4 チャレンジャーバンク（モバイルバンク）の預金高と口座数

2018年度時点	預金高 (百万ポンド)	前年度比	口座数 (千)	前年度比
Monzo（英国）	462	548%	1,600	171%
N26（ドイツ）	1,000	143%	2,300	360%
OakNorth Bank（英国）	1,175	139%	28	133%
Revolut（英国）	-	-	3,500	169%
Starling Bank（英国）	202	1,016%	337	684%

（出所）各社発表資料、各種報道より大和総研作成

ただし、これらチャレンジャーバンクに口座を開設した顧客は、（チャレンジャーバンクを）給与振込口座や住宅ローンの口座などにすることは二の足を踏んでおり、まだメインバンクになり切れているとは言い難い。一方、従来銀行は圧倒的な資金力を背景に、アプリのみ（実店舗なし）の銀行を立ち上げ、通常なら口座を持つことがままならないような低所得層を対象とした（金融包摂を可能とした）顧客を巻き込むことで対抗している。

チャレンジャーバンクの大半はまだ十分な利益を計上できていない段階にあるものの、従来銀行のような、旧態依然としたコストを増加させる圧力はない（従来銀行は、IT システムの刷新や支店網の維持などに巨額の費用が必要となっている）。さらに、前述の EU 規制により欧銀にはオープン API が義務付けられており、従来銀行はチャレンジャーバンクの存在を無視できない状況にある。このため、コストの面から見れば、従来銀行がチャレンジャーバンクと同様のサービスを提供するよりも、チャレンジャーバンクと提携したほうが、従来銀行にとって断然、効率的といえるだろう。提携すれば、従来銀行が預金をするためだけの安全な場所として利用されるための存在に成り下がるリスクを回避することにもなる。

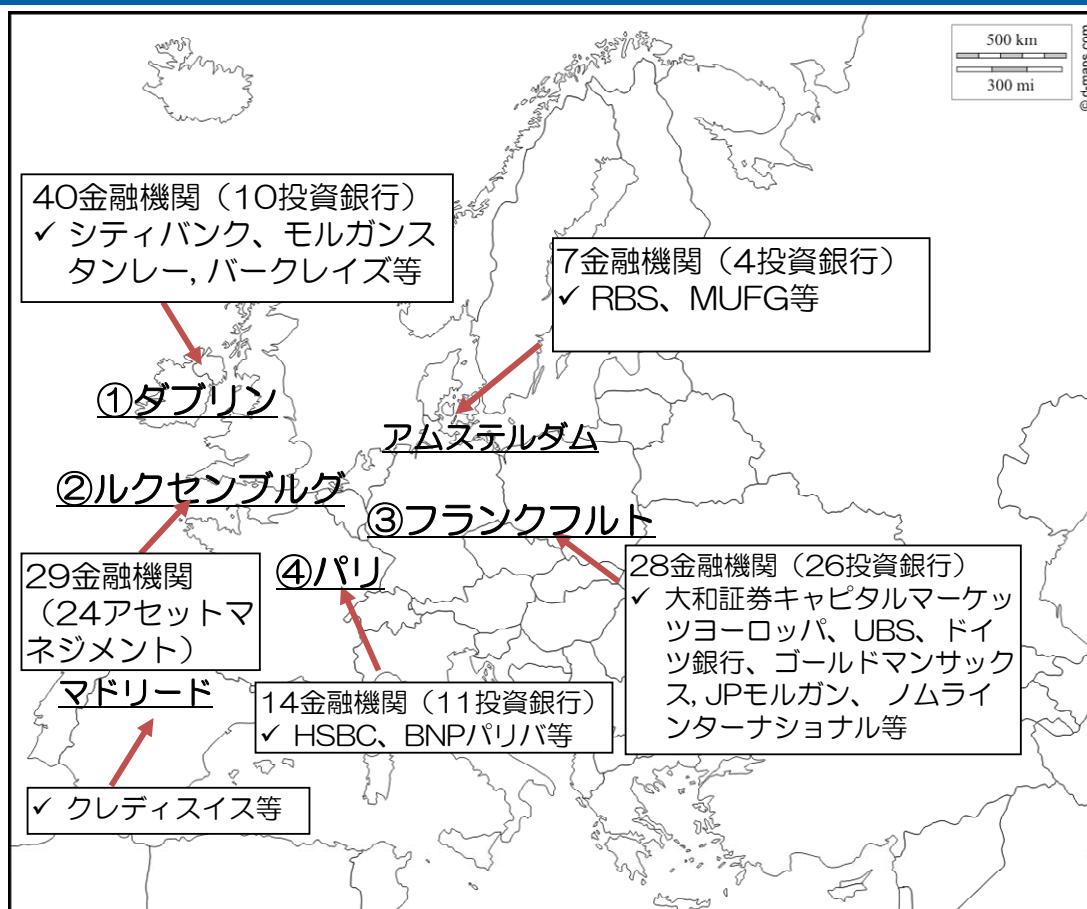
ブレグジットによる欧銀の影響

ドイツの銀行が大きく収益性を落とす中、米銀に対抗できる唯一の欧銀は英国の大手行に限定されつつある。ただしブレグジット後の英国と欧州との関係性が不透明なこともあり、人員削減やリストラによって生じる高いコストをどのように乗り越えるかの道筋は見えてこない。2016 年の国民投票直後は、英国が第三国になり金融パスポートが失効することによる、英国金融街シティへの影響が懸念された。英国が離脱を決めてから、いかにしてロンドンでの業務の

大半を維持し、移転にかかる費用を最低限にとどめるかについて、欧銀は規制当局との協議を継続しているが、結論は見えてこない。規制当局はEU域内での資本増強を求めているが、離脱の形態がいまだに明確になっていないため、欧銀はできる限りオプションを維持しようとしている。

現段階では、(リスク管理やサポート人員を各拠点に配置し、取引執行は一つの拠点に集約する) バックトゥバックで欧州大陸へ移転することが欧銀の最も一般的な対応策として挙げられている。ただし、これがどれくらいの間、許容されるかは未知数である。ユーロ圏の規制当局は、バックトゥバックに制限を設けようとしている。さらに投資銀行に対し3年間の猶予期間の間に、その(バックトゥバックの)利用を著しく抑えることを要求している。シティの投資銀行では、最終的には規制当局がEU域内のトレーディング業務やそのリスク管理はロンドンではなく域内で行われるよう指導していくことになるかと予想している。またシティとEU加盟国に、計2つのリスク管理センターを持つことは、コスト的には厳しいため、シティ外での業務を諦める可能性があるとし唆している。さらに、規制当局は、投資銀行がスタッフを欧州拠点に移動させる際の抜け道として、(シティからの)出向や兼務の形態をとることに慎重になっており、特別な場合に限るとの見解を示している。

図表5 ロンドンからの金融機関の移転場所



(注) 金融機関数は投資銀行・ブローカーとアセットマネジメント等の合計数

(出所) <https://d-maps.com/> New Financial 社、各種報道より大和総研作成

またトレーディング業務に比べれば規制の度合いは緩いものの、M&A および資本市場に従事するスタッフは、ブレグジット後にはロンドンから EU 域内の顧客を勧誘する際には、必ず EU に拠点を置く（EU 規制当局による承認を受けた）行員の同席が必要となる。この対処法となるのが、サービスを域外企業から求めることを明記した契約書を顧客から入手する、リバー・ソリシテーションである。いくつかの欧銀は、EU 拠点のスタッフが取引に関与していることを迅速に証明するために、参加者を自動的に記録するシステムを準備している。フランクフルトやパリ、マドリードなどにアドバイザー業務を行う行員を配備しており、ブレグジット後はロンドンから移動することになる行員がさらに増えることが予想されている。

欧銀苦境から見える邦銀への教訓

欧銀はグローバル金融危機後の、市場の変化に迅速に対応できず、国内に回帰させた投資銀行業務やリテール業務を拡大して収益拡大に成功した米銀の後塵を拝した。手数料ビジネスへのシフトを促したものの、プライベートバンクやアセットマネジメント業務での新たな収益ではカバーしきれないにもかかわらず、経営状況に見合わない高報酬を支払い続けてしまったことも敗因の一つであろう。

今後、邦銀にとって、マイナス金利の深掘りが起これば、金利収益のさらなる減少が予想される。また、今日の日本のマクロ経済状況が邦銀にとって厳しい環境を生んでいることは間違いない。高齢化と低出生率により銀行の貸出機会は減少し、非常に低いタームプレミアムを招き、日本国内の貸出金の収益性は大きく低下している。貸出残高を無理に増加させるため、リスクの高い不動産融資や、審査の甘い企業融資を繰り返し、むしろ信用コストの増加により収益率が低下する可能性もある。肝心の決済・送金ビジネスも、チャンレンジャーバンクが本格的に日本市場に進出した際には、個人の外貨取引の多くを奪われる可能性が高く、リテール業務でのさらなる収益減も想定される。

欧州ではマイナス金利の導入から既に 5 年が経過し、欧銀の収益モデルも大きく変化している。苦境に立たされた欧銀は、最終的に、コスト削減や増資、リスクの高い有価証券投資の縮小という措置の組み合わせをしたにもかかわらず、市場での信頼を勝ち取ることはできず、株価は下落の一途を辿った。市場シェアの低下や人材の流出に苦しんでいる現在の欧銀にとって、投資銀行業務を縮小するだけでは、収益性の向上につながる抜本策にはならない。現在の邦銀は、国内企業向け融資という現状維持からシフトし、海外金融機関の買収などにより、新たな収益の活路を海外に求めているケースが多い。（海外業務に活路を求め）国際的な投資銀行の買収や合併により、米銀と伍していこうとしたことが結果的に裏目に出た、ドイツの銀行の事例は他山の石となるだろう。邦銀は欧銀が苦境のためにシフトした収益モデルの変化を教訓とすることで、今後の経営に重要なヒントが得られるかもしれない。

（了）