

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

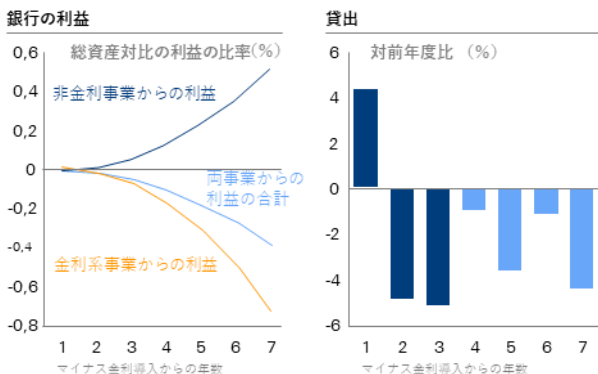
欧州経済の見通し

2020年11月2日

## マイナス金利は経済にマイナスか

今年9月に、米連邦準備理事会（FRB）は、28ヶ国の5,300行を対象とした、銀行システムと貸出に対するマイナス金利の影響を調査しました。その調査の結果が示していたのは、マイナス金利導入の初年度では、銀行のポートフォリオの債券価格が上昇したため、銀行の利益は増加しました。しかし、2年目以降は、利ざやが縮小するにつれて金利事業からの利益が減少し、この縮小を他の収益源からの利益で埋め合わせることはできませんでした。したがって、貸出は通常、マイナス金利導入の1年目には増加しますが、2年目以降は減少します。FRBによる調査の結論は「マイナス金利の導入は逆効果で、これによって銀行貸出チャネルを通じて銀行の貸出活動を刺激するという金融政策目標を達成することはできない」というものです。

FRBの調査によればマイナス金利は貸出の縮小を招く



出所：サンフランシスコ連銀、メツラー

デンマーク中央銀行のエコノミストは、デンマークのマイナス金利の経験の分析を10月に発表し「マイナス金利時の利下げは、プラス金利時の利下げと同じ効果がある」と結論付けています。実際に、デンマーク中銀のマイナス領域への金利引き下げに伴い、企業および消費者向けの貸出金利は低下しました。マイナス金利になると銀行は利ざやを守るために貸出金利を引き上げる可能性さえあるという懸念がありました。実際にはそれは起こりませんでした。銀行はまた、消費者や企業の預金金利をマイナスの領域に向けて引き下げることができるようになりました。興味深いことに、この調査によると、企業は預金がマイナス金利になったことに反応して、設備投資を増やしました。

一方、デンマークでは中央銀行の意向通りにマイナス金利は機能



出所：<https://voxeu.org/article/negative-interest-rates-danish-experience>、メツラー

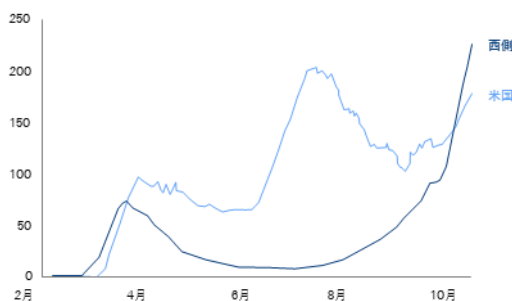
それでは、FRBとデンマーク中銀の調査のどちらが正しいのでしょうか？国際決済銀行（BIS）のデータによると、デンマークにおける貸付は近年緩やかに増加しています。すなわち、マイナス金利による貸出の縮小は観測されていません。これは、デンマークの民間銀行は早い段階から企業の預金にマイナス金利を課してきたという事実に関連している可能性があります。したがって、マクロ経済の観点からは、マイナス金利を家計や企業にどんどん転嫁することにより、銀行セクターが利ざやを確保することができれば、マイナス金利は政策としてうまく機能すると考えられます。ユーロ圏でも、貸出金利と預金金利の低下と健全な銀行貸出（10/27）の伸びが見られであろうことから、ECB（10/29）はマイナス金利をすぐに終わらせなければならないような圧力を感じないはずで、そして、欧州の銀行部門の再編が政治的に望まれているようで、ここ数週間で欧州銀行業界におけるM&A（合併・買収）の機運が高まっています。このような背景から、銀行の収益性への圧力を和らげるために、何らかの経済政策が取られる可能性は低いと思われます。新型コロナの感染拡大第2波により、ユーロ圏の経済見通しもここ数週間で著しく悪化しました。それでは、ECBはユーロ圏経済を安定させるために何をしようか。パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）プログラムの増額が、現在最も可能性の高い選択肢だと思われます。ユーロ圏の銀行はこれまで預金金利を慎重に引き下げたので、さらなる金利引き下げを期待するには時期尚早だと考えられます。

## 欧州の新型コロナ対応はトランプ米政権以下

10月初め以来、欧州の新型コロナの新規感染者数は米国を上回っています。欧州は長い間、新型コロナを非常にうまく制御してきましたが、ここ数週間で制御不能に陥っています。そのため、さらなる封鎖措置が実施される見込みで、それが欧州の景気回復を脅かしています。

### お粗末な欧州の新型コロナ対応

百万人当たり新規感染者数の7日間移動平均



出所: Our World in Data, JP モルガン、メツラー

このように、欧州の経済見通しは著しく悪化しました。少なくとも製造業は、世界貿易の回復の恩恵を受けることができるようで、新型コロナの流行にもかかわらず成長を続ける可能性は非常に高いと思われます。しかし、サービス業の見通しはかなり悪化しています。とは言え、製造業は好調なので、少なくとも、独 Ifo 企業景況感指数（10/26）とユーロ圏景況感指数（10/29）の低下を遅らせる可能性があります。

10%近く増加していると予想される7-9月期のユーロ圏 GDP 成長率（10/30）が印象的に示すだろように、欧州経済は実際に、春の経済の大幅な落ち込みを埋め合わせるための順調な回復に既に向かっていました。ユーロ圏消費者物価指数（10/30）も10月はマイナスのままだったはずで

## 米ドルは良好な経済指標と追加経済対策期待にもはや恩恵を受けず

米ドルが良好な米国の経済指標と経済見通しの改善に積極的に反応しなかったことは印象的でした。米国経済指標は今後も堅調に推移する見込みです。これは、新築住宅販売件数（10/26）、耐久財受注（10/27）、消費者信頼感指数（10/27）に反映されるはずで

米ドル安は、いわゆる「双子の赤字」の再来に関係しているのかもしれない。現在行われている家計に対する政府の所得支援は個人消費を支えています。しかし、消費財の多くは輸入に頼っていることから、貿易収支（11/4）は現在大幅に悪化しています。一方、中国では、政府は主に企業に対して財政支援を行っており、個人消費に対する支援はほとんど行っていません。同時に、財政刺激策の資金調達のため、米国の財政赤字は爆発的に増加しています。したがって、特に多くのアジア諸国が相当程度為替市場に介入しているため、将来的には米ドルは下落する可能性があると考えています。

エドガー・ヴァルク チーフ・エコノミスト  
メツラー・アセット・マネジメントGmb

- ▶ 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- ▶ 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- ▶ 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- ▶ 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- ▶ 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- ▶ 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- ▶ 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- ▶ 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- ▶ 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- ▶ 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- ▶ 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メツラー・アセット・マネジメント株式会社

〒100-0011

東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階

Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第467号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W20-027