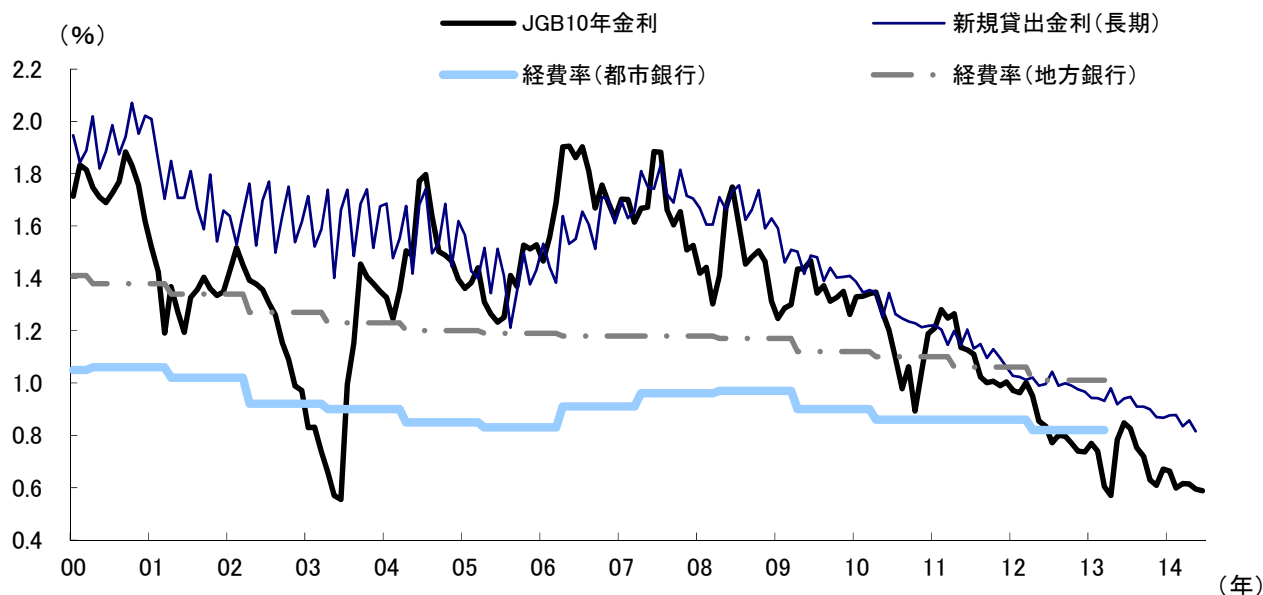


## 史上最低の貸出金利、長期金利の天井は0.81%に低下

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

下記の図表は、銀行の新規約定貸出金利(長期)と日本国債10年の利回り推移である。過去10年近い長期的な傾向を見れば、2006年に日銀がゼロ金利を解除して金利が跳ね上がった特別な時期を除き、貸出金利が長期金利の天井になっていた。また、日本では長期の金融緩和傾向のなかで長期金利の低下が続きつつも、同時に断続的に金利が反転上昇する場面もあったが、その時も天井になってきたのが貸出金利の水準であった。今日、10年金利の水準は0.5%台前半と、貸出金利水準を大きく下回る水準にあるが、10年金利はたとえ反動で上昇しても貸出金利水準までというのがこれまでの経験則的な見方になる。ここで、注目すべき点は、貸出金利が2014年5月の日銀の公表値で、史上最低の0.815%まで低下したことだ<sup>1</sup>。すなわち、長期金利の天井の水準が今や0.8%近くまで低下したことを示す。また、今後を展望すれば、長期金利の反転には貸出金利が上昇するような環境が必要とのインプリケーションになる。

■図表: 新規約定貸出金利(長期)、10年国債金利、銀行経費率推移

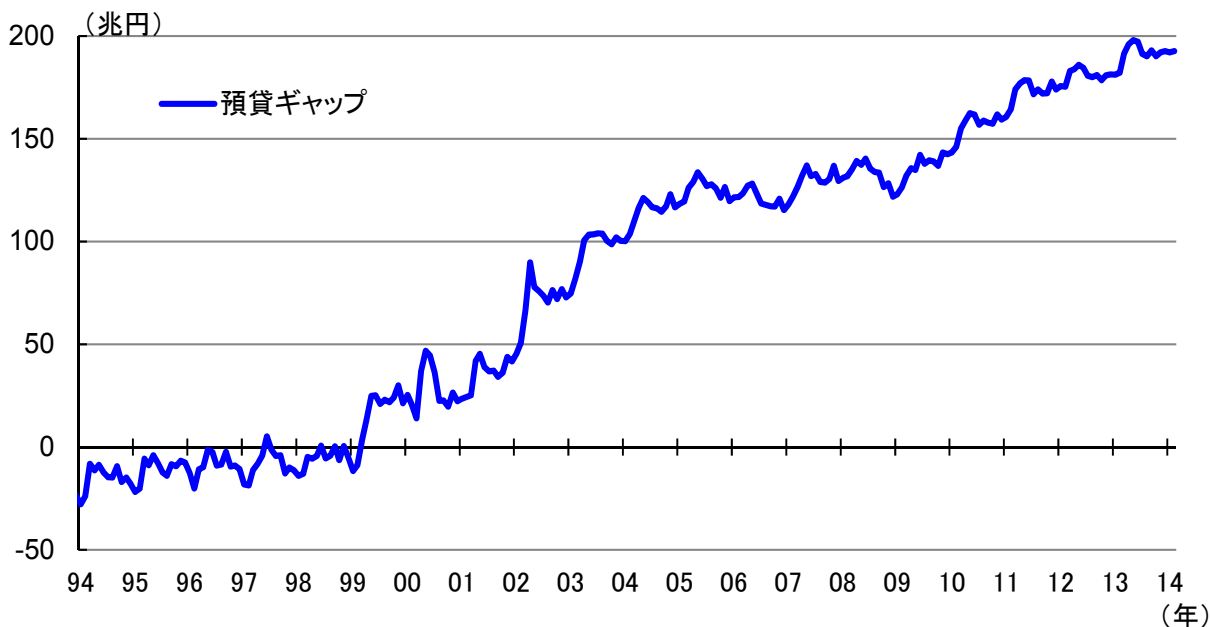


(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」、Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

このような貸出金利と長期金利の連動が生じたのは、1990年代以降の日本経済のバランスシート調整において、銀行にとっては保有資産の最大ウェイトをなす貸出が縮小し、その代替運用資産が国債であったことによるものだ。筆者が長らく、銀行にとって国債での運用は、主食である「おコメ」のようなものであるとしてきたのは、そうした事情を背景にしたものである。すなわち、銀行の資産全体は総資金量によって規定さ

れるが、その大層は預金量になる。その預金は、日銀の金融緩和で拡大が続く中、貸出量との差、「預貸ギャップ」が潜在的な国債運用額になっていた。次の図表は日本の銀行の預貸ギャップを示す。貸し出しは底入れしたものの、預金増加が続くなか、預貸ギャップは依然縮小する状況にはなく、潜在的な国債運用ニーズは高いままである。

### ■図表：日本の預貸ギャップ推移



(資料) 日本銀行よりみずほ総合研究所作成

前ページの図表から、貸出金利と長期金利との差は何を意味するかを考えてみよう。こうした格差は次の2局面における異なる要因で説明されると考えられる。

- 2004年までは信用リスクによる国債への「質への逃避要因」、もしくは、貸出資産の毀損にともなう信用リスクをヘッジすることで国債投資へのプレミアムが国債金利を低下させた。
- 2004年以降はもはや信用リスク要因は後退し、2006年は日銀の引締め観測による金利上昇プレミアムをもたらし、一方、2007年以降は金融緩和への期待が金利低下プレミアムをもたらす局面であり、昨今はそのプレミアムは金融緩和の「金融抑圧(financial repression)」とされることもある。

冒頭で、今後の金利上昇余地は、貸出金利水準である0.8%程度としたのは、過去の経験則からであり、その上昇が生じる環境要因は、日銀による金融緩和要因、「金融抑圧」の思惑に変化が生じることにある。さらに、本質的に貸出金利の反転が生じるには、貸出市場に対する需給の変化として、貸出需要が本格的に拡大するかにある。本来、企業からみて借入金利が史上最低であるとすれば、それを最大限に利用しない手はないはずである。企業がバランスシートを拡大すべく投資を実行し借入需要を拡大させるかに、今後の金利動向は大きく依存する。

<sup>1</sup> 貸出金利低下要因には、日銀の貸出増加支援資金供給オペ(4年固定0.1%)実施の影響もある。