

## 米欧諸国における銀行貸出の低迷の背景

### —— 日本のバブル崩壊期との比較 ——

国際局 青木里恵・齊藤啓・長谷川達也・渡辺真吾

Bank of Japan Review

2009 年 10 月

2008 年以降、米欧において銀行貸出の伸びが大幅に鈍化しているが、これは貸出供給の削減と借入需要の減少のいずれによって引き起こされたものであろうか。2008 年中の米欧の貸出市場では、銀行貸出金利がほぼ一定のもとで、貸出の伸びが鈍化しており、こうした現象は、1990 年代末にかけての日本の金融危機時にもみられた。金融と実体経済の負の相乗作用が強まる中で、銀行の貸出供給と企業や家計の借入需要の双方が同時に減少していったことが影響したものと考えられる。2009 年入り後も貸出の伸びの低下が続いたが、各国における金融システム安定化策や積極的な流動性供給策が奏効し、銀行貸出金利は徐々に低下していった。こうした動きは、米欧金融機関の貸出スタンスは依然厳格ながら、貸出の供給制約の影響が 2008 年に比べ緩和していることを示唆しており、足もとの銀行貸出の低迷は、過剰債務を抱えた民間部門の借入需要の減少に因るところが大きいとみられる。もっとも、バランスシート問題を抱えた経済では、バブル崩壊後の日本がそうであったように、銀行の貸出供給を通じた金融緩和効果が十分に働かず、景気回復に向けた動きにも弾みが見つからない可能性が高い。また、米欧金融機関では、不良債権比率が上昇傾向にあるなど経営環境の改善は捗々しくなく、実体経済が下振れした場合には、貸出供給が再び絞込まれるリスクも考えられる。

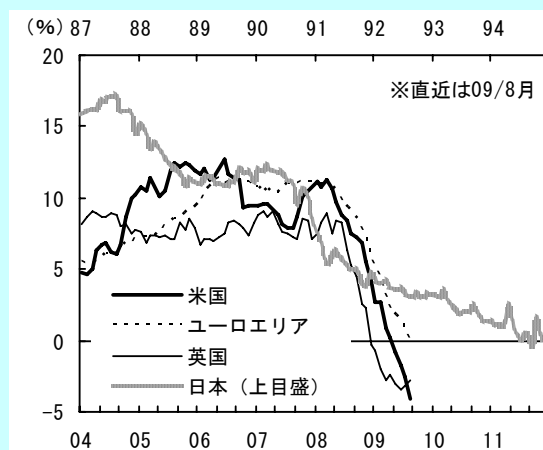
## 1. はじめに

2008 年以降、米欧諸国において銀行貸出の伸びの鈍化が鮮明になっている。伸びの低下幅はバブル崩壊期の日本に匹敵し、また、低下テンポは当時の日本よりも速く、米英では既に前年比マイナスにまで落ち込んでいる（図表 1）<sup>1</sup>。こうした米欧における銀行貸出の低迷は、貸出供給の減少と借入需要の減少のいずれに起因したものであろうか。

銀行貸出市場の供給と需要の動向を把握することは、先行きの景気見通しや政策の処方箋を考えるうえで重要である。仮に、銀行貸出低迷の主因が、企業や家計の借入需要の低下にあるとしよう。海外経済の落ち込みによる輸出の減少や住宅投資の減少がその背景にあるならば、総需要拡大を目的とした金融財政政策の発動が必要となる。一方、仮に、銀行貸出低迷の主因が、銀行のバランスシート問題による供給制約であれば、金融と

実体経済の負の相乗作用が一層強く働き、景気の調整圧力も大きくなる可能性がある。この場合には、拡張的な金融財政政策だけで景気を下支えすることは困難であり、政府による公的資本の注入

（図表 1）主要先進国の銀行貸出



（出所）BOE、ECB、FRB、日本銀行

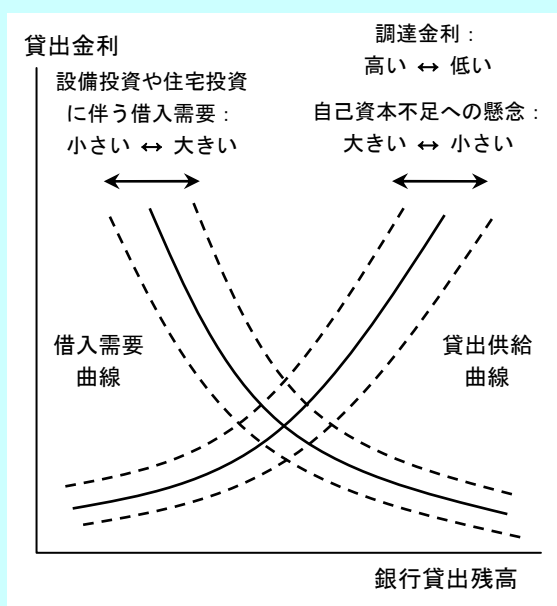
や不良債権の買取りなど銀行のバランスシートを改善させる方策が別途必要となろう。

本稿では、米欧先進国と欧州新興国を対象として、銀行貸出残高と貸出金利の関係——すなわち、「量」と「価格」の関係——を観察し、銀行貸出の変動が貸出供給と借入需要のいずれの変動によってもたらされているのか考察を試みる<sup>2</sup>。その際、1980年代後半から90年代にかけて、バブルの生成と崩壊を経験した日本の銀行貸出市場との比較を通じ、共通点について整理する。

## 2. 分析の枠組み

以下の分析では、縦軸を貸出金利、横軸を貸出残高とする平面上に描いた、右上がりの貸出供給曲線と右下がりの借入需要曲線を基本的なツールとする（図表2）。

（図表2）銀行貸出の概念図

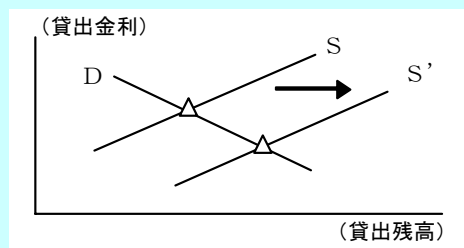


貸出供給曲線は、貸出金利が高いほど銀行貸出の供給が増加することを示したものである。また、銀行貸出の供給は、貸出金利以外に、銀行の調達金利や自己資本制約の有無によっても影響を受ける。例えば、金融引き締めによって調達金利が上昇したり、あるいは自己資本制約が厳しくなると、貸出金利が一定でも、貸出を増やすインセンティブが抑制されるため、貸出供給曲線は左方にシフトすることになる。

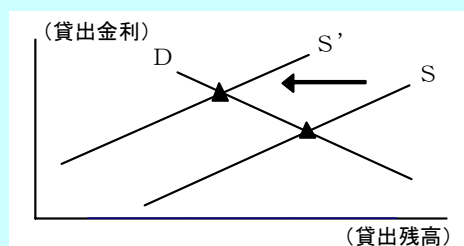
一方、借入需要曲線は、貸出金利が高いほど、銀行借入に対する需要が減少することを示したものである。また、借入需要は、貸出金利が一定

（図表3）銀行貸出の局面比較：概念図

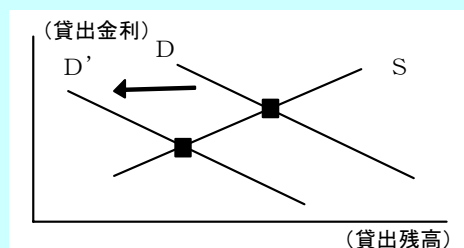
### ①貸出供給増加局面



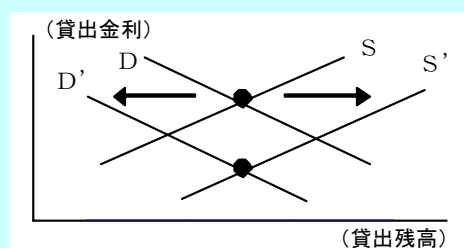
### ②貸出供給減少局面



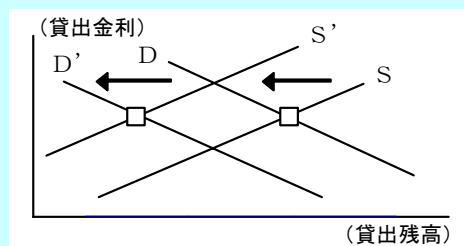
### ③借入需要減少局面



### ④貸出供給増加・借入需要減少局面



### ⑤貸出供給減少・借入需要減少局面



でも、企業や家計の経済活動によって増減する。例えば、海外経済の拡大を背景として製造業の設備投資が拡大したり、あるいは、資産価格の上昇を背景に、家計の住宅投資が拡大すれば、銀行からの借入需要曲線は、右方にシフトすることになる。

以上の準備のもとで、まず、貸出供給曲線がシフトした場合の影響を考えてみよう（図表 3）。例えば、金融緩和によって銀行の市場調達金利が低下すると（①）、貸出供給曲線  $S$  が借入需要曲線  $D$  に沿って右方シフトする結果、貸出金利の低下と貸出の増加がもたらされる（図中の  $-\triangle-$ ）。逆に、金融引締めや自己資本制約から銀行の貸出供給曲線が左方シフトすると（②）、貸出金利の上昇と貸出の減少がもたらされる（ $-\blacktriangle-$ ）。次に、借入需要曲線がシフトした場合の影響については、例えば、借入需要が減少すると（③）、貸出金利の低下と貸出の減少が発生する（ $-\blacksquare-$ ）。②と③の比較から明らかなように、銀行貸出が減少した場合に、それが供給減少に因るか、それとも、需要減少に因るかは、貸出金利の変化を観察することで判断することができる。

### 3. 1970 年代以降における日本の経験

米欧の貸出市場の特徴について考察する前に、まず、日本の銀行貸出の変動について整理しよう。バブルの生成と崩壊を背景に大きな信用循環を

経験した本邦貸出市場の特徴をみておくことは、米欧の貸出市場の現状を判断し、先行きを見通すうえで有用である。本邦貸出市場の特徴の一つとして、資本市場にアクセス手段を持たない中小企業向けの貸出の変動が挙げられる<sup>3</sup>。

#### （バブル崩壊前の期間：1980 年代まで）

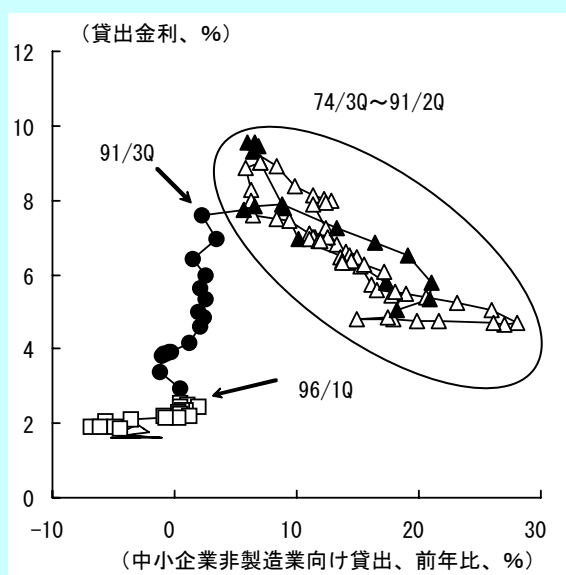
日本では、1980 年代までの金融緩和局面において、銀行の上位業態（メガバンク、当時の都銀）による中小企業向け貸出が、景気に対し先行して増加する傾向があった。都銀の中小非製造業向け貸出の動きをみると、貸出金利と貸出残高の前年比は、1980 年代まで、右下がりの関係にあったことが分かる（図表 4、 $-\blacktriangle-$ と $-\triangle-$ ）。これは、安定した借入需要曲線に沿って、貸出供給曲線がシフトする動きを捉えたものと考えられる。すなわち、金融緩和が行われれば、貸出供給曲線が右方にシフトし（前掲図表 3①）、逆に金融引締めが行われれば、貸出供給曲線が左方にシフトするというものであり（前掲図表 3②）、当時は、貸出供給の増減が、銀行貸出市場の需給環境を左右する支配的な要因であったと考えられる。

こうした現象は、金融政策の効果波及経路において、銀行貸出が重要な役割を果たしていたことを示唆している。もともと量的拡大意欲の強い都銀は、金融緩和が行われると、利鞘の拡大などを背景に、大企業向け貸出の減少をカバーする意図もあって、安定した資金需要のある中小企業向けの貸出を積極化させたものと考えられる。一方、借り入れる中小企業側では、当時の高めの期待成長率のもとで投資意欲を持ちつつも、資本市場にアクセスできないため、銀行側の貸出スタンスに応じ、受動的に借入を行っていたものとみられる。

#### （バブル崩壊後：1990 年代前半）

バブル崩壊後は、銀行貸出市場に大きな変化がみられるようになった。右下がりの関係にあった銀行貸出金利と貸出前年比の関係は消え、両者は垂直線——厳密には、傾きの急な右上がりの曲線——の近傍にプロットされるようになった（前掲図表 4、 $-\bullet-$ ）。これは、金融緩和によって貸出供給曲線が右方シフトすると同時に、借入需要曲線が左方シフトした結果と解釈できるが（前掲図表 3④）、厳密には、貸出供給曲線の右方シフトよりも、借入需要曲線の左方シフトが大きかったと考えられる。借入需要の減少については、企業が

（図表 4）都市銀行の中小非製造業向け貸出



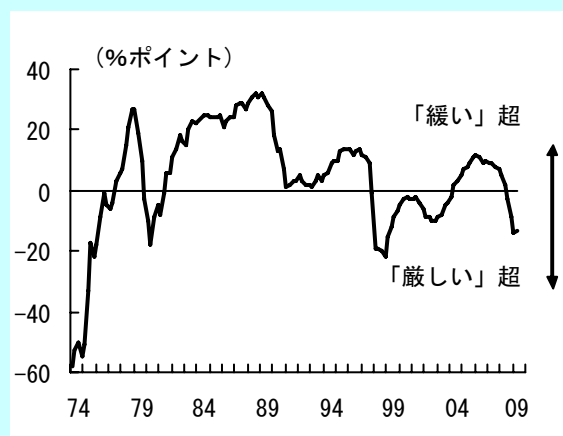
（出所）日本銀行

かつてないストック調整圧力と期待成長率の低下に直面するとともに、過剰債務を抱えたことに伴い、投資意欲を大幅に減退させたことが影響している。また、貸出供給についてみると、利下げは銀行の貸出供給スタンスを積極化させる方向に作用した。しかしながら、地価下落から担保価値が低下し、また、バランスシート問題の深刻化を背景として企業の借入需要の掘り起こしに収益機会を見出せなくなったため、銀行は、かつてのように貸出供給スタンスを前傾化しなくなったと考えられる。この結果、利下げの効果が減殺されたと解釈できよう。

#### （バブル崩壊後：1990 年代後半以降）

1990 年代後半になると、貸出金利が下げ渋る中で、貸出残高が減少するようになり、貸出金利と貸出残高の関係は、垂直線近傍の分布から水平線近傍の分布へと変化していった（前掲図表 4、一〇一）。この現象は、貸出供給曲線と借入需要曲線が同時に左方シフトしたことによって生じたと解釈できる（前掲図表 3⑤）<sup>4</sup>。1997 年には、アジア通貨危機に伴う輸出の大幅な減少から、景気回復のモメンタムが弱まっていく中で、大手金融機関の破綻をきっかけに金融危機の様相が強まっていった。銀行は、資金繰りの逼迫と、株価の大幅下落や不良債権の増加に伴う自己資本の毀損に直面し、貸出を絞り込んだ。こうしたもとで、金融と実体経済の間の負の相乗作用が強まり、借入需要も減少していった。実際、銀行の貸出態度に対する中小企業の見方をみると、このとき第 1 次石油ショック後の水準まで厳しさを増し、その後も 2000 年代前半まで、厳しい見方が支配的

（図表 5）中小企業による金融機関の貸出態度判断



（出所）日本銀行

な状況が続いた（図表 5）。

## 4. 米欧先進国の状況

次に、以上で整理した日本のバブル崩壊前後における銀行貸出市場の特徴が、米欧の今次金融危機前後の貸出市場においても同じように観察されるかどうか考察する。

### （米欧の 2000 年代前半における金融緩和局面）

図表 6 で、米国の金融緩和局面をみると、2001 年から 2002 年前半にかけて、金利と貸出の伸びの双方が低下したが（一■一）、2002 年後半以降は、金利の低下を伴いながら貸出の伸びが拡大に転じた（一△一）。これは、当初、IT バブル崩壊による景気悪化に伴い、借入需要曲線の左方シフトが支配的であったが（前掲図表 3③）、その後、銀行の融資スタンスが、調達金利の低下を受けて次第に積極化し、貸出供給曲線が右方シフトしたことを示唆している（前掲図表 3①）。つまり、銀行貸出チャネルを経由した金融緩和効果がラグを伴って広がっていったと考えられる。銀行の貸出態度に関するサーベイ調査からも、この時期に、貸出基準が徐々に緩和の方向に向かっていったことが確認できる。

また、英国では、2000 年代前半の緩和局面において、貸出の伸びがほぼ一定のもとで、貸出金利が低下していった（一●一）。これは、景気の低迷による借入需要曲線の左方シフトと、金融緩和による貸出供給曲線の右方シフトが同時に生じた影響とみられる（前掲図表 3④）。

このように、米英における 2000 年代前半の金融緩和局面では、1990 年代前半までの日本の緩和局面と同様に、銀行による貸出供給の増加が景気回復を後押しする効果が確認される。

### （米欧の今次金融緩和局面）

一方、2008 年以降の局面では、金融市場が混乱する中で、銀行貸出チャネルを経由した金融緩和効果は弱いものとなった。2008 年中は、貸出金利がほぼ一定のもとで、貸出の伸びが低下しており（一□一）、借入需要曲線と貸出供給曲線の双方が大幅に左方シフトしたと解釈できる（前掲図表 3⑤）。これは、1990 年代後半の本邦貸出市場でも観察された現象であり、金融と実体経済の間の負の相乗作用が顕在化していた可能性を強く示唆している。実際、サーベイ調査でみた銀行の貸出

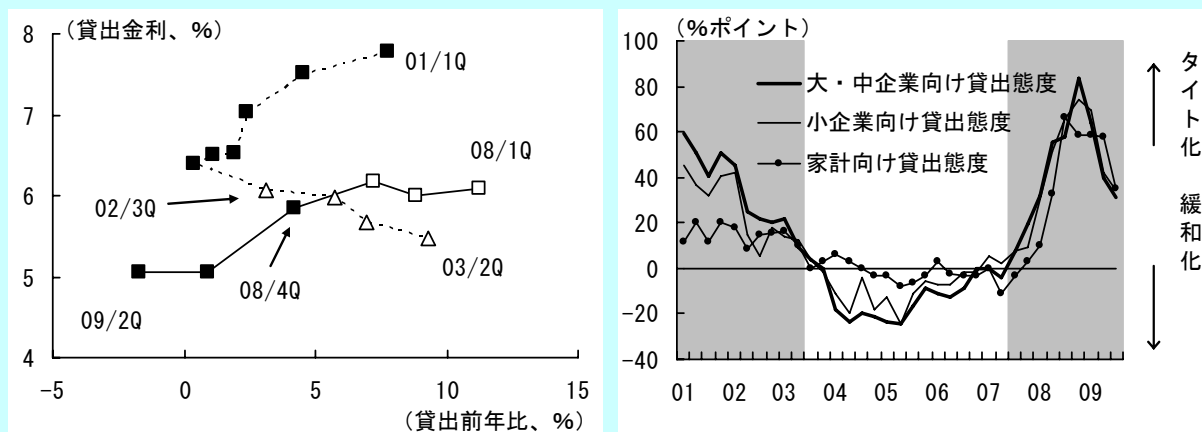


態度や企業の資金繰りは、2008 年中、前回の金融緩和局面時の水準を超えて、厳しさを増していった<sup>5</sup>。また、この局面では、政策金利の低下にもかかわらず、銀行の短期金融市場での調達金利が、

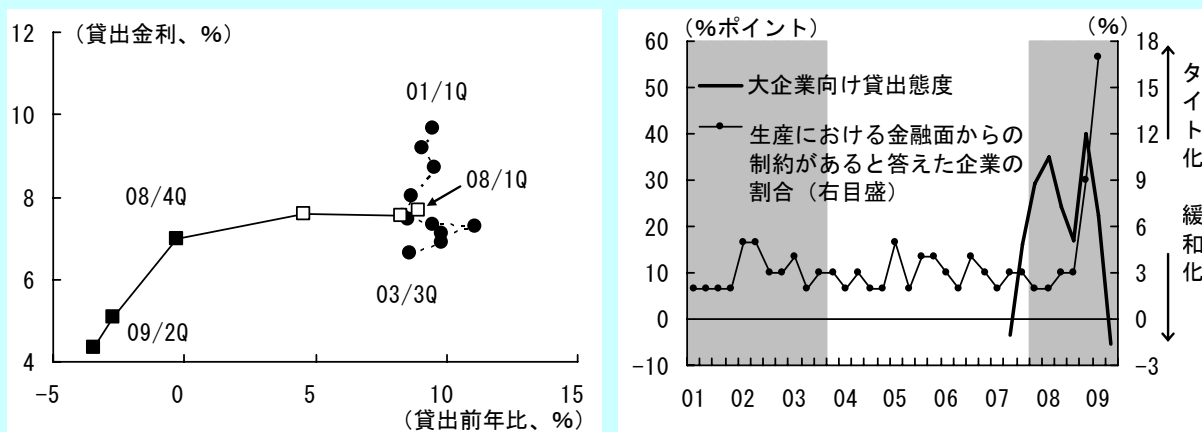
市場機能の低下を背景に高止まりする期間が続き、金融緩和効果の浸透を阻害する一因となった（図表 7）。

（図表 6）米欧の銀行貸出

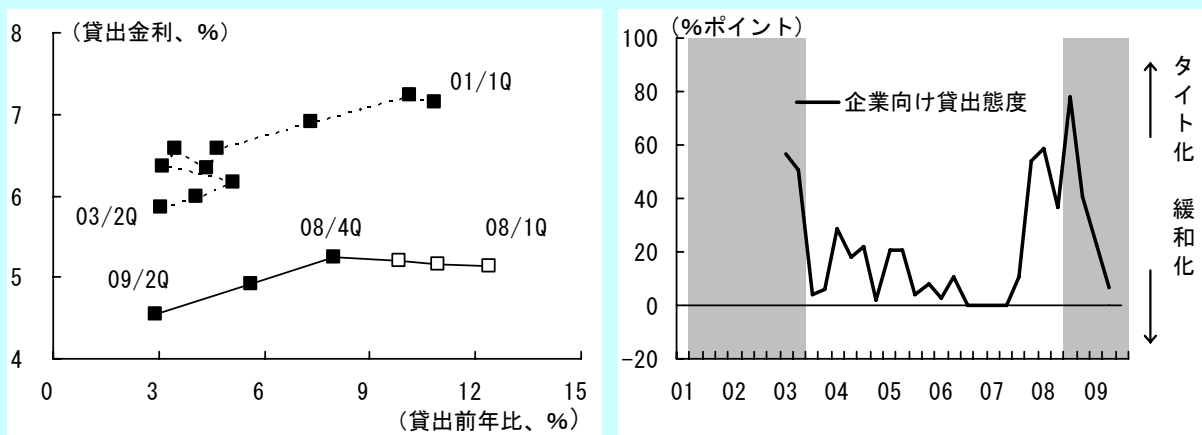
### 米国



### 英国



### フランス



（注1） 貸出金利は原則としてストックベースを利用。シャドーは利下げ局面を表す。

（注2） 米国の家計向け貸出態度はクレジット・カード向けを使用。

（出所） BOE、Banqu de France、ECB、FRB、英国産業連盟（CBI）、Mortgage Bankers Association

その後、2009 年に入ると、金利と貸出の伸びの双方が低下するようになり（－■－）、貸出供給曲線に沿って借入需要曲線の左方シフトが続いたと解釈できる（前掲図表 3③）。より厳密には、借入需要曲線も貸出供給曲線も左方シフトが続いたが、後者のシフトが小幅化していった可能性が高い。すなわち、過剰債務を抱えた家計やス

トック調整圧力に直面した企業は借入削減を進め、一方の銀行は、サーベイ調査が示す通り、依然厳格な貸出スタンスを維持しつつも、公的資本注入など金融システム安定化策を背景に、貸出供給の絞込みペースを以前に比べ落としていった<sup>6</sup>。また、金融市場における流動性危機が沈静化し、銀行の市場調達金利が低下していったことも、貸出供給曲線の左方シフトを以前に比べ小幅化させたものとみられる（前掲図表 7）。

このように、米欧では、貸出供給の削減による悪影響が和らいできたが、前回局面と異なり、金融緩和による銀行の貸出供給を通じた景気回復の後押し効果はみられなくなっている。この背景としては、深刻なバランスシート問題を指摘できよう。米欧の銀行は、バランスシートを身の丈にあった規模にするよう調整を進めると同時に、民間主体が過剰債務を抱えるもとの、新規貸出からは収益機会を見出しにくくなっているとみられる。これは、日本の 1990 年代後半以降の貸出市場と同様な状況と言える。

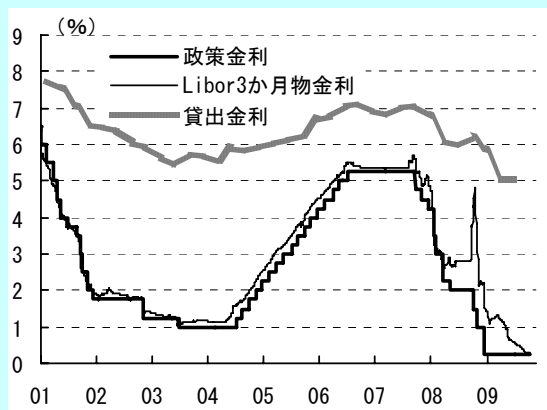
## 5. 欧州新興国の状況

欧州新興国では、今回の金融危機が発生する前まで、期待成長率の高さやそれに伴う高金利などを背景として、主に欧州先進国から資金が大幅に流入していた。しかし、危機発生後は、資金を引き上げる動きが拡大し、欧州系銀行による欧州新興国向け貸出残高も減少に転じた（図表 8）。欧州新興国では、地場銀行が欧州系銀行に買収統合されている例も多く、同地域における銀行貸出市場は欧州系銀行の融資スタンスに左右される部分が多い。以下では、ハンガリーとポーランドを例として、欧州新興国における金融危機後の貸出市場（自国通貨建て貸出）の動向について整理する。

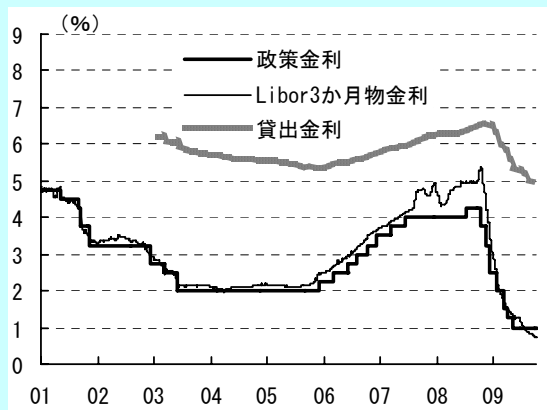
まず、ハンガリーでは、2008 年秋以降、貸出金利が上昇する中で、貸出残高が大幅な減少に転じている（図表 9、－▲－）。これは、景気悪化に伴って借入需要曲線が左方にシフトする以上に、貸出供給曲線が左方にシフトしたことを示唆している（前掲図表 3②）。こうした大幅な貸出供給の削減には、ハンガリー中央銀行による自国通貨フォリント防衛のための利上げに加え、銀行による、金融危機を受けた融資スタンスの大幅な厳格化が影響している。また、ポーランドについても同

（図表 7）政策金利と銀行貸出金利

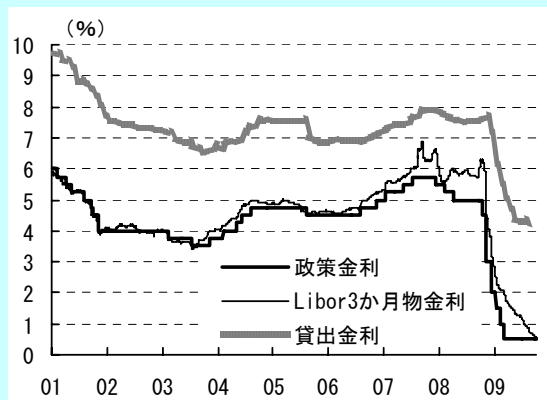
米国



ユーロエリア



英国

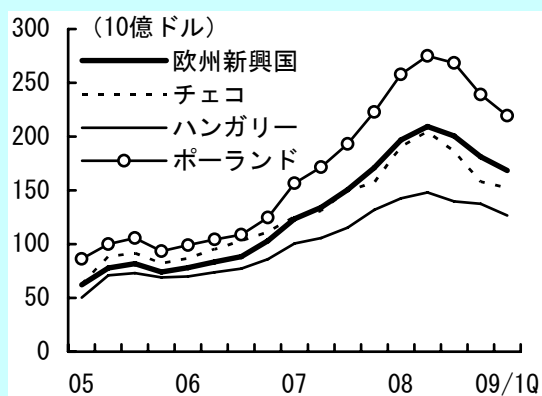


（注）貸出金利の直近は、米国が 09/2Q、ユーロエリアが 09/8 月、英国が 09/7 月。政策金利・Libor 金利の直近は 09/9 月。

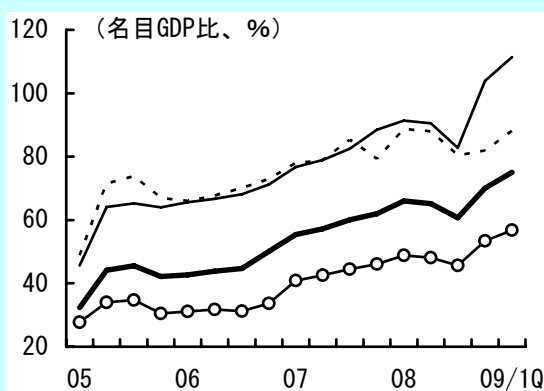
（出所）BOE、ECB、FRB、Mortgage Bankers Association

(図表 8) 欧州系銀行の欧州新興国向け貸出

残高



残高の名目GDP比



(注) 欧州新興国は、図中3か国にブルガリア、ルーマニアを加えた加重平均。

(出所) BIS、CEIC

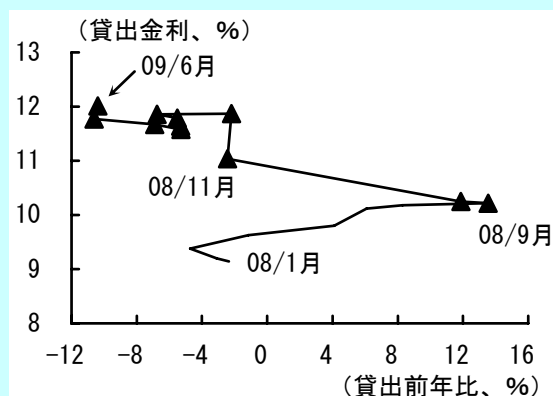
様に、2008 年以降、借入需要の減少だけでなく、銀行の融資スタンスの厳格化による貸出供給曲線の左方シフトが生じたとみられ、貸出金利は7%前後ではほぼ一定となっている（一〇一）<sup>7</sup>。ハンガリーとポーランドの両国における銀行貸出スタンスの厳格化の動きは、銀行に対するサーベイ調査からも確認される<sup>8</sup>。

このように、欧州新興国では貸出金利が下げ渋っており、銀行貸出の減少に供給の絞込みがなお影響している可能性が高い。さらに、これらの国々では、危機前まで外貨建て債務も大幅に拡大していたことから、危機後の通貨安によって現地通貨換算の債務額が膨張しており、民間部門は債務返済のためにより強く支出を抑制している。この結果、マクロの支出や所得（名目 GDP）も強く下押しされており、債務残高自体は減少しても、レバレッジ比率（債務残高の GDP 比）は上昇を続ける姿となっている（前掲図表 8）。

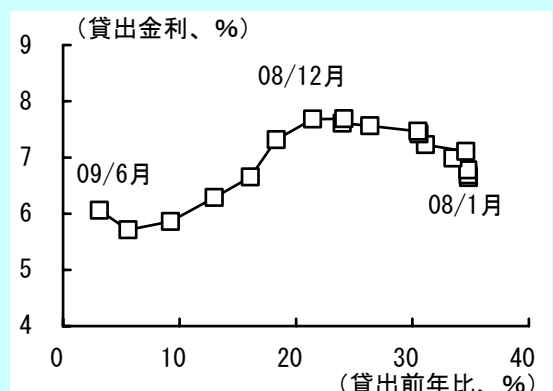
なお、欧州新興国は、欧州先進国にとって主要

(図表 9) 欧州新興国の銀行貸出

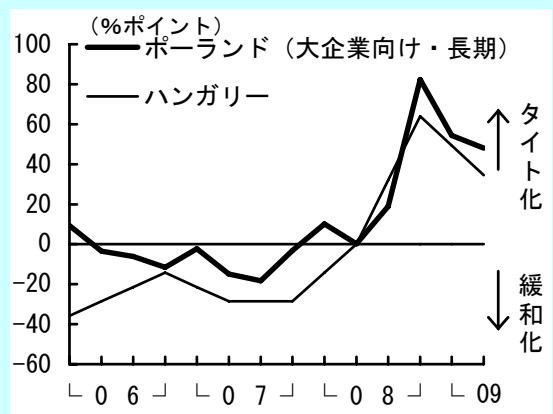
ハンガリー



ポーランド



ハンガリー・ポーランドの企業向け貸出態度



(注) 貸出は、それぞれ企業向けの自国通貨建て貸出。

(出所) ハンガリー中央銀行、ポーランド国民銀行

輸出先の1つであることから、欧州系銀行による貸し渋りは、欧州新興国の景気低迷を通じ、欧州先進国自身の輸出低迷にも繋がっている。こうした状況は、欧州先進国・新興国の双方における不良債権を増加させ、欧州系銀行の貸出スタンスの積極化を阻む要因となっている。すなわち、金融と実体経済の間の負の相乗作用の影響が、欧州先進国と欧州新興国の国境を跨ぐかたちでなお続

いていると解釈することができる。

## 6. 今後の展望

米欧先進国では、2008 年中、景気悪化に伴う借入需要の減少だけでなく、銀行の貸出スタンスの厳格化が貸出の伸びを下押しした。2009 年入り後は、公的資本の注入など金融システム安定化策や中央銀行による積極的な流動性供給を受けて、貸出削減の影響がやや弱まっているが、かつてのように、金融緩和が銀行の貸出供給の増加を促し、景気回復を後押しするような動きは、少なくとも現時点ではみられていない。

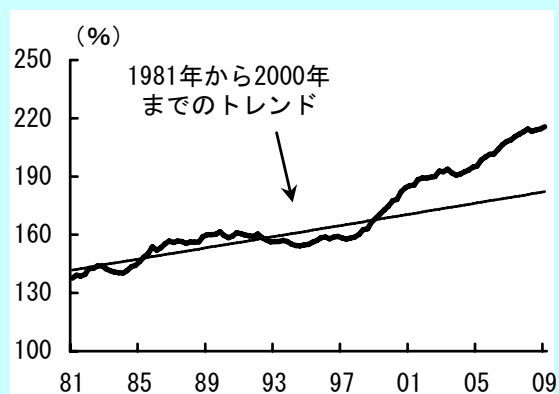
今後、米欧先進国では、景気回復に向けた動きが続いていくと考えられるが、バランスシート調整圧力が続くもとで、不良債権比率の動向など銀行の財務内容に関する不確実性は払拭されていない（図表 10）。このため、何らかの追加的なショックが加われば、銀行の貸出スタンスが再び厳格化の程度を増し、貸出供給曲線が左方シフトすることで、金融と実体経済の間の負の相乗作用が再燃するリスクも存在する。また、欧州新興国では、依然、銀行の貸出供給スタンスが厳格な状況が続き、実体経済に対する下押し圧力は強いままであり、景気低迷の長期化リスクもなお大きい。

また、日本のバブル崩壊後の経験を踏まえると、米欧でもバランスシート問題を抱えている限り、銀行貸出チャネルを経由した金融緩和効果が十分に発揮されない可能性が高い。米欧におけるバランスシート調整圧力の大きさを評価するために、レバレッジ比率（民間非金融部門における負

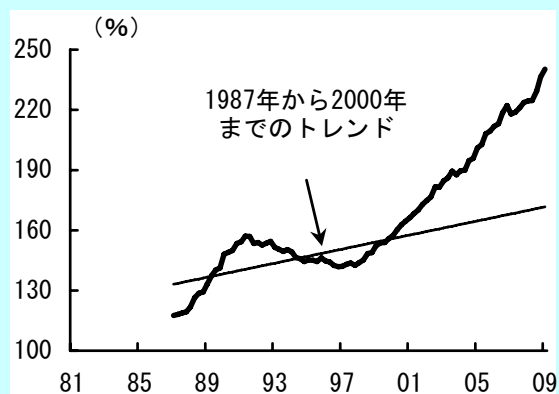
債残高の対名目 GDP 比）の水準をみると、バブル醸成に繋がった金融緩和期前の 20 年間のトレンドに比べ相当に上振れしており、日本のバブル崩壊期と同程度かそれ以上の調整圧力に直面していると考えられる（図表 11）。日本経済には、バブル崩壊以降、バランスシート調整圧力を背景

（図表11）主要国のレバレッジ比率

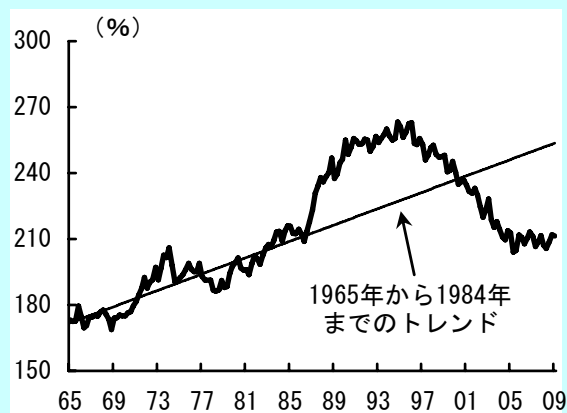
### 米国



### 英国



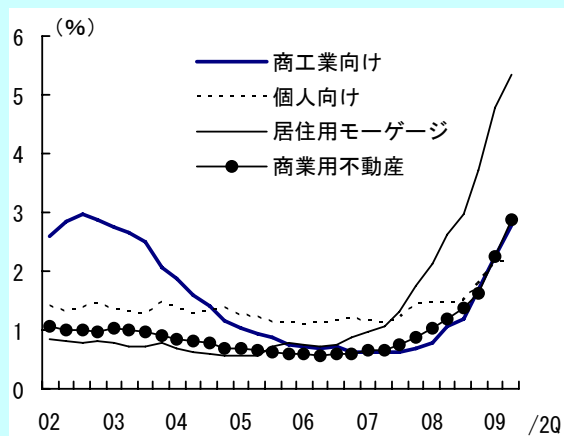
### 1990年代の日本



（注）レバレッジ比率は、民間非金融部門の負債残高（株式/出資金を除く）を名目GDPで除して算出。

（出所）BEA、FRB、ONS、内閣府、日本銀行

（図表 10）米国の不良債権比率



（出所）FDIC



とした金融政策の効果の弱まりなどによって、景気回復に向けた自律性と持続性が低下し、海外経済など外部環境の変化に対してより大きな影響を受けるようになった側面があるように思われる。今後の世界経済を展望するうえでは、こうした日本の経験も論点の1つとなろう。

<sup>1</sup> 図表1の貸出はいずれも金融機関向けを除くベース、前年比、%。なお、米国は、商業銀行による貸出（買収等による影響を除くベース）。英国については、2009年4月における、カバードボンド取り扱い機関に対する貸出の区分変更の影響を除いている。

<sup>2</sup> 吉川洋編著(1996年)「金融政策と日本経済」(日本経済新聞社)では、こうした分析の有用性を主張するとともに、それに基づいて、1991～93年の本邦銀行貸出市場に関する見方を示している。

<sup>3</sup> 廣島鉄也(1997年)「中小企業向け貸出と実体経済活動について」(日本銀行調査統計局ワーキングペーパー・シリーズ97-4)は、1990年代半ばまでの本邦銀行貸出市場に関し、同様の枠組みで需要要因と供給要因の分解を試みている。本稿の見方は、1990年代半ばまでについては廣島の見方に概ね沿っている。それ以降については独自のものである。

<sup>4</sup> なお、貸出金利と貸出残高の関係が水平線近傍に分布している理由としては、供給曲線と需要曲線の同時左方シフト以外にも、幾つか仮説が考えられる。例えば、貸出金利が、経費など諸コストから下限に直面すれば、供給曲線は右上がりではなく、水平になる。また、金利の変動を伴わないまま貸出が減少する現象は、所謂、信用割当のもとでも発生し得る。すなわち、借り手の破綻を懸念した銀行は、より高い金利であっても新規貸出を実行せず、需給が均衡する水準以下に金利が止まってしまう。

<sup>5</sup> James, C. M., 2009, “Credit Market Conditions and the Use of Bank Lines of Credit,” FRBSF Economic Letter, 2009-27 は、米国において、銀行貸出に対する依存度の大きい非公開企業が、クレジット・ラインの縮小に直面しがちであることを明らかにしている。

<sup>6</sup> 公的資本の注入開始時期は、米国が2008年10月、英国が10月、フランスが12月。

<sup>7</sup> ポーランドでは、2008年末以降、2009年4月頃まで、貸出金利の低下が観察されている。これは、ポーランド国民銀行による大幅な利下げが影響したものとみられる。

<sup>8</sup> 図表9では、企業向けの貸出についてみたが、家計向けの貸出についても、貸出残高の伸びの低下と貸出金利の上昇が同時に生じているほか、銀行の貸出態度が厳格化している。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心をもつ幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行国際局 渡辺真吾 (E-mail : shingo.watanabe@boj.or.jp) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。