金融緩和政策は銀行貸出を促進するのか

小　林　慎　哉

Does the easy-monetary policy promote bank lending?

Kobayashi, Shinya

Abstract

This paper analyzes that whether an easy-monetary policy promoted the bank lending. The results of the empirical analysis by the fixed effect model are as follows. The increase in nominal GDP increases bank lending,but easy-monetary policy did not promote the bank lending.

１．はじめに

国債の購入額を年間約80兆円とするいわゆる異次元緩和が2013年から採用され、2016年１月からは日銀当座預金の一部にマイナス金利が適用されるようになった。日本銀行は金融政策のアクセルを際限なく踏み込んでいるように思えるが、その効果は出ているのであろうか。

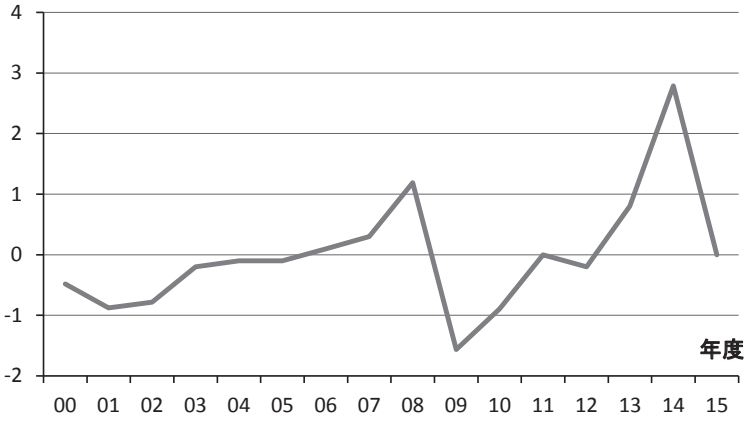
当初のシナリオは、為替レートを円安にし、まずは外需主導の景気回復を図り、その後は政府が進める成長戦略との相乗効果で設備投資主導の本格的な成長軌道に乗せるというものであった。そして、最終目標としては、消費

者物価指数（生鮮食品を除く）の上昇率を年２％にまで引き上げることを掲げていた。

最終目標である消費者物価指数（生鮮食品を除く）の伸び率の推移を示したのが図１である。異次元緩和の効果が発揮された2014年度こそ日銀の目標を上回る2.8％まで上昇したものの、その大部分は消費税率引き上げによるものであり、実態としては０～１％の間で推移しているといってよい。

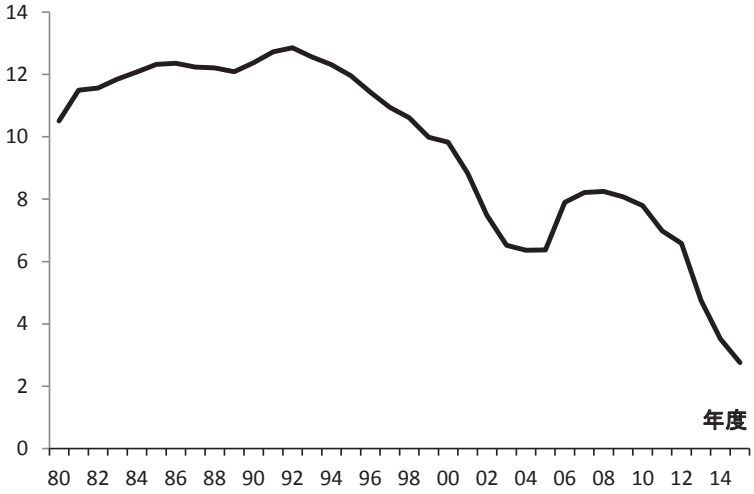
また、「異次元緩和」によって、たしかに、マネタリーベースは急増したが、肝心のマネーストックは思うようには伸びず、その結果として信用乗数は低下トレンドが続いている（図２）。信用乗数の低下が続いているということは、銀行を通じた信用創造機能が低下しているということと同義であり、それはすなわち銀行が預金を貸出に回さず、他の資産で運用しているということになる。2000年度と、日銀が異次元緩和で大量に国債を購入し始める直前の2012年度の預金取扱金融機関の資産構成を比べると、貸出の割合が46.4％から41.6％へ低下しているのに対し、債券の割合が12.9％から26.4％へと上昇している。民間銀行が預金のうち何％を貸出に回したかを表わす指標を預貸

図１　消費者物価伸び率（生鮮食品を除く総合）



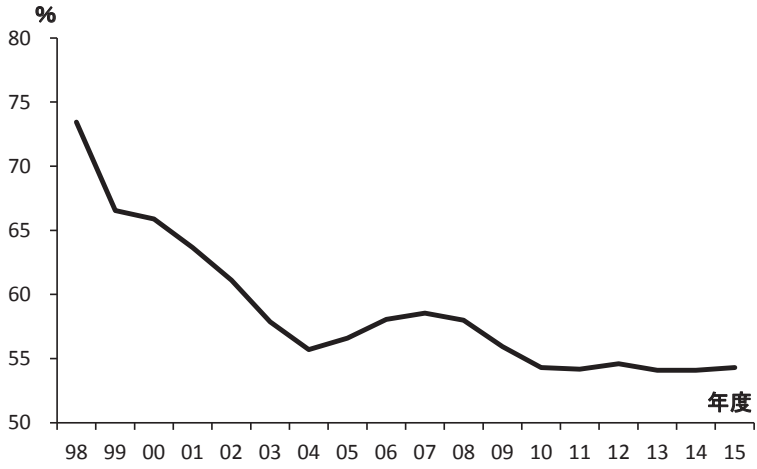
出所　総務省

図２　信用乗数の推移



出所　日本銀行

図３　預貸率の推移



出所　日本銀行

率というが、預貸率は2000年代に入って低下基調にあり、上昇の兆しが見えない（図３）。預貸率が低迷したままでは、日銀がいくらマネタリーベースを増やしても、継続的な経済成長や物価上昇にはつながらない。そこで、本研究では、金融政策と銀行貸出に関する実証研究を行い、今後の金融政策の方向性、および金融政策の効果を高めるためのポリシーミックスを議論する手掛かりとしたい。

２．先行研究と本研究の関係について

信用乗数に大きな影響を与えると考えられる預貸率を対象として扱った研究には、寺崎（2011）、益田（2009）などがあるが、いずれも地域別データを使って、預貸率の決定要因を分析している。

寺崎（2011）では、都道府県別のパネルデータにより、老年人口比率が高くなるほど、また、金融機関の競争が厳しくなるほど預貸率は低下することが明らかにされている。益田（2009）では、やはり都道府県データにより、県内総生産が増えるほど預貸率は上昇し、倒産件数が増えるほど預貸率は低下することを明らかにした。

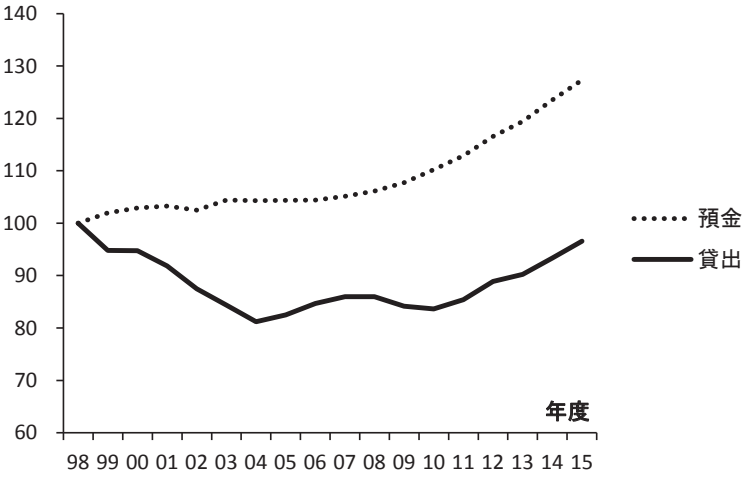
日銀の金融政策効果を分析した最近の研究としては、塩路（2016）が個別銀行の財務諸表からパネルデータを作成し、動学モデルにより前期末時点で多くの超過準備を抱える銀行ほど今期に貸出を増やす傾向にあることを明らかにしている。

以上の最近の先行研究をふまえ、本研究では、まず、預貸率低下の背景を考察したうえで、貸出の伸び悩みに焦点をあて、その要因を明らかにする。

３．預貸率低下の背景に関する考察

図４は、1998年度を100としたときに、それ以降預金および貸出がどう

図４　預金と貸出の推移

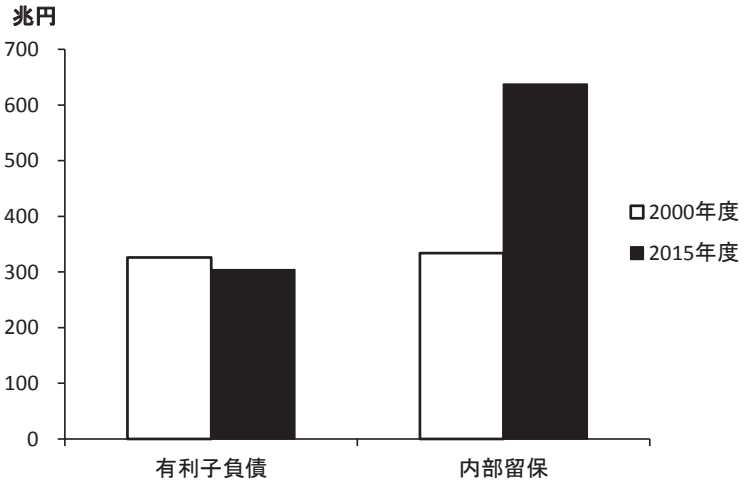


出所　日本銀行

推移したかを示している。それによれば、預金は順調に拡大し2015年度には127となっているのに対し、同じ2015年度の貸出は97にとどまっている。この間、名目GDPも2015年度の対1998年度比が97なので、貸出が伸びないのはやむを得ないところではあるが、ストック変数とフロー変数の違いを考慮すると、やはり貸出は伸び悩んでいるというべきであろう。

では、その背景は何なのか。その原因を探る最初のステップとして、企業の資金調達に目を向けてみる。図５は、法人企業のバランスシートにおける2000年度と2015年度の有利子負債と内部留保の変化をみたものである。それによれば、企業は2000年代に入ってから、有利子負債を圧縮する一方、内部留保（利益剰余金）を拡大させており、キャッシュフローの範囲内で投資を行うようになっている。このような傾向は90年代から見られたが、2000年代に入って加速している。資金調達面において、外部資金に依存しない＝レバレッジを利かさない、ということは金融政策を効きにくくしていると言える。

図５　法人企業の負債および内部留保

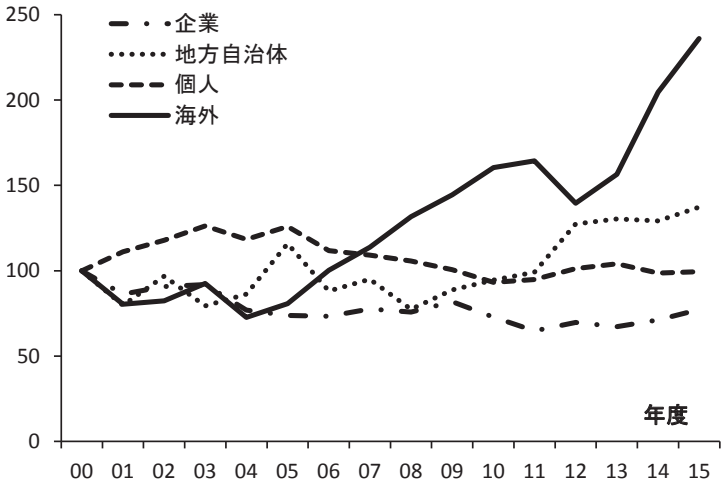


注　有利子負債＝社債＋長期借入金、内部留保は利益剰余金
出所　財務省

そういう状況下で貸出を増やそうとした場合、どこをターゲットにすればよいのであろうか。図６は、貸出先別新規貸出額（＝フロー）の推移をみたものであるが、2000年代に入ってから増えているのは、海外向けと地方自治体向けであり、企業向けと個人向けは増えていない。また、図７は、業種別・企業規模別の新規貸出額の推移をみたものであるが、こちらは、大企業は低迷が続いており、増えているのは中小企業向けである。これらの中で、地方自治体向け貸出が増えているのは、地方財政の悪化によるものであり、あまり健全とはいえない。低金利の長期化で一見個人向け住宅ローンが増えているが、借り換えがほとんどで新規の住宅ローンに結びついていないことも明らかである。したがって、注目すべきは、中小企業向け貸出と海外向け貸出ということになる[1]。海外向けについてみると、大企業でも2000年度から

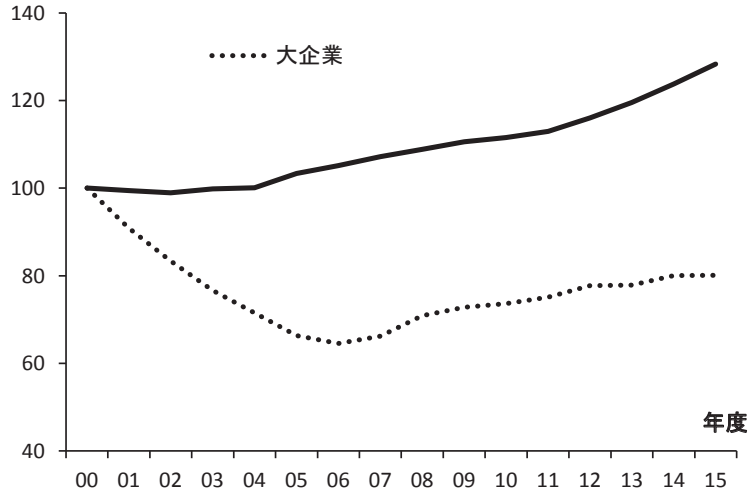
[1] 海外向けとは円借款（国内店名義現地貸し）のことである。

図６　貸出先別新規貸出額の推移



出所　日本銀行

図７　企業規模別新規貸出額の推移



出所　日本銀行

2015年度の間に1.9倍に増えており、中小企業に至っては、3.3倍に増えている。これらは、企業活動のグローバル化に対応したものとみられ、特に、中小企業のグローバル化に伴う旺盛な資金需要に対応していくことが銀行を通じた貸出を促進するカギになると推測される。

4．実証分析

本節では、法人向け貸出残高と新規設備投資資金それぞれについて、2000年度から2015年度の大企業製造業、大企業非製造業、中堅企業製造業、中堅企業非製造業、中小企業製造業、中小企業非製造業からなるプールデータを作成し、固定効果モデルによる分析を行った[2]。説明変数は、名目GDP、貸出約定金利、業況判断DI、生産・営業用設備判断DI、販売価格判断DI、資金繰り判断DI、貸出態度判断DI、借入金利水準判断DIである。記述統計量は表１のようになっている。

4.1　貸出残高の分析

企業規模別業種別貸出残高を被説明変数とするモデルの推計結果が表２に示されている。

それによれば、すべての推計結果において名目GDPが符号条件を満たし有意である。しかし、その他の説明変数は有意ではない。また、固定効果をみると、大企業非製造業と中小企業非製造業で高く、それ以外は低くなっている。

4.2　貸出額の分析

企業規模別業種別貸出額を被説明変数とするモデルの推計結果が表３に示

[2] Redundunt Test（Chi値）の結果からすべての推計結果について、固定効果モデルが適切であることが確認された。

表１　記述統計量

	平均	標準偏差	最大値	最小値
貸出残高（億円）	484, 044	524, 514	1, 934, 881	12, 139
新規貸出額（億円）	132, 563	208, 931	669, 381	1, 605
貸出約定金利（%）	1. 64	0. 27	2. 07	1. 12
名目ＧＤＰ（10億円）	494, 237	13, 209	513, 023	473, 996
業況判断DI（実績）	▲ 6. 5	17. 3	24. 0	▲ 46. 0
業況判断DI（見通し）	▲ 8. 4	17. 2	22. 0	▲ 51. 0
生産・営業用設備判断DI（実績）	7. 0	8. 8	32. 0	▲ 4. 0
生産・営業用設備判断DI（見通し）	5. 7	8. 8	32. 0	▲ 5. 0
借入金利水準判断DI（実績）	4. 2	13. 5	41. 0	▲ 14. 0
借入金利水準判断DI（見通し）	14. 4	14. 6	53. 0	▲ 1. 0
販売価格判断DI（実績）	▲ 15. 2	11. 6	6. 0	▲ 41. 0
販売価格判断DI（見通し）	▲ 15. 7	12. 6	6. 0	▲ 41. 0
貸出態度判断DI	9. 2	10. 5	28. 0	▲ 12. 0
資金繰り判断DI	4. 6	11. 5	24. 0	▲ 18. 0

表２　貸出残高の分析

被説明変数：業種別規模別貸出残高（ストック）

説明変数		係数（ｔ値）		
名目GDP（＋）		2. 891（4. 10）***	2. 655（3. 29）***	2. 822（4. 07）***
貸出約定金利（－）		▲82716. 38（▲1. 93）**	▲56497. 56（▲1. 27）	▲31549. 69（▲0. 69）
業況判断DI（＋）		▲2082. 23（▲1. 60）	▲3127. 54（▲2. 94）	▲2914. 73（▲3. 14）
生産・営業用設備判断DI（－）		▲963. 15（▲0. 53）	▲1614. 2（▲0. 92）	▲1546. 08（▲0. 89）
販売価格判断DI（＋）		▲63. 76（▲0. 07）	▲347. 31（▲0. 37）	▲64. 74（▲0. 07）
資金繰り判断DI（＋）		▲2675. 45（▲1. 06）		
貸出態度判断DI（＋）			244. 94（0. 14）	
借入金利水準判断DI（－）				▲716. 72（▲1. 03）
固定効果	大企業製造業	▲198000. 8	▲216709. 4	▲217962. 9
	中堅企業製造業	▲458147. 3	▲457986. 9	▲457251. 9
	中小企業製造業	▲224107	▲199695. 9	▲198147. 8
	大企業非製造業	213090. 7	191465. 6	188273
	中堅企業非製造業	▲351008. 2	▲355435. 6	▲355815. 7
	中小企業非製造業	1018172	1038362	1040905
決定係数（自由度修正済み）		0. 988	0. 988	0. 9800
Redundunt Test（Chi値）		393. 19	392. 58	395. 17

表３　貸出額の分析

被説明変数：業種別規模別新規貸出額（フロー）

説明変数		係数（ｔ値）		
名目GDP（＋）		0.510（2.17）**	0.383（1.44）	0.576227（2.54）**
貸出約定金利（－）		▲14732.47（▲1.03）	▲7924.27（▲0.54）	▲552.55（▲0.04）
業況判断DI（＋）		▲168.48（▲0.28）	▲609.05（▲1.74）	▲362.89（▲1.19）
生産・営業用設備判断DI（－）		▲484.68（▲1.13）	▲210.15（▲0.36）	▲118.26（▲0.21）
販売価格判断DI（＋）		▲169.27（▲0.54）	▲217.73（▲0.71）	▲19.48（▲0.06）
資金繰り判断DI（＋）		132.69（0.16）		
貸出態度判断DI（＋）			556.72（0.99）	
借入金利水準判断DI（－）				▲385.77（▲1.71）*
固定効果	大企業製造業	▲103399.4	▲105350.8	▲103875
	中堅企業製造業	▲128967.7	▲130240.2	▲128899.8
	中小企業製造業	▲89401.19	▲88909.91	▲89347.89
	大企業非製造業	▲32533.86	▲32100.72	▲33341.6
	中堅企業非製造業	▲101364.8	▲100485.2	▲101182.7
	中小企業非製造業	455666.9	457086.7	456647
決定係数（自由度修正済み）		0.992	0.992	0.992
Redundunt Test（Chi値）		416.07	422.69	425.6

されている。

それによれば、やはり、名目GDPがおおむね符号条件を満たし有意であるが、その他の説明変数は有意ではない。また、固定効果をみると、中小企業非製造業で高く、それ以外はすべて低くなっている。

4.3　フォーワードルッキングな借入行動に関する分析

説明変数のうち、日銀「短観」の判断項目は、直近の実績値とともに３カ月先の見通しが調査項目に入っている。そこで、業況判断DI、生産・営業用設備判断DI、販売価格判断DI、借入金利水準判断DIについて、３カ月先の見通しを説明変数に加えることにより、企業が借り入れに際して先行きの環境にどの程度反応しているかを調べた。結果は表４に示されている。それによれば、フロー、ストックいずれにおいても名目GDPが符号条件を満たし有意であるという結果は変わらず、フローにおいてはさらに借入金利水準判断DIの見通しが符号条件を満たし有意であった。

表４　フォーワードルッキングな借入行動の分析

被説明変数		業種別規模別貸出残高（ストック）	業種別規模別新規貸出額（フロー）
説明変数		係数（t 値）	
名目GDP（＋）		3.212（4.18）***	0.688（2.77）***
貸出約定金利（－）		▲7018.06（▲0.15）	5388.63（0.36）
業況判断DI（＋）		▲3054.57（▲2.93）	▲418.12（▲1.24）
生産・営業用設備判断DI（－）		▲768.77（▲0.43）	150.30（0.26）
販売価格判断DI（＋）		899.11（0.93）	338.74（1.09）
借入金利水準判断DI（－）		▲936.44（▲1.37）	▲451.88（▲2.03）**
固定効果	大企業製造業	▲218276.4	▲105597.3
	中堅企業製造業	▲461121.2	▲130034.9
	中小企業製造業	▲201275.3	▲89855.41
	大企業非製造業	193356.7	▲32352.41
	中堅企業非製造業	▲354027	▲100236.7
	中小企業非製造業	1041343	458076.7
決定係数（自由度修正済み）		0.988	0.992
Redundunt Test（Chi値）		393.61	424.06

4.4　まとめ

以上の実証分析の結果をまとめると、次のようになる。

① 有意に貸出に正の影響を与えるのは名目GDPのみであり、日銀「短観」の判断項目も含めて、緩和的な金融政策は貸出を増やさない。

② 企業は先行きの見通しに基づいた借入行動は行っていない。

③ 固定効果より、ストックでは大企業非製造業と中小企業非製造業、フローでは中小企業非製造業の値が大きくなっており、これらの業種にターゲットを絞った貸出促進策が有効と考えられる。

５．今後の課題

今回の実証研究からは、銀行貸出を増やすには、金融政策だけでは困難なことがわかった。銀行貸出を増やすにはGDP、それも実質GDPではなく物価上昇を伴った名目GDPを増やすことが必要である。これは、企業サイド

の投資行動とも符合する。

今後は、個別企業の財務諸表データを活用し、マクロ的な金融政策が各企業の資金調達行動にどのような影響を与えているかという、よりミクロレベルで金融政策の効果を検証したいと考えている。それにより、量的質的緩和政策やマイナス金利政策などの効果をいっそう引き上げるために、日銀の金融政策を補完する政策がどうあるべきかについて研究を進めることを次の課題としたい。

参考文献

塩路悦郎（2016）,「ゼロ金利下における日本の信用創造」,照山博司・細野薫・松島斉・松村敏弘編『現代経済学の潮流』2016,東洋経済新報社

寺崎友芳（2011）,「預貸率の決定要因と地域経済への影響－ダイナミック・パネル推定によるアプローチー」『経済科学論究』第８号,埼玉大学経済学会

益田安良(2009),「地方における預貸率低下の要因とその是正策戦略的な資金環流の必要性」,東洋大学『経済論集』35 巻1 号