

研究ノート

不動産業は低リスクの融資先なのか？

—地域銀行の財務データからの予備的考察—

大越 利之

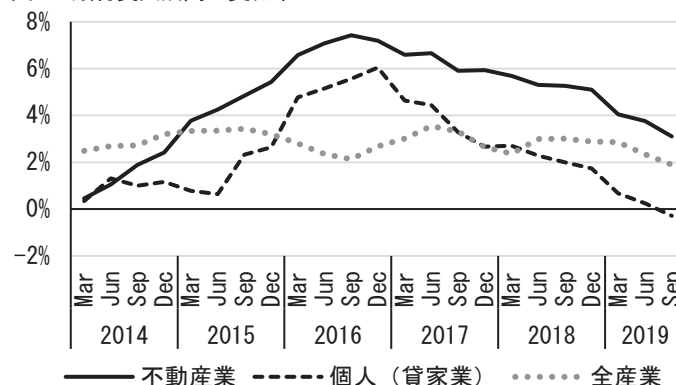
1. はじめに

わが国では、長きにわたり超低金利政策が採られているが、特に2016年1月にマイナス金利政策が導入されて以降、国内金融機関の預金・貸出の利鞘はさらに縮小し、金融仲介から得られる収益環境は一層悪化している。その一方で、アベノミクス以降、銀行の貸出残高は増加し続けており、特に不動産業向けの貸出残高の伸びは大きい(図1)。

日本経済新聞は、同紙が全国103の地方銀行・第二地方銀行¹を対象に実施したアンケート調査において、不動産向け融資残高が1年前の2018年10月よりも増えたとした銀行が、回答のあった89行のうち59行に上ったと報じている²。日本銀行(金融システムレポート)や金融庁(金融レポート)が不動産向け融資の高い伸びに警戒感を示す一方で³、この調査結果はいまだ地域銀行が収益の柱として不動産業向けの貸出に頼る傾向にあることを示唆した。しかしながら、融資残高が減ったと答えた銀行が17行、変わらないとした銀行が13行あったことから、ひとくくりに地域銀行の不動産業への貸出態度を結論付けることはできないのではないだろうか。

本稿の目的は、マイナス金利下において日本の

図1. 銀行貸出残高の変化率



資料：貸出先別貸出金(日本銀行)

地域銀行の貸出態度がどのように変化したのか、また各行の不動産融資に対する態度の差異を説明する要因はどこにあるのか、について今後より詳細な研究を行うための予備的な考察を行うことである。以下、欧州中央銀行のマイナス金利政策下における欧州の銀行融資に関する先行研究の分析結果を踏まえ、上場不動産企業の財務データをもとに、日本の地域銀行が不動産融資に係るリスクをどのようにとらえているのかについて考察する。

2. マイナス金利下の銀行融資：

先行研究からの知見

近年の金融政策の研究では、金融緩和が中長期金利を押し下げ総需要が拡大するという伝統的な波及経路(金利経路)ではなく、1990年頃からは金融政策が銀行の貸出態度や貸出供給の変化を通じて实体经济に影響するメカニズムについての理論

¹ 以下あわせて「地域銀行」という。

² 日本経済新聞(2019年10月3日・朝刊 p.9)

³ 最近では、日本銀行は「金融システムレポート(2019年4月)」において、不動産業向け貸出の対GDP比率が1990年末以来はじめて過熱に転じたと分析している。

的・実証的分析に主眼が置かれている⁴。以下、いくつかの金融政策効果の波及経路に関する代表的な研究、およびマイナス金利政策下における波及経路の変化について検証した先行研究を概観する。

(1) バランス・シート・チャネル

バランス・シート・チャネルは、資金の借手企業の財務状況(自己資本)に着目したものである⁵。銀行は、借手企業の健全性や投資プロジェクトの成功確率に関する情報を十分に有しないため、融資の際に情報収集にコストをかける(モニタリング・コスト)。このとき自己資本による資金調達の割合が低く、外部資金への依存度の高い企業に対するモニタリング・コストが大きくなるため、より高い金利(プレミアム)を要求する。こうした状況下で、金融引き締めが行われ、仮に借手企業の自己資本を構成する資産価格が下落すると金利(プレミアム)は一層上昇し、資金の借り入れ需要、ひいてはマクロ経済全体の投資も減少する⁶。金融緩和の場合、資産価格の上昇が観察されれば、担保価値の上昇によるモニタリング・コストおよび金利(プレミアム)の低下、銀行貸出の増加が想定される。

(2) 銀行貸出経路

銀行貸出経路(bank lending channel)は、銀行の資金調達能力に着目したものである⁷。この経路が機能する条件として、銀行は預金以外からの貸出資金の調達が困難であること、企業の資金調達は銀行借入に依存することが想定されている。この想定の下で金融引き締めが行われ準備や預金が減少した場合、特に流動性資産が乏しく預金への

依存度の高い銀行は貸出の縮小を強いられ、企業の投資活動にも影響が及ぶ。金融緩和の場合、預金量の増大により銀行の資金調達が可能になり、銀行貸出は増加することが想定される。なお、バランス・シート・チャネルと銀行貸出経路はあわせて信用経路(credit channel)と呼ばれている。

(3) リスク・テイクを促す経路

リスク・テイクを促す経路(risk taking channel)は、金融緩和政策が銀行のリスク許容度の拡大を誘発することで、銀行の貸出供給に影響を及ぼすという経路である(Borio and Zhu 2012)。金融緩和により銀行の保有する資産価格が上昇すると、それに伴い銀行の自己資本も増大する。これにより資金調達能力が改善されると投資(貸出)に対するリスク許容度が高まり、銀行の高収益、高リスクへの投資(貸出)が促される。さらに、持続的な金融緩和により低金利が継続する状況下では、銀行の預金・貸出金利鞘は縮小するため、銀行は収益を維持するために、より高リスクの貸出を行うインセンティブをもつようになる。

(4) マイナス金利下の銀行融資：欧州の分析

政策金利がプラスの水準にある平常時であれば、金融緩和政策は上述の様々な経路を通じて銀行貸出供給を増加させ、实体经济にプラスの影響を及ぼすと考えられる。では、政策金利がマイナス水準に突入した現在において、同じ効果が期待できるのであろうか。日本に先んじて2014年6月にマイナス金利政策を導入した欧州では、マイナス金利が銀行貸出や銀行経営に及ぼす影響についての実証研究が近年盛んに行われている。Ampudia and Van den Heuvel (2018)は、政策金利がゼロ近くまで低下した後の期間において、金融緩和のショックが銀行の株価に負の影響を及ぼすことを明らかにした。特に小口預金による資金調達依存度の高い銀行の株価ほど大きく負の反応を示した。また、Heider et al. (2019)は、マイナス金利政策の導入以降の期間において、銀行の総資産に対する預金の割合が銀行貸出供給量に負の効果をもつことを

⁴ 蓮井・小林(2013)は、金融政策効果の波及経路に関する代表的な研究を簡潔にまとめている。

⁵ Bernanke and Gertler(1995)、Bernanke et al. (1999)等。

⁶ マクロ経済状況の悪化は、さらなる資産価格の低下、自己資本の減少につながり、一層銀行貸出は減少する。資産価格の変動が实体经济への影響を増幅させる現象をファイナンシャル・アクセラレーターという。

⁷ Kashyap and Stein(1995, 2000)等。

示した。これらの結果から、預金金利のゼロ下限の存在によって縮小した預金・貸出金利鞘が信用コストに見合わなくなり、銀行は貸出供給を減らさざるを得なくなっていると解釈される。つまり、預金量の増加が貸出量の増加を促すという金融政策効果の銀行貸出経路が機能不全になっていることを示唆している。一方で、Altavilla et al. (2019)は、家計の小口預金の金利にはゼロ下限があるものの、経営が健全な銀行は大口の法人預金に対しマイナス金利を適用していることを明らかにし、マイナス金利政策が金融政策の波及経路の機能を必ずしも毀損するというわけではないことを示唆した。また、Heider et al. (2019)は、預金-総資産比率は、リスクの高い企業への貸出供給に対してプラスの効果をもつことを明らかにし、マイナス金利下において預金依存度の高い銀行ほど、貸出におけるリスク・テイクが促されていることを示した。

3. データの算出方法

以下の節では、個別の地域銀行および不動産企業の財務データから集計したいくつかのデータを予備的な証拠とし、マイナス金利下での銀行貸出の傾向の変化や不動産融資に対する銀行の態度について考察する。まず、ここでは本稿で用いたデータの算出方法について説明する。計算の元となるデータはすべて「NEEDS-Financial QUEST」(日本経済新聞社)から得た。

地域銀行103行の預金金利および貸出金利は、「企業財務データ」に収録されている各年3月期の預金利息、貸出金利息、預金、貸出金のデータを用い、それぞれ「預金利息÷預金」、「貸出金利息÷貸出金」として算出した。

預金-総資産割合は、同様に「企業財務データ」から「預金÷資産合計」として算出した。

各行の不動産業向け貸出金(フロー)は「金融機関別借入金」に収録されているデータを用いて算出した。上場不動産企業(賃貸業41社・分譲業95社)の各年度4月から3月期の借入金を銀行別に抽出し、それらの月次データを合計して年度データ

(各年3月期のデータ)とした。

なお、2019年3月期以前に合併や名称変更などの再編が行われた銀行については、サンプル期間を遡って再編前の各行の数値を足し合わせ、2019年3月時点と統一した。

4. 地域銀行の財務データからみた

マイナス金利下の不動産融資の動向

(1) 預金金利および預金・貸出金利鞘

図2-Aは、地域銀行103行の預金金利の度数分布(ヒストグラム)を示している。上段は量的・質的金融緩和(2013年4月)の導入直前、中段はマイナス金利政策(2016年1月)の導入直後、下段は直近を表している。預金金利の分布の変化をみると、量的・質的金融緩和の導入直前から現在に至るまで、預金金利は低下し、分布はゼロ近傍に集中してきている。また、マイナス金利政策の導入以降も預金金利にゼロ下限が存在していることが読み取れる。

図2-Bは、預金・貸出金利鞘の代理変数として貸出金利と預金金利の差の分布を示している。2013年3月期から2019年3月期までの変化をみると、概ね分布の形状に変化はないが、より低い水準に分布がシフトしている。これらの期間において、地域銀行の預金・貸出金利鞘は徐々に縮小し、収益環境が厳しくなっていることがうかがえる。

(2) 資金調達の預金依存度と銀行貸出

銀行の資金調達の預金依存度によりマイナス金利政策が銀行貸出に及ぼす影響が異なるという欧州の先行研究の分析結果を踏まえたうえで、日本のマイナス金利政策導入以降の地域銀行の貸出供給の動向をみてみよう。図3-Aは、地域銀行103行の預金-総資産比率の上位25%(26行)と下位25%(26行)の貸出供給量の集計値の代理変数として、貸出残高の前期差の推移を示したものである(2015年3月期=100)。なお、順位付けは2016年3月期から2019年3月期の各行の預金-総資産比率の平均値を用いた。預金割合の低い銀行は、

図 2-A. 地域銀行の預金金利の度数分布

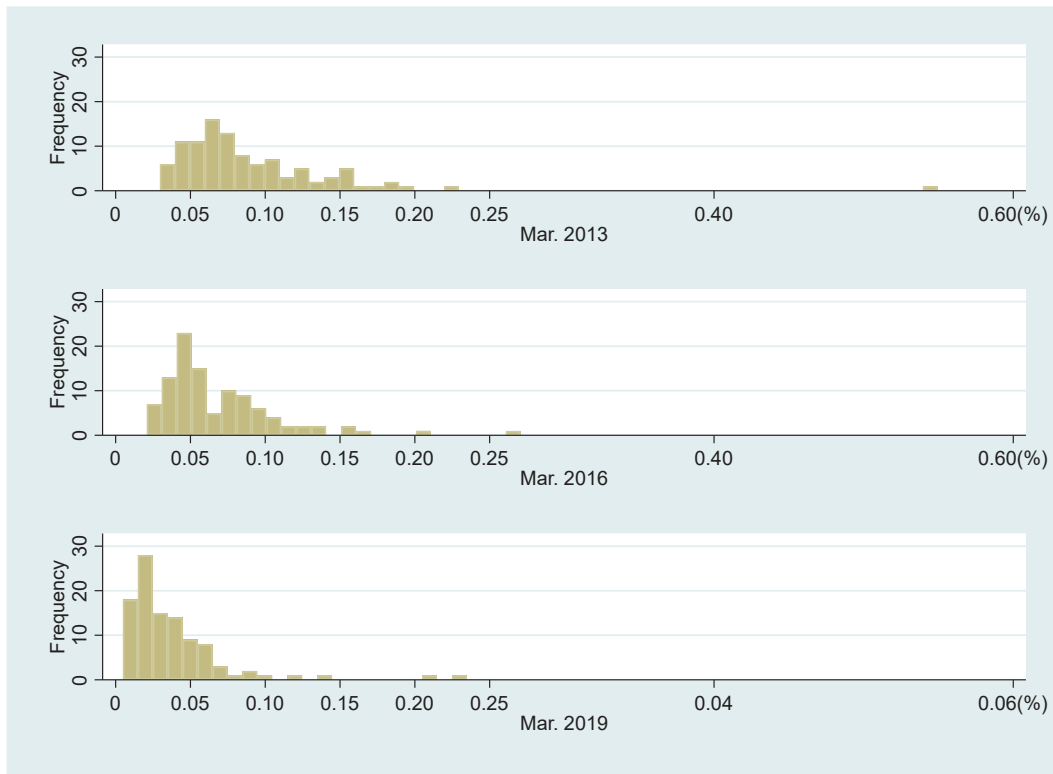
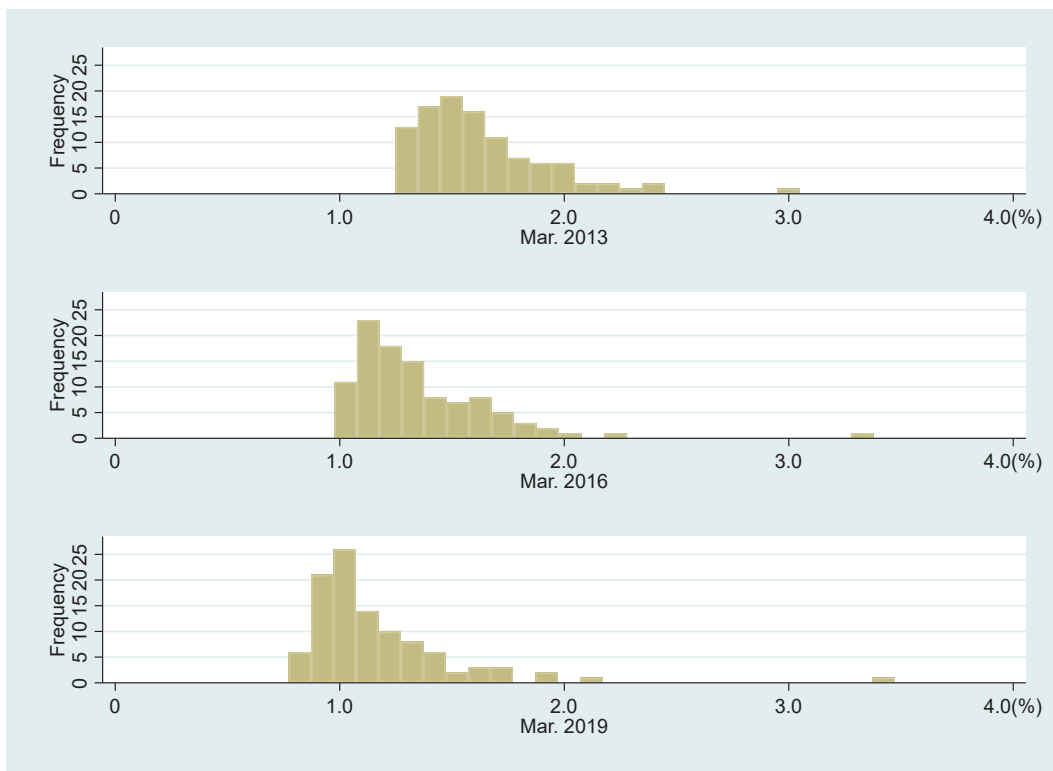
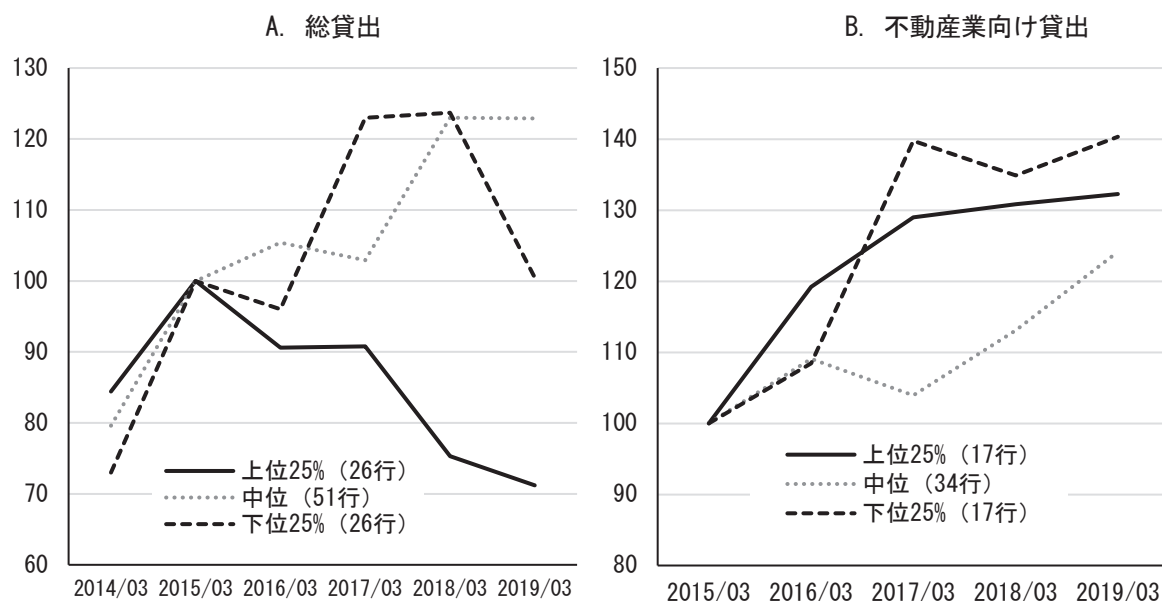


図 2-B. 地域銀行の貸出金利と預金金利の差の度数分布



資料：「日経 NEEDS-Financial QUEST」のデータを用い筆者作成。作成方法は本文第 3 節を参照。

図3. 預金-総資産比率別 地域銀行による貸出供給量 (2015年3月期=100)



資料：「日経 NEEDS-Financial QUEST」のデータを用い筆者作成。作成方法は本文第3節を参照。

マイナス金利政策以後も貸出量を増加させているのに対し、預金割合の高い銀行は貸出量を減らしている。この傾向は、マイナス金利政策下において預金割合が銀行貸出に負の効果を与えるという、欧州の先行研究の分析結果と整合していることから、日本においても預金依存度の高い銀行の存在により金融政策の銀行貸出経路の機能が弱められていることが示唆される。

次に、地域銀行の預金-総資産比率と不動産業向け貸出の関係のみてみよう。マクロ全体の不動産業向けの貸出の伸びは、総貸出の伸びを上回って推移しているが、各銀行で貸出態度に差異はあるのだろうか。図3-Bは預金-総資産比率の上位25% (17行)と下位25% (17行)の地域銀行の不動産業向け貸出供給量の合計値の推移を示している。なお、対象とした地域銀行は、2015年4月から2019年3月までの期間に毎年度継続して全国証券取引所に上場する貸貸業および分譲業（ジャスダック上場会社を含む）に貸出を行った68行である。この図からは、総資産に対する預金割合の大小に関係なく、上場不動産業向けの貸出を増やしていることがみてとれる。仮に日本において、欧州の先行研究の実証結果のように資金調達の預金依存度が高い銀

行ほどリスクの高い貸出を増やすということが当てはまり、つまりリスク・テイクを促す経路が強く機能しており、さらに銀行が不動産業向けの融資を高リスク(高収益)な投資ととらえているとすれば、預金割合の高い銀行ほど不動産向け貸出を増やしているはずである。これらのデータから、日本の地域銀行は上場不動産業向けの融資を高リスクとはとらえていないという仮説が立てられるのではないだろうか。

5. おわりに

政策金利がマイナス圏に突入し銀行の貸出金利は低下し続けてきた一方で、預金金利はゼロの下限に達している。銀行の金融仲介業務に逆風が吹く中で、いまだ不動産融資は増え続けている。本稿は、マイナス金利下において日本の地域銀行の貸出態度はどのように変化したのか、地域銀行の不動産向け貸出に対する態度の差異を説明する要因はどこにあるのか、について今後より詳細な研究を行うために、地域銀行および不動産企業の財務データを用いて予備的な考察を行った。

地域銀行の資金調達の預金依存度別(預金-総資産比率別)の貸出金(フロー)の推移をみると、マイ

ナス金利政策以降、預金依存度の高い銀行は貸出量を減少させた。マイナス金利下において金融政策の銀行貸出経路が機能していない可能性がある。一方で、マイナス金利下において預金依存度の高い銀行だけでなく、すべてのグループにおいて不動産向け貸出を伸ばした。金融政策の波及メカニズムを説明する「リスク・テイクを促す経路」に従えば、預金依存度が高く預貸金利鞘を稼ぎづらいう銀行ほど高リスクの貸出を行うことが想定される。このメカニズムに基づいて考えると、地域銀行にとって、上場不動産向けの融資は高リスクとはとらえられていない可能性が指摘される。

今後の研究の展開としては、本稿で作成したデータをさらに拡充し、個別の地域銀行や不動産企業のパネル・データを用いた統計的な検証を行うことが考えられる。また、地域銀行が高収益を期待する高リスクな投資は、そもそも銀行貸出ではなく海外を含む有価証券への投資にシフトしている可能性もある。また、本稿では資金の貸手である地域銀行の預金依存度(預金-総資産比率)に着目したが、今後より詳細な分析を行うためには、地域ごとに異なる景況や産業、企業規模や企業と銀行のリレーションシップ等の地域域特性や借手側の要因についても検証の範囲を広げる必要がある。

参考文献

- 1) Altavilla, C., L. Burlon, M. Giannetti, and S. Holton (2019) "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms," ECB Working Paper no. 2289.
- 2) Ampudia, M., and S. Van den Heuvel (2018) "Monetary policy and bank equity values in a time of low interest rates," ECB Working Paper no. 199.
- 3) Bernanke, Ben S. and Alan S. Blinder (1988) "Credit, Money, and Aggregate Demand," *American Economic Review*, 78(2), 453-439.
- 4) Bernanke, Ben S. and Mark Gertler (1995) "Inside the Black Box: The Credit Channels of Monetary Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- 5) Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist (1999) "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," in Taylor, John B. and Michael Woodford eds. *Handbook of Macroeconomics 1-C*, Chap. 21, 1231-1745, Elsevier B.V.
- 6) Borio, C. and Zhu, H. (2012) "Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?" *Journal of Financial Stability*, 8(4), 236-251.
- 7) Heider, F., F. Saidi, and G. Schepens (2019) "Life below zero: Bank lending under negative policy rates," *Review of Financial Studies*, 32(10), 3728-3761.
- 8) Kashyap, Anil K. and Jeremy C. Stein (1995) "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 42(1), 151-195.
- 9) Kashyap, Anil K. and Jeremy C. Stein (2000) "What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy?" *American Economic Review*, 90(3), 407-428.
- 10) 大越利之(2017)「金融緩和政策と住宅価格の関係：金融危機後の日本と諸外国の比較」, 土地総合研究所(編), 『マイナス金利下における金融・不動産市場の読み方』, 64-75, 東洋経済新報社.
- 11) 蓮井康平・小林照義(2013)「金融市場と金融政策の波及経路」, 国民経済雑誌, 207(2), 65-78.

[おおこし としゆき]

[(一財)土地総合研究所 客員主任研究員]