

7年目に入るアベノミクスと地域金融機関の課題

信金中金月報掲載論文編集委員

勝 悦子

(明治大学 政治経済学部教授)

2012年12月に第二次安倍政権は発足し、翌2013年にアベノミクスは始まったが、2019年には早や7年目に突入する。この間日本経済は、本年1月まで景気拡大が続けばいざなぎ景気を抜いて史上最長の景気回復になるなど好調で、失業率は昨年10月には2.4%と低位にあり、部門によっては人手不足が指摘されるなど、労働市場も非常にタイトになっている。それにも関わらず、黒田総裁二期目に突入した日本銀行の金融政策には当面大きな変化は予想されない。デフレから抜けつつあるものの2%のインフレ率は未だ達成されていないからである。

一方アメリカ経済は、2018年は中間選挙の年でもあったことから、トランプ政権の減税政策等を主因に景気は過熱気味に推移し、それに伴いインフレ懸念も台頭したため、持続的経済成長を維持するべく、FRBは昨年4度にわたりフェデラルファンド金利目標値を引き上げた。本年も引き続き引き上げられる公算は高く、米中貿易戦争の不透明性や、さらにはGAFANAなどの巨大グローバル情報企業に対する規制強化が俎上にのぼるなか、ニューヨーク株式市場は2018年秋以降不安定に推移した。欧州でも、ECBは昨年末に量的緩和政策を終了したが、景気回復に力強さが欠けていることもあり、金融政策は当面緩和気味に推移するものとみられる。

2013年4月からの日銀の質的・量的金融緩和（QQE）と2016年2月からのマイナス金利政策は、様々な経路でじわじわと日本の金融市場に影響を与えている。特に大きな影響があったのが、国債市場、ETF市場、そして銀行の金融仲介機能である。

第一の国債市場については、長期にわたる非伝統的金融政策の継続により日本銀行が保有する国債残高は急増し、資金循環統計によればQQE導入前2013年3月末の93.9兆円（保有シェア13.5%）から、2018年6月末には445.9兆円（同49.6%）と、実にこの5年間で約5倍膨張した。それだけでなく日本銀行の満期別国債保有残高をみると、当初10年債が中心であったものが、QQEの過程で40年国債まで幅広く購入し、平均償還年限の長期化と、イールドカーブ全体の押し下げが見られ、金融緩和がより効果的になされた。

一方で、中央銀行が国債市場で影響力を増すことは、以下の懸念を引き起こす。第一は市場流動性の低下で、日本銀行の国債保有は基本的には満期保有なので、市場の流動性を大きく制約し、価格形成を歪めることである。第二に、国債の金融仲介機能の低下で、従来金融機関は国債を担保に資金調達などを行うが、中央銀行が価格をコントロールすることになると、国債

が持つ金融機能が阻害される。第三に、国債利回りの低下に伴い銀行の貸出金利も低下することから、預金金利に非負制約のある金融機関や、年金基金などの機関投資家の収益が圧迫されることである。

ETF市場およびJ-REIT市場についても日本銀行の保有残高が大きく増した。日本銀行のETFの買い入れは白川総裁時代の2010年10月に遡るが、その累計保有残高は2013年3月末の1.5兆円から2018年10月末には22.3兆円にまで増大し、上場ETF時価総額は2018年10月末現在35.1兆円であるので、その3分の2は日本銀行が保有していることになる。ETF市場についても国債市場同様以下の懸念が広がっている。

第一に価格形成の歪みと市場流動性の低下である。日本銀行のETF保有は満期もなく、「一端買ったなら売らない」ため国債流通市場同様、価格形成を歪める懸念がある。とりわけ浮動株を減少させ、銘柄によっては日本銀行が浮動株の多くを占めるようになり、価格変動を助長する。第二に、ETF買い入れはPERを上昇させるなど一時的には効果があるものの持続性はない。第三に、日本銀行が民間企業の大株主になることが、企業ガバナンス上の規律を弱めることである。

最後に、銀行の金融仲介機能の低下である。銀行は企業の資金需要が減退するなか2000年代に大きく国債保有を増やし2013年3月末には321兆円（保有シェア46.2%）のピークに達したが、QQE導入後保有国債を大きく減少させ2018年10月末には158兆円（同17.7%）まで縮小した。これは2008年のリーマンショック後所定準備預金に0.1%の金利が付くようになったこととも関連している。特に2016年2月のマイナス金利の導入で10年物国債金利は大きく低下し、2016年10月の長短金利操作付き量的・質的金融緩和策（YCC）の導入でイールドカーブはスティープ化したものの、それでも所定準備預金の金利である0.1%の方が高いので準備預金は積み上がる。

メガバンクは2008年のリーマンショック以降の国際金融規制（BIS規制）強化のもとで、資本、流動性両面で強靱となってきており、勢いのあるアジアやアメリカでの国際業務が収益の半分を支えている。これに対し日銀の金融政策で最も負の影響を被っているのが、国内業務に特化した地方銀行、信用金庫、信用組合およびゆうちょ銀行である。

これらは、コア業務純益が減るなか、不動産融資、ミドルリスク融資、ドル建て債券投資などに傾斜し、米国の金利上昇で外債には含み損が出ている。また利鞘が縮小するなか融資の長期化が目立ち、今後日本で出口政策が行われていく過程では、マチュリティリスクや国債価格変動リスクなどの金利リスクに直面するだろう。金融庁は、こうした地域銀行の課題に対応して、金利リスクへの規制強化を、メガバンクだけでなく2019年3月期からは地域銀行にも適用することを公表した。

いずれ訪れる出口政策を見据え、地域金融機関はリスク管理強化などの備えを一層厚くしていく必要があるだろう。