

時論

異次元金融緩和の副作用への対応

先般の総選挙では事前予想通り与党が圧勝し、アベノミクスは国民から信任を得た形となった。選挙戦の最中では、①株高や円安によって富裕層や輸出企業は潤ったが、中小企業・地方経済・中低所得層には恩恵が及んでいないこと、②円安でも輸出数量は伸び悩む一方、(原油価格下落によって相殺されたが)輸入原材料コストや食料品価格の上昇を招いたこと一など、アベノミクスの副作用と限界について指摘と批判がなされた。

しかし現実には、総選挙前には日銀が追加緩和に踏み切って円安が一層加速し、財政再建より足元の景気を優先して消費増税を先送りし、もたつき気味の景気テコ入れを企図して経済対策の検討が始まるなど、アベノミクスは指摘や批判を受けて修正されるどころか、「第一の矢と第二の矢の“二の矢”」が放たれたごとき状況である。

第三の矢である成長戦略はメニューこそ出揃ってきたものの、総選挙による政治空白により、その実行が遅れつつある。第一の矢と第二の矢の役割・位置づけは、あくまで第三の矢たる成長戦略が実行されるまでの時間稼ぎであり、その副作用も時間稼ぎであるからこそ許容されるのであり、時間が長期化すれば、副作用も大きくなる。

こうした視点から金融業界・金融市場を見ると、異常・異例・不整合・アンバランスという言葉で表現しうる事象が増えてきている。

第一は国債金利。消費増税の先送り、社会保障制度改革の遅れ等により、2020年度プライマリーバランス黒字化の目標達成は一段と危うくなり、日本国債は格下げとなった。それにもかかわらず、10年国債利回りは足元では0.4%を割り込み、2～3年物の短期国債の利回りはほとんどがゼロないしマイナスまで低下した。その背景には、追加緩和によって一層の規模拡大と年限長期化が図られた日銀の国債購入があるが、こうした「金融抑圧」的状況の強まりに対して、議論や異論はさほど湧き上がってこない光景には違和感を覚える。

第二は銀行貸出市場。銀行貸出金利は低下に歯止めがかからず、国内銀行貸出約定平均金利(ストックベース)は1.2%を割り込み、過去最低を更新した。預金金利も低下しているが、両者間の格差は縮小し続けており、足元の貸出金利ザヤの潰れ方は、通常の銀行の貸出事業が成り立ちにくいほど尋常ではないところまで来ているのではないかと。

この間、各行は中小企業向け貸出に注力し、中小企業の資金調達環境は改善している。日銀「短観」の中小企業の「金融機関の貸出態度DI」は「緩い」超が2ケタに乗り、「資金繰り判断DI」では「楽である」超が1年間続いている。前者はリーマン・ショック前の2006年以来、後者は80年代後半のバブル期の以来のことである。このこと自体が問題ではないが、大企業に比して信用リスクが高い中小企業向け貸出が増える中で貸出金利ザヤが縮小し続けるのは、一般論としては不整合な動きである。

また、銀行貸出先を業種別に見ると、個人・不動産業(含むREIT)・ノンバンク(主に消費者金融)・地

公体の4分野だけで増加分の約70%を占めている(2014年9月末)。数少ない資金需要先へ各行がこぞって貸し込み、貸出ポートフォリオの分散が損なわれつつある。

第三は通貨スワップ市場。円投ドル調達価格は10月以降上昇傾向が顕著となっている。日本国債は格下げとなったものの相変わらず高値で取引されており、日本株価は振れを伴いながらも上昇トレンドにあり、わが国の金融システムは堅固であり、個別行の財務状況も良好である。それにも関わらず、邦銀がドル調達に際してプレミアム的な上乘せを強いられるならば、海外貸出事業において調達コストの上昇に直面する可能性がある。

以上のような、一般的な意味での過当競争とは様相を異にし、金利という価格が機能せず、金融緩和が信用緩和に変質し、リスク不感症が拡散しているような状況をどのように理解すればよいのだろうか。

個々の事象には個々の事情はあるだろうが、国内企業部門の資金需要が決定的に不足していることが主因の一つであることは間違いない。

資金需要の不足が貸出金利の低下を招いているのはもちろん、資金需要不足に起因する邦銀の国内運用難が、海外貸出の原資たるドルへの需要を高め、その足元を見透かすように海外勢が有利な条件で手元のドルを円転し、利を得た円資金が短期国債市場に流れ込み、利回りをマイナス化させた。

日銀は、企業の資金調達コスト軽減とポートフォリオ・リバランス効果によって資金需要を上向かせるべく実質的ゼロ政策金利を続け、10年国債利回りを国債大量購入によって強引に抑え込んだ。このため、貸出金利には追加的な低下圧力が加わり、日銀の大量購入により国債市場から締め出された銀行(特に地銀)が、限られた資金需要分野への貸出に傾斜し、貸出金利ザヤは破壊的縮小を見た。

先に述べた事象の因果と連鎖はこのように整理できよう。資金需要の決定的な不足は、企業が国内外に事業・市場・イノベーションのフロンティアを見出せず、投資と資金需要の好循環が起動していないことが原因であることは言うまでもない。

このように見ると、①日本経済や日本企業の成長力と競争力が回復が不十分である間は、異次元と称される規模と質を伴う金融緩和は、銀行貸出事業の圧迫、想定外の信用緩和といった副作用を起こしやすい、②成長力と競争力の回復は、政府・企業・日銀の三者共通の役割ではあるが、主たる担い手は前二者であり、日銀に過度に寄せ、“異次元度合い”を高めると、副作用が強まる一と言える。

アベノミクスが頓挫しないためにも、政府と日銀の間で役割分担と政策割り当てを約した「共同声明(2013年1月22日)」を今一度確認し、日銀や金融関係者は金融緩和の役割と限界、金融面に見られる副作用等について率直に表明・説明をするべきではなからうか。

金融機関としては、従前から言われる国債金利急騰リスクだけでなく、金利が上がらないリスク、換言すれば金利が価格機能を喪失するリスクを意識し、貸出事業からフィービジネスへのシフトの加速、信用緩和に巻き込まれないための手立て等、副作用への対応を急ぐ必要があるだろう。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。