

異次元緩和長期化の副作用

様々な関係者の「持続性」を共有していく必要性

みずほ総合研究所
調査本部
03-3591-1248

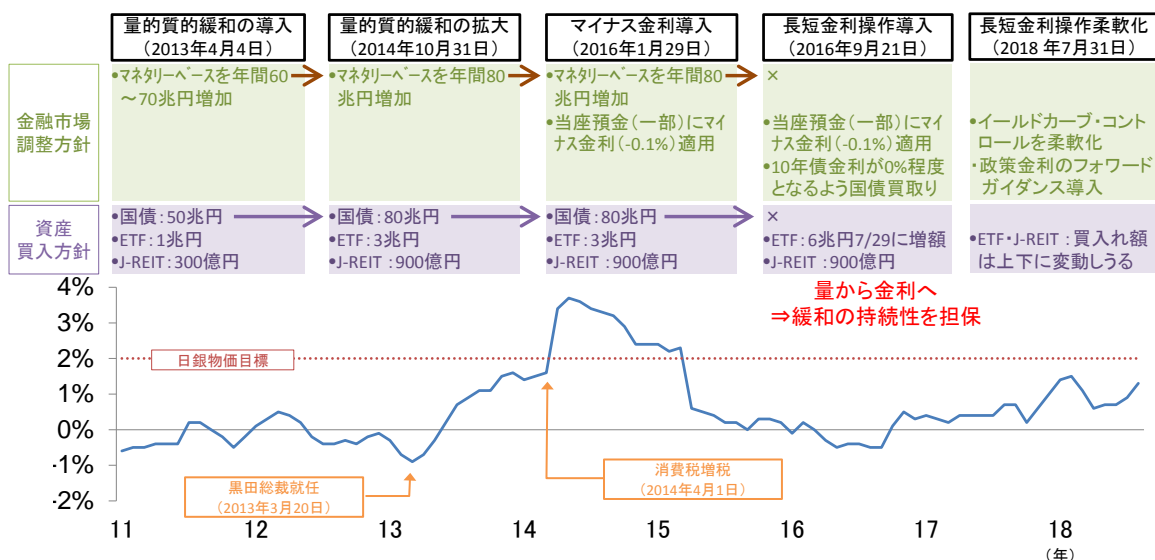
- 日銀の異次元緩和長期化による様々な副作用が懸念されている。現状の金融緩和政策が長期間継続した場合、地域銀行の実質業務純益は2023年度に2015年度から半減すると試算される
- 7月の金融政策決定会合では金融緩和の長期化に対応し政策の持続性を高めるための対応が行われた。国債市場の機能低下という副作用については歯止めがかかることが期待される
- 一方、地域銀行の収益を押し下げる副作用への効果は限定的と試算される。金融政策の持続性を高めるためには、金融機関など様々な関係者の「持続性」にも配慮した政策対応が求められる

1. 長期化する日本銀行の異次元緩和

2013年4月に日本銀行が量的質的緩和政策を導入して以来、異次元緩和は5年半が経過している。この間、金融緩和策は図表1で示したような変遷を経てきた。2013年4月の量的質的緩和に始まり、2014年10月の追加緩和、2016年1月のマイナス金利政策導入、同年9月の長短金利操作導入、そして今年7月にはフォワードガイダンスの導入とイールドカーブ・コントロールの柔軟化が行われている。

しかしながら、消費者物価上昇率は、足元では1%程度のプラス圏にあるものの、日本銀行が定める物価目標の2%には未達の状況が続いている。物価目標の2%到達には依然として距離があり、異次元緩和は長期戦に突入したままである。

図表1 金融緩和策の変遷と消費者物価上昇率



(資料) 総務省、日本銀行より、みずほ総合研究所作成

2. 異次元緩和の長期化による地域銀行経営への影響

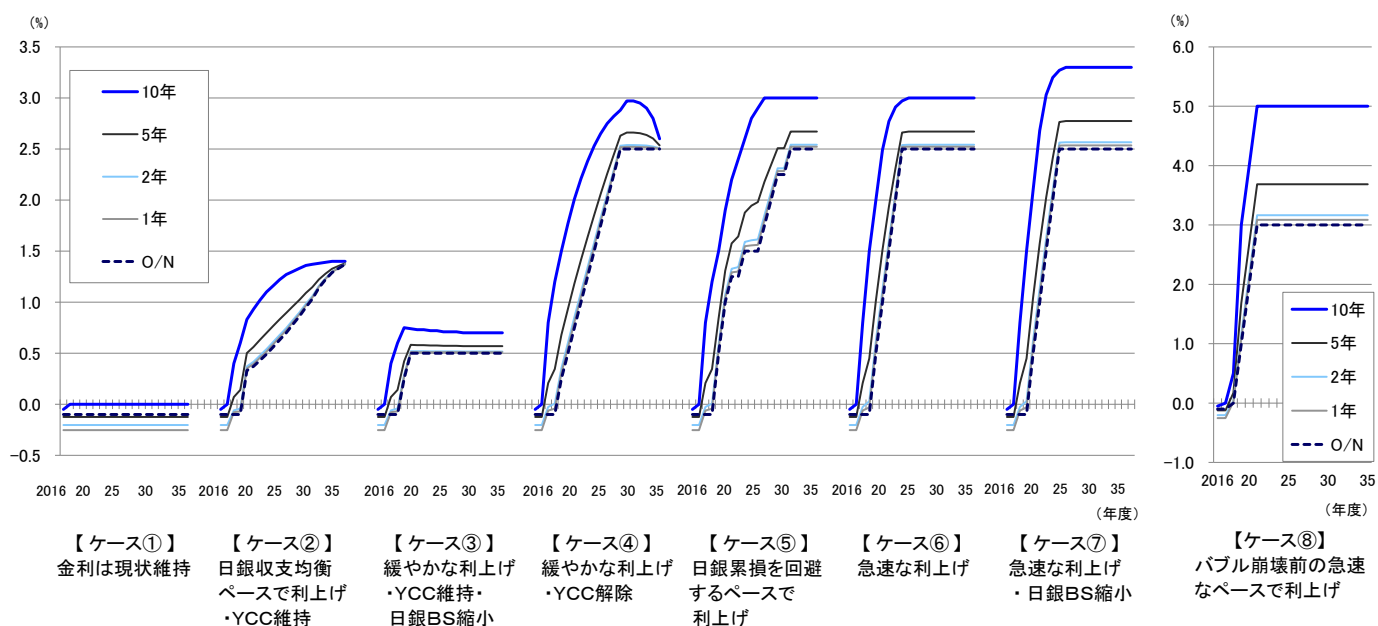
日本銀行の異次元緩和は、大規模な国債買入とマネタリーベースの持続的拡大により長短金利を押し下げ、物価目標の2%到達を目指すものだが、こうした金融政策は長短金利差の継続的な圧縮をもたらし、国内銀行における預貸収益を圧迫する効果を与えている。とりわけ、国内業務が大部分で預貸収益の占める比率が高い地域銀行（地方銀行及び第二地方銀行）においては、そうした影響が大きい。特に、2016年1月にマイナス金利政策が導入されたことが地域銀行の収益に追い打ちをかけている。

異次元緩和策が継続するシナリオに加えて、日本銀行が将来的に出口戦略に入った場合のシナリオ（図表2）も想定した、地域銀行におけるケース別の2035年度までの超長期にわたる実質業務純益見通しの試算¹を図表3で示している。本試算は2017年9月に行ったものだが、（2017年9月時点の）現状維持であるケース①から、出口戦略のうち急激な利上げを想定したケース⑧まで計8種類を採り上げている。このうち、特にケース①（現状維持の金融政策を長期継続）では、地域銀行の実質業務純益は、2015年度=100とした場合、2023年度には半減するとの厳しい結果であった。

また、日本銀行が出口戦略に入って政策変更を行うケース（②～⑧）における地域銀行の実質業務純益は、政策金利を2%超に引き上げていくケース④～⑧では、利上げ効果に伴う預貸金利回り差の拡大や有価証券運用損益の好転により、大幅な改善が見込まれる。しかし一方で、緩やかな利上げに留まるケース②・③では、回復後のピーク時でも2015年度水準を回復しない、との結果であった。

尚、各ケースに共通するが、金融政策に応じて、金融機関の貸出金利や有価証券利回り、預貸金の残高などにどのように影響するかは、当然ながら様々な可能性がある。また本試算は2035年度までの超長期を対象としており、その評価については相当の幅を持ってみるべきことに留意する必要がある。

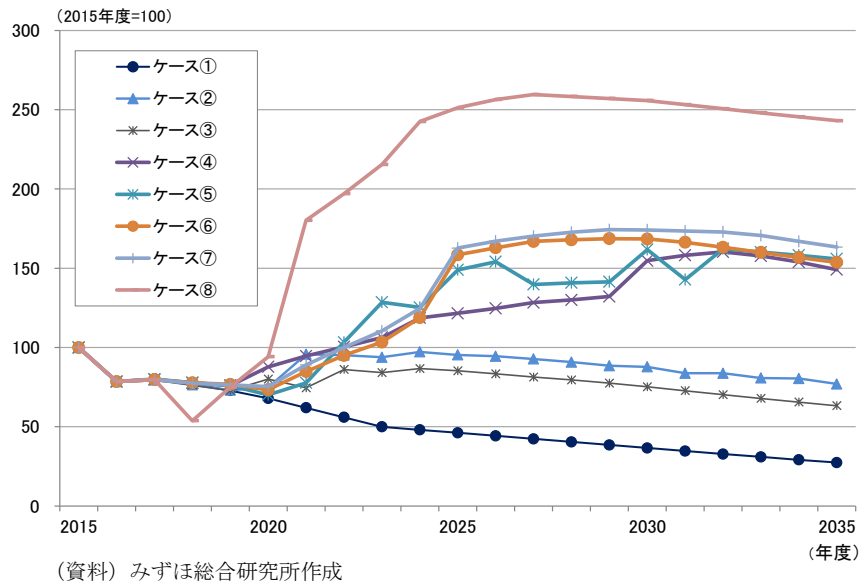
図表2 各シナリオで想定する年限別国債等金利



(注) YCC：イールドカーブ・コントロールの略。

(資料) みずほ総合研究所作成

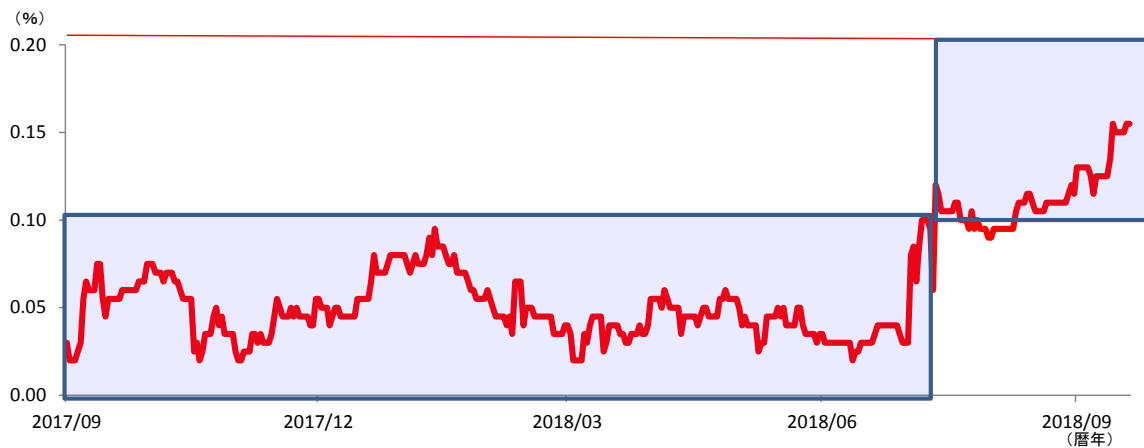
図表3 地域銀行 実質業務純益のシミュレーション(2017年9月試算)



3. イールドカーブ・コントロール柔軟化(2018年7月)後の国債市場

日本銀行は、今年7月の金融政策決定会合で、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入した。2%の「物価安定の目標」の実現には、これまでの想定より時間がかかることが見込まれ、現在の金融緩和を長く続ける必要があるとの判断の下、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化した。この持続性強化の一つとして、イールドカーブ・コントロールの柔軟化が織り込まれた。10年国債利回りの目標はゼロ%程度を維持した一方、その変動幅については、2016年9月のイールドカーブ・コントロール導入後の金利変動幅、概ね±0.1%の幅から、上下その倍程度、すなわち±0.2%程度に変動し得ることを念頭に置くとした。

図表4 10年国債利回りの推移



(注) 網掛け部分は日銀の想定許容レンジ
 (資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

日本銀行は、こうした柔軟化を決定した背景として、国債市場の機能を改善する必要性を挙げている。黒田総裁は2018年7月31日の記者会見において、「国債市場の機能がやや低下してきており、それを改善することは、長期的な金融緩和をしっかりと継続するためにも必要だ」と発言し、国債市場の機能低下を低金利環境が長期化する下での副作用の一つとして捉え、その軽減の必要性について触れている。但し、同時に「金融政策について修正したとか、あるいは、金利の引上げを意図しているものでは全くない」とし、あくまで国債市場の機能が低下していることの影響を軽減することに主眼を置いている。

実際の10年物国債利回りの推移を見ると、図表4の通り、今年7月に柔軟化策を実施した後は、従前と比べて水準を幾分か上げ、0.1%台半ばで推移している。金利の変動幅も僅かながら拡大しており、国債市場の機能低下という「副作用」に関しては、一定の歯止めがかかることが期待される。

4. イールドカーブ・コントロール柔軟化後の地域銀行収益への影響試算

これまでみてきたように、日本銀行による2018年7月の強力な金融緩和継続のための枠組み強化策の一環としてイールドカーブ・コントロールが柔軟化された結果、国債市場の「副作用」については一定の歯止めがかかることが期待される。その一方で、地域銀行の収益を押し下げる「副作用」に関しては、どの程度変化が見込まれるであろうか。

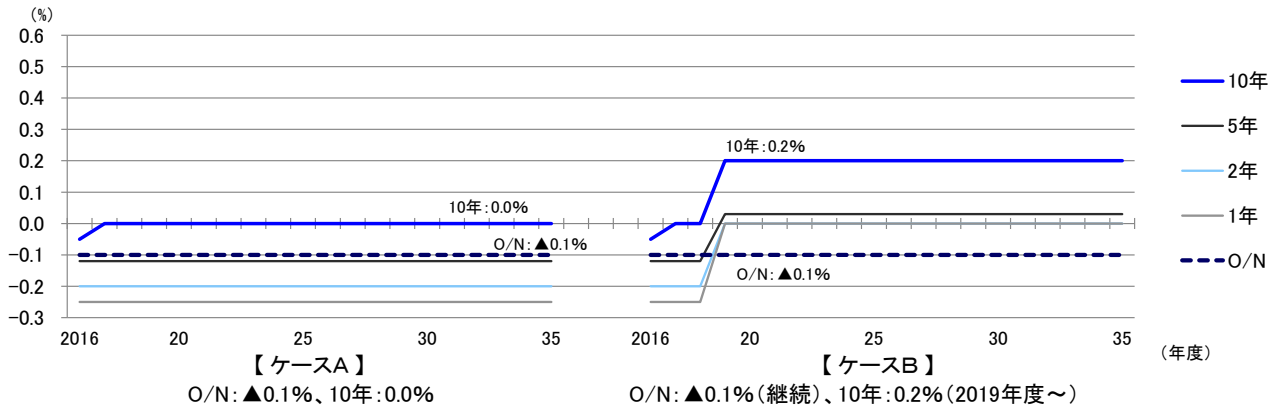
イールドカーブ・コントロールの柔軟化により、国債10年物金利の許容上限が+0.2%とされている。今般、国債10年物金利がこの水準まで上昇した場合の地域銀行の収益について、2017年度決算を基に、一定の前提に基づいて改めて試算を行った。図表5の通り、ケースA：2017年度並みの金利水準継続（政策金利（0/N）：▲0.1%、国債10年物：0.0%）、ケースB：長期金利の小幅上昇（政策金利（0/N）：▲0.1%（変更なし）、国債10年物：0.2%）の2ケースを採り上げている。

この試算結果を示したものが図表6である。まずケースAでは、2015年度=100とした実質業務純益が半減となるのは2023年度となっている。本試算は、2017年9月に行った試算でのケース①とほぼ同様の推移となっている。

次に、国債10年物の0.2%までの上昇を見込むケースBでは、地域銀行の実質業務純益が2015年度対比で半減となる時期は2025年度と試算され、ケースAとの比較では時期が2年先送りされる（2023年度→2025年度）に留まっている。

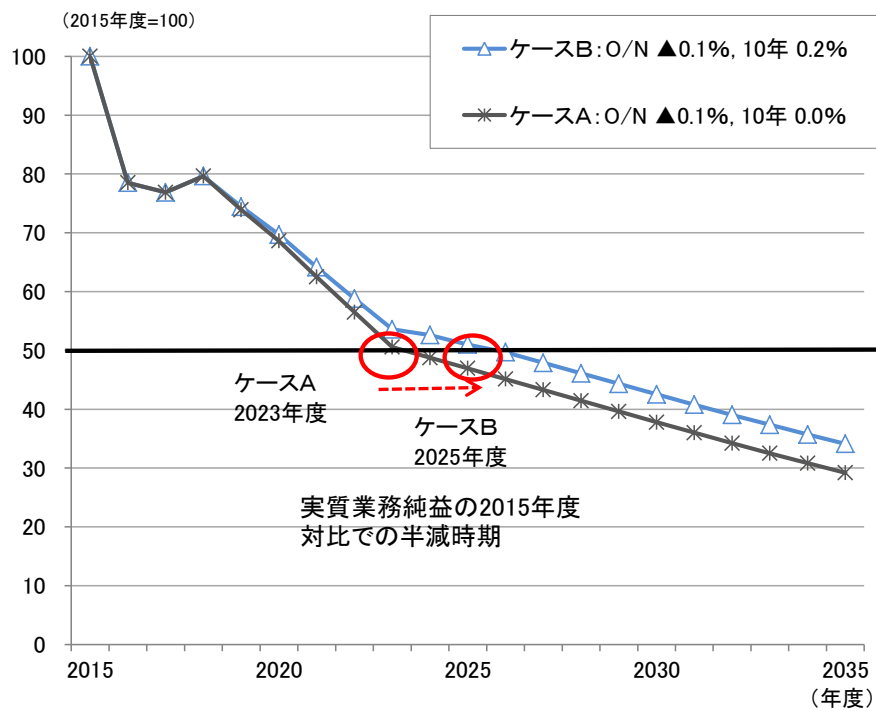
ケースBでは、イールドカーブのスティープ化を受けて有価証券運用利回りの小幅上昇が見込まれるものの、政策金利▲0.1%を起点とするマイナス金利政策の下では、長期金利が若干上方に動いた場合でも預貸金利回り差の継続的な縮小圧力を和らげる効果は期待し難く、収益の持ち直し効果はごく僅かしか見込めない。地域銀行にとっては非常に厳しい環境が継続することとなる。

図表5 各シナリオで想定される年限別国債等金利



(資料) みずほ総合研究所作成

図表6 地域銀行 実質業務純益のシミュレーション (2018年10月試算)



(資料) みずほ総合研究所作成

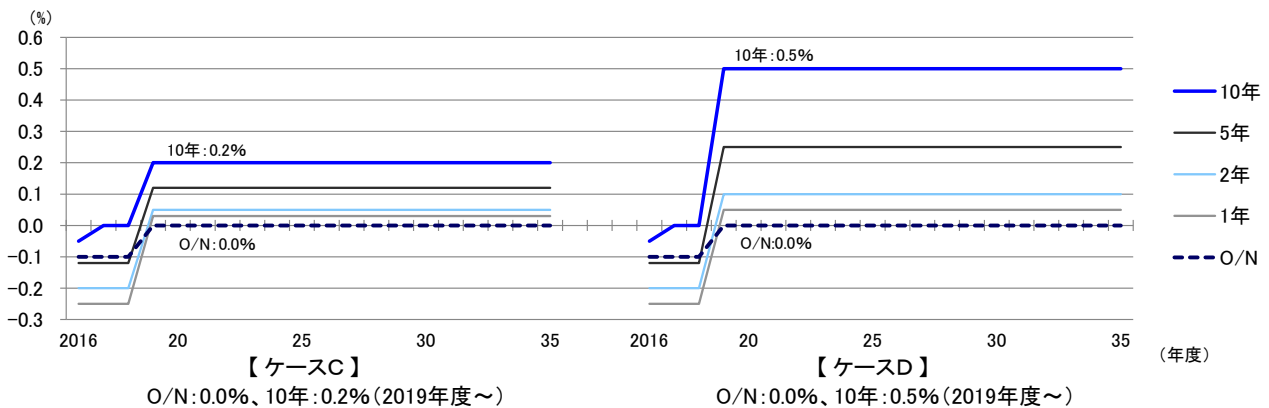
5. マイナス金利政策を解除した場合の地域銀行収益への影響試算

次に、仮にマイナス金利政策を解除し、ゼロ金利政策に移行した場合の地域銀行収益への影響試算を示したい。図表7の通り、マイナス金利を解除（政策金利(O/N)：0.0%）し、国債10年物：0.2%としたものをケースC、同じく政策金利(O/N)を0.0%とし、国債10年物：0.5%としたものをケースDとして、ケースC・Dにおける試算結果を図表6に追加記載したものが図表8である。

地域銀行の実質業務純益が2015年度対比で半減となる時期は、ケースCでは2030年度が見込まれ、またケースDでは、本試算の対象期間中（2035年度まで）には到来しないとの結果となった。

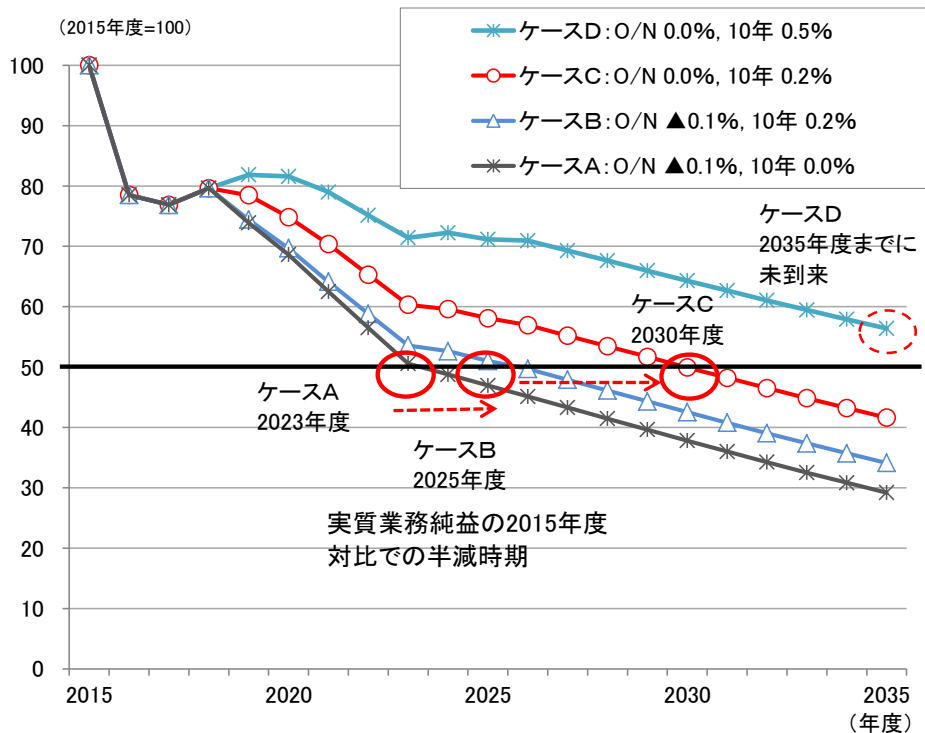
ケースC・Dいずれの場合でも、預貸金利回り差の継続的な縮小圧力を前提とした場合、収益を反転向上させるまでの効果は見込まれないことには留意する必要があるものの、マイナス金利解除によって有価証券運用利回りに加えて、預貸金利回り差が小幅上昇することから収益の下押し圧力が軽減され、金利環境面での深刻なボディーブローが幾分和らぐことになる。地域銀行が一定の経営体力を活かしながら持続可能なビジネスモデルへの転換をより円滑に進め、地域経済への持続的な貢献を可能にしていく、というプロセスを支える効果も期待される。

図表7 各シナリオで想定される年限別国債等金利



(資料) みずほ総合研究所作成

図表8 地域銀行 実質業務純益のシミュレーション(2018年10月試算)



(注) ケースA・Bは図表5の想定金利、ケースC・Dは図表7の想定金利に基づく。

(資料) みずほ総合研究所作成

6. 「持続性」共有の必要性

長期間にわたる異次元緩和政策の下、物価目標である2%は達成できていないものの、金利低下を通じて金融経済環境を下支えしてきた点には疑う余地がないだろう。しかしながら、強力な金融緩和策には様々なコスト（副作用）が伴うことに改めて留意する必要がある。

緩和長期化の主なコストとして、金融機関の収益減少に起因する問題が挙げられる。銀行は決済や貸出の機能を提供しており、社会インフラとしての側面を持ち合わせている。しかし、銀行も民間企業であり、収益の持続性が確保できなければ存続は難しくなってくる。銀行の収益悪化は、最終的には金融仲介機能を低下させることにつながりかねない。

加えて、銀行の金融仲介機能の低下は、日本銀行の金融緩和効果を減じさせる恐れもある。金融政策の効果は銀行等の金融仲介機能の強さに依存する関係にあり、日本銀行がマネーの出力機であれば、銀行は増幅するアンプのような役割を持つ。しかしながら、低金利の長期化が続けば銀行の収益を下押しすることで、金融仲介機能の低下を引き起こし、結果として金融緩和の効果も減殺されかねない。とりわけ地域銀行にそうした問題が生じれば、地域経済に対する大きな悪影響も懸念される。

日本銀行が2018年7月に決定した強力な金融緩和継続のための枠組み強化では、「持続性」が重要なキーワードとなっている。これは、直接的には日本銀行の金融政策遂行に関する「持続性」を指しているものと推察される。しかしながら、金融政策自体が財政や銀行などによる金融仲介機能との関係の上に成り立っている以上、関係当事者の「持続性」についても、今一度点検する必要があるかもしれない。

先述の通り、国債市場の機能についてはイールドカーブ・コントロールの柔軟化によって、その低下に一定の歯止めがかかることが期待される状況にあるものの、改善度合いが十分かどうか、引き続き検証が必要であろう。また、異次元緩和政策の継続は、物価安定目標の実現に向けて必要な措置だとしても、マイナス金利政策を残存させた形での異次元緩和の継続は、地域銀行などの金融仲介機能との兼ね合いも踏まえた中で、果たして望ましい選択なのだろうか。金融政策遂行の「持続性」が重視される状況下では、こうした論点についてもなお一層議論を深める必要があるかもしれない。

長期にわたる異次元緩和の「持続性」を求められ、またいずれかのタイミングにおいて関係者で力を合わせて「出口戦略」に対処するという必要性から逃れられない中、現下においては、様々な関係者の「持続性」を共有し、一定の担保を図っていくことが一層重要になってきているのではなかろうか。

もちろん、地域銀行自身の経営努力も欠かせない。現実的な問題として、現在の低金利環境が長期間続くことも想定した上で、自ら「持続性」を高めるための取り組みが求められよう。

【共同執筆者】

金融調査部 上席主任研究員	大木剛	tsuyoshi.oki@mizuho-ri.co.jp
市場調査部 上席主任エコノミスト	野口雄裕	takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp
市場調査部 主任エコノミスト	殿岡直樹	naoki.tonooka@mizuho-ri.co.jp

¹ 『シナリオ分析 異次元緩和脱出』（高田創編著、日本経済新聞出版社 2017年10月）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。