

Market Flash

発表日: 2019年10月25日(金)

マイナス金利深掘りと金融システムレポート ～ヒントは得られず～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は23000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは米利下げ観測が支配的となる下、先行き12ヶ月は105程度で推移しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年末まで維持するだろう。
- ・FEDは予防的利下げを実施後、更なる利下げを実施するだろう。

< #金融システムレポート #マイナス金利深掘り >

- ・金融システムレポート(FSR)が発行された。総論は「金融システムは全体として安定性を維持している」、「金融循環の拡張的な動きが継続しているが、全体としてみると、1980年代後半のバブル期のような過熱感は窺われていない」と前回から概ね不変。またFSRが注視する地域金融機関については「自己資本基盤が脆弱化し、金融仲介機能の低下に繋がる可能性がある」として引き続き警戒姿勢が示された¹。
- ・FSRの分析は、金融緩和の副作用およびそれが金融政策に与える影響を考察する上で有用。2019年はFEDが金融緩和に舵を切り、ECBも追加緩和に動かなかで、日銀の大規模金融緩和の出口論は鳴りを潜めているが、一方で現在の主要テーマの一つであるマイナス金利深掘りとその副作用を考える上では重要な判断材料となる。
- ・金融緩和の副作用として注目されている金融機関収益(特に地域金融機関)の低下について、FSRは、国内預貸業務の不振が主因であるとしその主背景は「低金利環境の長期化に加え、より長い期間でみれば、人口減少や成長期待の低下、1990年代末に企業部門が慢性的な『貯蓄超過』に転じたことに伴う借入需要の趨勢的な減少といった構造要因」であると説明している。これはYCCを軸とする金融緩和が金融機関収益を圧迫していることを認めつつも、日銀の力が及ばない「構造問題」が解決しない限り、金融機関収益の低下が続くという基本的見解である。そうした問題意識をベースに、今回のFSR(VI章)では金融機関が経費節減や非資金利益の拡大に成功するケースとそうでないケースに分けた上で、5年後のテールイベント発生を含む10年シミュレーション結果が掲載されている。低金利環境(YCC)の長期化を前提にしたうえで、金融機関が取り組むべき課題と理想像を示した形だ。

¹ 本日付のレポートでは言及していないトピックとして、CLOを通じたレバレッジドローンの拡大、投資信託を通じた有価証券投資のリスク、非資金利益確保の重要性などがあつた。

- ・F S Rが特に注視している地域金融機関については「不動産業向けやミドルリスク企業向けなどの国内貸出や有価証券投資を積極化しているが、リスク拡大に見合った収益を確保できず、自己資本比率が緩やかな低下を続けている」としてリスクに見合った金利を設定するよう促した上で「こうした状況が長期にわたり継続すると、自己資本基盤が脆弱化し、金融仲介機能の低下につながる可能性がある」と警戒感を示した。過去のF S Rで繰り返し指摘されているとおり、①現時点で金融仲介機能は低下（≡リバーサルレートに到達）していないものの、自己資本が毀損すれば、やがて銀行の貸出態度が悪化するという懸念が示されている。今回のF S R（BOX 3）では、金融機関が経営安定の目安とする自己資本比率を下回ると、貸出にマイナスの影響があるとの試算が掲載されている。
- ・金融緩和の副作用を巡る議論では、あたかも低金利政策が金融機関収益低下の主因であるかのような声があるが、「構造問題」や「リスクに見合った収益確保」という毎回のF S Rで頻出するキーワードからは、そうした声に対する日銀の反論の意図を感じる。今回のF S Rでは①「金融機関収益圧迫の主因は低金利政策ではない」、②「現時点で金融仲介機能は低下（リバーサルレートに到達）していない」という主張に変化はなかった。ただし、③「地域金融機関を中心にストレスが高まっている」のは事実であり、F S Rはそれに対する警戒を一段と強めている。
- ・筆者は効果・副作用の観点からマイナス金利深掘りを軸とする追加緩和がないと予想している。今回のF S Rに、その予想をサポートする特別な示唆はなかったが、日銀自らが副作用を増幅させる策を講じるとは考えにくい。

【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は米国株がまちまちとなった流れを引き継ぎ、もみ合い（11：00）。日経平均は22700円近傍でもみ合い。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株はまちまち。NYダウは個別銘柄の下落によって下押しされた反面、NASDAQは反発。WT I原油は56.23^F（+0.26^F）。
- ・前日のG10通貨はNZDとAUDがやや軟調だった以外に目立った動きはなかった。USD/JPYは108半ばで一進一退。
- ・前日の米10年金利は1.766%（+0.2bp）で引け。新規の材料に乏しかったECB理事会に対する反応も限定的。株式市場と同様に小動き。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.404%、▲1.0bp）、フランス、イタリア、スペインが金利低下。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。