

【論文】

異次元緩和による銀行収益構造の変化 —イールドカーブのフラット化による銀行の国債損益— Commercial banks disturbed by excessive QQE in Japan

中央大学 経済学部
准教授 近廣 昌志

【目次】

1. はじめに
2. 異次元金融緩和期の銀行経営環境
 - (1) 日本銀行当座預金の残高の推移
 - (2) 長期金利の推移
 - (3) ETF 買入時期の銀行保有株式
3. 金融政策の市中銀行業務の位置付け
 - (1) 貨幣量コントロールと物価変動
 - (2) 金融政策の効果波及ルートの捉え方
4. 異次元金融緩和政策による銀行の収益構造の変化
 - (1) 日本版「インフレーション・ターゲティング」、「イールドカーブ・コントロール」の真意
 - (2) 異次元金融緩和政策による銀行収益構造
5. 「デフレ」経済に巻き込まれた銀行
6. おわりに

【要旨】

異次元金融緩和政策によって、市中銀行の収益構造は大きく変化せざるを得なかったが、預貸収益の低下と共に、国債損益の構造変化を中心に捉えることが本稿の目的である。

まず、日本銀行当座預金残高の急拡大の状況、および銀行セクター別保有国債の推移ないし変化率を確認し、中央銀行がETFを購入することは資本の供給になることの問題点を論じる。

次に、金融政策にとっての市中銀行業務の位置付けを明らかにする上で、貨幣量のコントロ

ールと物価変動との関係性、金融政策の効果波及効果ルートを理論的に捉える。通説の金融政策の波及効果ルートでさえ論理的な不完全性が指摘できる中、金融調節は物価に対して、特に金利非負政策の下ではコントロールラブルではないことも明らかにする。

日本版「インフレーション・ターゲティング」と「イールドカーブ・コントロール」が導入された真意を探った後に、異次元金融緩和政策によって銀行の収益構造が変化し、特に保有国債の増減によって、そこでの損益が不安定化したことを示す。都市銀行に対して地方銀行と第二地方銀行の国債に対するスタンスが機動的ではないことも確認できる。

物価に関わる現象はすべて中央銀行の責任の範疇ではないにも関わらず、中央銀行の使命感や責任感によって、市中銀行の収益は悪化する。特にマイナス金利のように金融市場を機能不全にさせてしまい、総じて異次元金融緩和政策が市中銀行に負担を与えてきたことを示すものである。

1. はじめに

本稿の目的は、日本銀行が2013年に導入した量的・質的緩和政策により、銀行、特に地方銀行の資産構造の変化と収益維持をどのように図ったのかを明らかにするものである。日銀当座預金残高の拡大という、従来からの金融政策の王道ではない政策によって、銀行の資産構造が劇的に変化した。

この資産構造の変化によって、銀行の収益構造も変化し、特に預貸の利鞘が縮小したため、利益を確保するため新たな収益源の模索に迫られた。いわゆる異次元金融緩和策の目的は、マイルドな物価上昇を実現させることとされていたが、日銀当座預金残高の急拡大が物価を押し上げるメカニズムに対する理論的な整合性はないし、その確証もない。

本稿の特色は以下の2点である。ひとつは、銀行セクター全体に与える異次元金融緩和の波及ルートではなく、大手行との対比により地方銀行の固有の問題に焦点を当てている。

いまひとつは、金融政策の波及ルートを考えるうえで、内生的貨幣供給理論の見地に立って銀行の預金創造機能を捉えている点である。

異次元金融緩和の要は、長期金利を強制的に抑え込むことであり、これは市場原理の否定という側面を持つ。証券市場におけるファイナンスと銀行借入が代替関係にある大手企業とは異なり、特に地方銀行の顧客層については、長期金利の低下が期待収益率を上昇させることで銀行借入需要を拡大させたとは言い難い。顧客層の特質から、地方銀行の利益率低下は、量的金融緩和政策によるものである。

2. 異次元金融緩和期の銀行経営環境

量的・質的金融緩和政策（QQE）の導入から約10年間、物価を上昇させるという当初の目標が達成されなかった。コールレートを中心に、それまでのオーソドックスな金融調節による金融緩和では金利非負制約に陥っていた。日本で初めて量的金融緩和が採用されたのは速水総裁時代の2001年3月であり、日本銀行当座預金の残高を操作目標として採用された。それは2003年3月に就任した福井総裁の時代にも引き継がれていた。しかし、量の拡大による効果はみられないことから2006年3月に解除されていた。その後2008年4月に就任した白川総裁の時代に、「資産買入等の基金」が導入されたが、これも実質的な量的金融緩和であった。

ところが2013年3月に就任した黒田総裁は、既に経験していた量的金融緩和の規模を大きく超える量的金融緩和を導入した。図表1からも確認できるが、黒田総裁の時代になると「異次元」と称して日銀当座預金の残高を結果的に500兆円を超える水準にまで増加させたのである。

この量的金融緩和では、大枠としてポートフォリオリバランス効果を狙ったものであり、市中銀行にとって預金準備として機能する日本銀行当座預金の残高を拡大させることで、銀行貸出の増加が期待できるものとしていた。

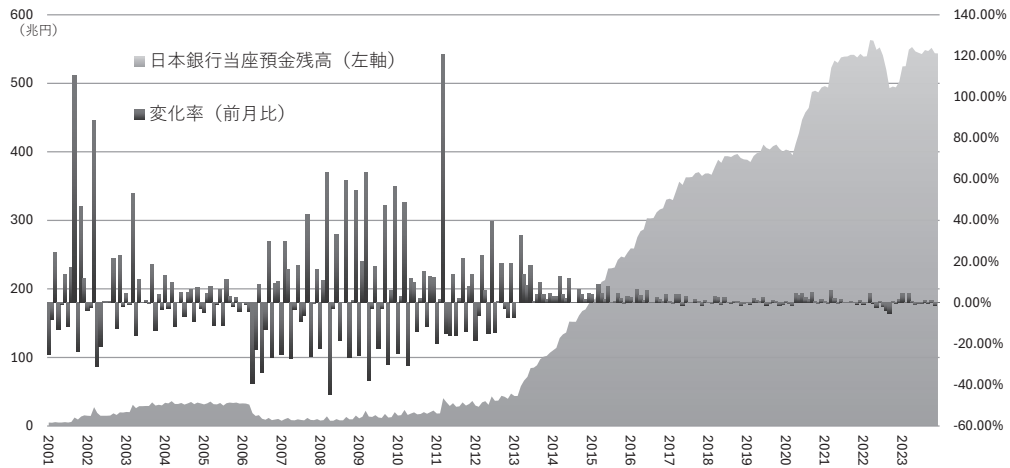
しかしながら、この量的な拡大によって、物価が上昇することはなかった。本節では、まず銀行経営にとって重要な主要な金融環境を確認したい。2013年に導入された量的・質的金融緩和政策、いわゆる異次元金融緩和政策によって見られた金融環境の変化について、（1）日本銀行当座預金残高の膨張、（2）長期金利の抑え込み、（3）株価の操作、以上3つの側面から整理する。

（1）日本銀行当座預金の残高の推移

日本銀行の量的緩和政策自体は、2001年3月に導入されたものである。量的緩和政策導入直後に政策委員会審議委員に就任した須田美矢子氏は、その導入経緯について、ポートフォリオリバランス効果および時間軸効果を狙ったものであった¹としている。なお、同氏はそれをゼロ金利政策で失われることになる市場機能を維持するためであった²とも説明されている。

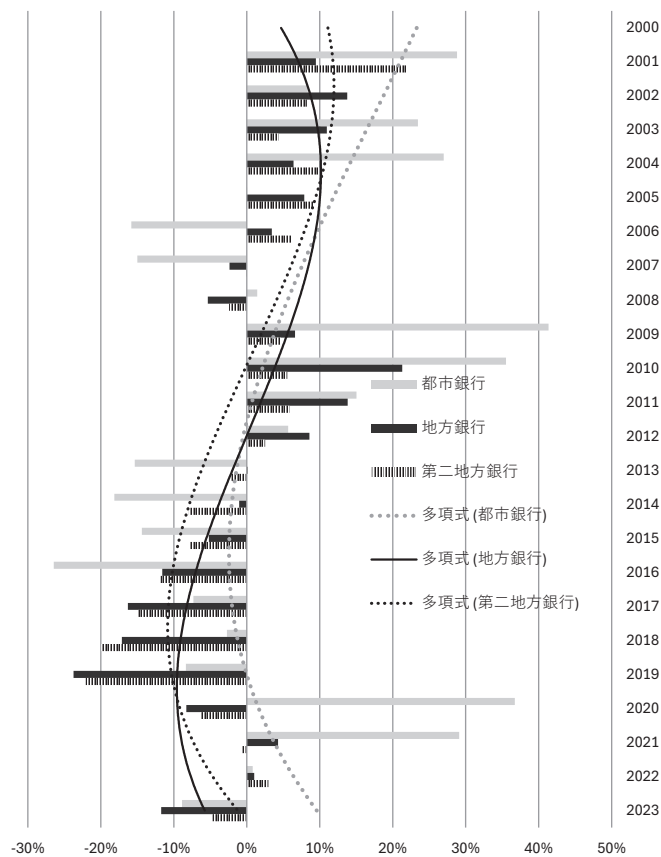
図表1は、2001年から2023年までの日本銀行当座預金の残高およびその変化率（前月比）を示している。同じ量的緩和政策とは言え、2001年から2006年までの期間と2013年以降とでは、残高の規模感に大きな開きを認めることができる。2006年から2012年までの変化率が高く見えるのは、2006年の6月に量的金融緩和策を解除し、残高を所要準備に相対的に近づけた時期のためである。もっとも、残高の変化率は、日本銀行当座預金の残高を増加させるペースに大き

図表1 日本銀行当座預金の残高と変化率



(注) 暦年、月別の平均値。
 (出所) 日本銀行時系列統計データ検索サイトより筆者作成。
 なお、変化率は前月比に加工。

図表2 銀行セクター別保有国債の変化率



(注1) 暦年の平均値。
 (注2) 傾向を示すための多項式近似曲線は3次数である。
 (出所) 日本銀行時系列統計データ検索サイトより筆者作成。

く依存するものの、前月比の変化率でみる限り、2013年以降よりも、それ以前の方が高いことが確認できる。

量的金融緩和政策は日本銀行当座預金残高を拡大させることになるが、それは、結果として日本銀行の保有国債の残高の拡大に現れる。図

表2は、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行それぞれの、商品国債を除く保有国債の変動率(前年比)を示している。

2001年から2006年までの量的金融緩和期では、2006年の都市銀行を除いて銀行の各セクターともに保有国債を増加させている。これに対して、2013年以降の異次元金融緩和と呼ばれる量的・質的金融緩和期においては、2014年から少なくとも2019年までは各セクターともに減少させている。これは、日本銀行が国債を市中銀行から買入れたことを示すものである。

(2) 長期金利の推移

中央銀行による金融政策の王道は従前よりコールレートの誘導とされてきたが、図表3で確認できるように異次元金融緩和では、本来は市場原理によって決まる長期金利を意図的に低位に誘導して、イールドカーブをフラット化させてきた。これは、日本銀行当座預金の残高を拡大させるものではあるが、一方で、企業等の借入需要を刺激する目的として、期待収益率の上昇を図る目的も含まれていると考えられる。

2019年7月のIMF・Michel Camdessus Central Banking Lectureにおける講演において、当時の黒田東彦日本銀行総裁は、特に2016年9

月からの「イールドカーブ・コントロール」(「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」と呼ばれる)について、中央銀行が長期金利をコントロールすることができるという信任を浸透させるためであった³と述べている。

一見すると、金融市場および公衆の意識に働きかける施策のようにみえるイールドカーブ・コントロールであるが、時間軸効果を含めて、長期金利の低位コントロールが公衆の期待インフレ率を上昇させる波及チャネルは明確ではない。

黒田氏自身が述べているように、長期金利にまで中央銀行がコミットし、金利コントロールを強化することと市場原理とはトレードオフの関係にある⁴。資本主義国として市場原理が重視されてきた長期金利を中央銀行が操作することは、たとえ国債の直接引受ではなくとも、財政ファイナンスを禁じるポリシーに反することは明白である⁵。

この点についての是非を問わないとしても、これにより仮に企業の期待収益率が上昇したとして、銀行の貸出が増加してマネー量が増大することと、物価を押し上げることは同義ではない。むしろ企業の借入需要を刺激するためというよりは、国債に関わる金利負担軽減に対する

図表3 国債利回りの推移(1年物・10年物)



(出所) 財務省ウェブページ「国債金利情報」より筆者作成。

寄与度の方が現実的な効果としては大きいとみられる。

(3) ETF 買入時期の銀行保有株式

量的金融緩和を進めるうえで、日本銀行は2010年10月に決定した包括的金融緩和政策によって同年12月にETFの買入を開始した。当時の白川方明総裁の下で決定されたことであり、当初は日本銀行の保有残高に上限を設けていた。日本銀行は流動性の供給がその役割であって、中央銀行が資本を供給すること自体、資本主義国の中央銀行としての業務を大きく逸脱しているものと思われる。

黒田総裁就任後すぐに日本銀行の保有ETF残高の上限を撤廃して、年間の買い入れ枠が金額で設定されることになった。その買い入れ枠は増加していき、2016年7月には年間6兆円に設定され、2020年3月には買い入れ額を年間12兆円にまで拡大した⁶。これは「感染症」拡大によって予測される株式市場の混乱を支えるための措置と思われる。

こうした資本性資金ないし資本そのものを供給するETFの買い入れであるが、国債買い入れ同様、それらの購入代金は、市中銀行が日本

銀行に有する当座預金の残高が設定（創造）されることで支払われるため、量的金融緩和政策の手段ではあるものの、資本の供給が中央銀行の仕事かどうか、資本主義としての論議が必要である。

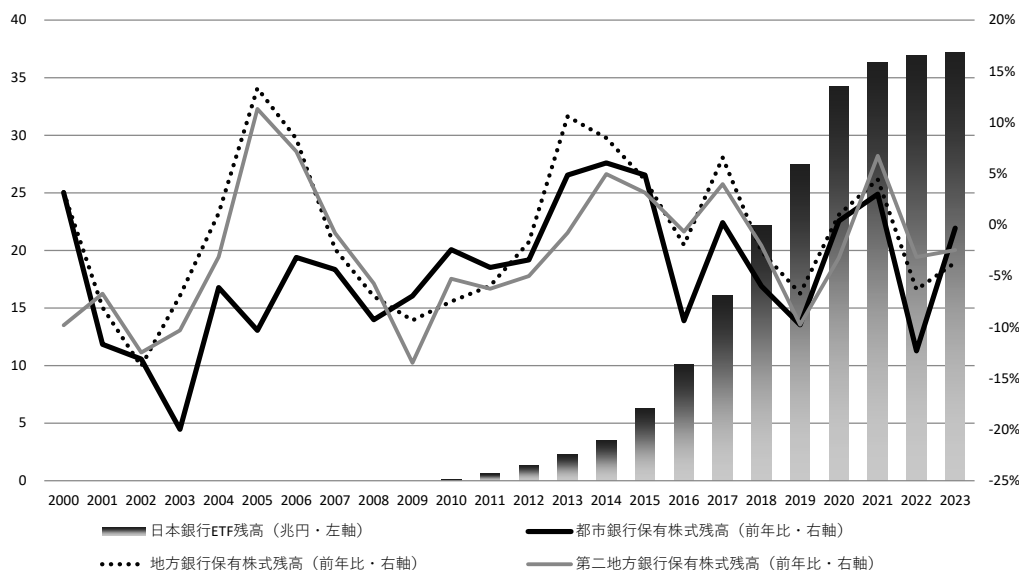
図表4にみられるように、日銀がETFを買い入れる中において、銀行保有株式の残高が増減している。これは株価変動によるものが主因と思われるが、保有株式からの収益の変動と国債関係の損益との関係については後述する。

3. 金融政策の市中銀行業務の位置付け

金融政策の物価変動に対するコントロール能力は、非対称的である。政策金利や操作目標が、直接的に物価を変動させる仕組みになっていないからである。これについては、金融引締には天井がない一方で、金融緩和には特に金利非負制約が存在することは良く知られている。また厳密に言えば、金融引締の局面でさえも必ずしも物価をコントロールできるとは限らない。それは貸出を拡大させて預金準備が不足する場合でも、所要準備額は供給せざるを得ないからである。

本節では、金融政策の効果波及ルートについ

図表4 銀行の保有株式の変化および日本銀行保有ETF残高



(注1) 銀行の保有株式の変化は対前年比である。

(注2) すべて年度データである。

(出所) 日本銀行時系列統計データ検索サイトより筆者が加工して作成。

て理論的に整理し、特に異次元金融緩和と呼ばれる量的・質的金融緩和政策の効果波及における市中銀行業務の位置付けを明らかにしたい。

(1) 貨幣量コントロールと物価変動

日本銀行は、自らの負債である日本銀行券を家計や企業に直接供給するルートは持っていない。経済学の教科書には、中央銀行が金融緩和策を実行する場合、オープンマーケットオペレーションとして民間から国債を買い入れることで資金を市中に供給すると書かれ、この説明が半ば「常識」として浸透している。しかしながら、これは大きな誤解を生じさせる。日本に限って言えば、公開市場操作の「公開」とは誰でも応札し取引できるという意味でのオープンではない。

学問上重要な点は、貨幣量を要因として物価を変動させられるか否かであるが、内生的貨幣供給理論では、その因果関係は認められない。内生的貨幣供給理論についての詳細は、既に多くの既存研究が存在するため本稿では割愛するが、銀行が顧客に融資する際、顧客の預金を設定することで貨幣が発生すると考えるものである。その際、銀行は貸出の前段階として現金を集めて預金を獲得する必要はない。

価格の決定こそ、銀行融資の前段階として必要であって、その価格を貨幣量でコントロールできると考えるのは、単純な貨幣数量説の発想でしかない。しかもそれは中央銀行が貨幣量をコントロールできるという前提に立つものが多く、金融調節において市中銀行の機能や役割を無視するものである。

量的・質的金融緩和によって、日本銀行当座預金の残高が急増しても、物価の変動率はゼロ近辺に粘着していたし、昨今の「物価高」は、ここ10年間の異次元な金融緩和の効果がようやく見えて来たわけでもない。

量的・質的金融緩和政策が想定している物価に働きかけるチャンネルが、主として人々の期待であることや、特に以下の2点において大きな

誤認の下に実行されている。

ひとつは、金融政策で物価がコントロールできるとする、行き過ぎた日本銀行の責任感である。金本位制であっても、金保有量を超えた貨幣供給は可能であるが、まして管理通貨制の今日では、貨幣量が不足しすぎて物価を下げなければならない必要性は存在しない。管理通貨制での金融調節は、長期国債を買い進めることや、まして資本そのものである株式等を購入することでもなく、市中銀行の適正な融資拡大を妨げないよう準備預金を供給することである。更に、行き過ぎた貨幣価値の下落を阻止すること、そしてプルーデンス政策等で金融システム全体の健全性を維持することに尽きる。

いまひとつは、量的・質的の結果として日本銀行当座預金の残高が拡大しても、それは、市中銀行の融資を拡大する余地ができるのみであり、所要準備額を超えた超過準備が存在する時点で、その超過準備が今後も解消しないというメッセージがあればそれで充分なのである。従って、超過準備を積み増すことで効果を持たせようとする量的な視点は最初から破綻している。

銀行はみずからが中央銀行に保有する預金準備の超過分、すなわち超過準備を現金で引き下ろしてきて、その現金を顧客に渡して融資を実行するわけではない。市中銀行は現金を又貸しするわけではなく、預金を設定することで創造する機能を有している。貨幣量と物価との間の因果関係は幻想である。

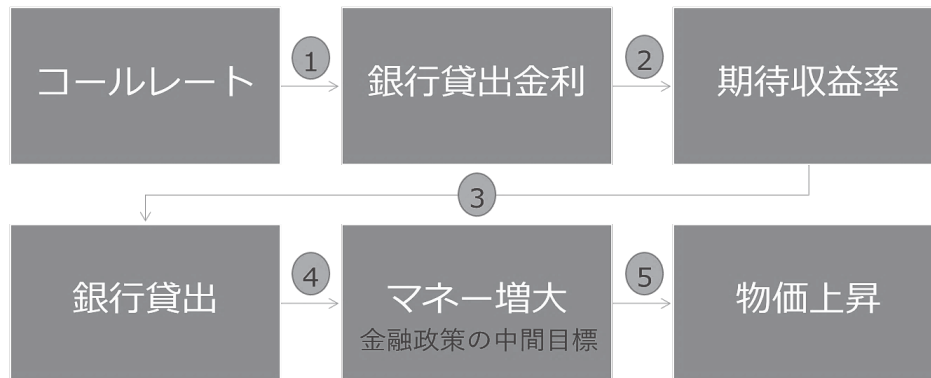
(2) 金融政策の効果波及ルートの捉え方

量的・質的金融緩和政策が想定している効果波及ルートは、残念ながら無理やりフローチャートを描いたものである。

量的・質的緩和政策を含めて、異次元金融緩和の効果波及ルートがおおよそ論理的ではないことは既に述べたが、質的なコントロールについても、その効果波及ルートに関する論理展開は完全ではない。

図表5は、従来から考えられてきた金融政策

図表5 通説の金融政策の効果波及ルート



(出所) 筆者作成。

図表6 貸出金利回りと資金調達原価

| | 貸出金利回り | | |
|--------|--------|-------|--------|
| | 1997年 | 2015 | 変化 |
| 地方銀行 | 2.51% | 1.31% | ▲1.20% |
| 第二地方銀行 | 2.94% | 1.53% | ▲1.41% |

| | 資金調達原価 | | |
|--------|--------|-------|--------|
| | 1997年 | 2015 | 変化 |
| 地方銀行 | 2.10% | 0.93% | ▲1.17% |
| 第二地方銀行 | 2.40% | 1.14% | ▲1.26% |

(出所) 森祐司 (2019)、掲載データより引用。

の効果波及ルートであるが、図中のそれらの連関については次のとおりである。

①「コールレート」と「銀行貸出金利」との関係については、大きな相関関係が認められるが、それでも直接的な因果関係であるとは断定できない。最初にいわゆる「ゼロ金利政策」が採用されたのは1999年であったが、その前後で、銀行の貸出金利回りと資金調達原価は共に大きく低下している。

例えば、森祐司氏の研究では、地方銀行と第二地方銀行を比較しながら預金原価と貸出利回りの推移を示している⁷。1997年と2015年の貸出金利回りと資金調達原価のデータ⁸を抜き出して比較したものが図表6である。

コールレートが低下する時期においては、貸出利回りと資金調達原価の両方が低下しており、若干ではあるが第二地方銀行よりも地方銀行が有利な条件になったと言える。金利非負制

約ではない条件下での質的なコントロールは、銀行貸出金利の低下と大きく連動する。

②「銀行貸出金利」と「期待収益率」との関係については、強い関係が認められると言ってよい。より詳細に言えば、企業の期待収益率で重要な将来収益の見通しが一定か減少しなければ、銀行貸出金利の低下は広い意味での資本コストを低下させるため、企業や家計等の銀行借入を受ける主体にとっての期待収益率を高める。

昨今、優良な大手企業の銀行融資への依存度が相対的に低下しているとは言え、銀行貸出金利の低下はデッドファイナンスでの資本コストも低下させるものと考えられるため、両者の関係は強く認められる。

③「期待収益率」と「銀行貸出」との関係については、②でも述べたように、優良企業の自己金融ないしはデッドファイナンスへのシフトという銀行貸出にとって競合する側面があるものの、概ね正の関係が期待される。

これに関連して注目しておきたいことは、政策金利を下げ過ぎると企業の期待収益率も低下するとの指摘である。学術論文ではないが、マイナス金利が導入された後の2017年1月に、東和銀行の当時の頭取であった吉永國光氏は、マイナス金利によって企業の期待収益率が下がってしまったと指摘している⁹。マイナス金利による混乱や運用難に悩まされることになった市中銀行による批判であるものの、現場の感覚としての的確な評価であると思われる。

④「銀行貸出」と「マネー増大」との関係は、正しい。借方に貸出資産が、貸方に顧客預金が、それぞれ銀行のバランスシート上に記入される。

⑤「マネー増大」と「物価上昇」との関係は、貨幣論レベルでは因果関係はないと考えられ、因果関係はむしろ逆であると考えられる。

単純な貨幣数量説では、貨幣の流通速度と取引量を不変と仮定したうえで、貨幣量の増大は物価を押し上げると説明される。当該国の決済環境などに依存する貨幣の流通速度を不変とすることには一定の理解はできるが、取引量を不変とする非現実的な仮定については、それ自体が非現実的である。

銀行貸出が帳簿上の残高の設定で行われ、これこそがマネーの創造であるが、それは先に取り引量や金額の決定が必要ではないのかという基礎的でとても重要な論理問題を考えておくことが必要である。

商品・サービスの量に対してマネー量を対峙させるという構図によって捉えることで、物価が変動する際におけるマネー量のイメージが広まってしまっているかもしれないが、それはおおそ論理的ではない。新たなマネーの供給は、市中銀行による融資の実行による預金創造であり、商品やサービスの量と価格が決まっていない段階では稟議書すら完成しないのである。

原材料の高騰や企業の独占・寡占化の進展による仕入価格の高騰、あるいは賃金を上げないと労働者が確保できない状況等、現実面での理由によって設備資金や運転資金の借入需要の金額が上昇するのである。その時点で、価格はマネー量に先行する。その借入需要をもとに、市中銀行は準備預金などの中央銀行のスタンスから判断し、「余裕度」をみながら融資を実行する。所要準備額ぴったりの状況しか準備預金が供給されていない状況で、この「余裕度」を拡大させるためであれば、量的・質的緩和政策が効力を発揮する。

このように、特に物価上昇の圧力に乏しい状況では、これまで考えられてきた金融政策と物

価の関係は、量的・質的緩和政策にかかわらず理論的に説明されたものではないことが指摘できる。

4. 異次元金融緩和政策による銀行の収益構造の変化

前節において、貨幣量コントロールと物価変動の因果関係が立証されていないこと、また金融政策の効果波及ルートに関わる理論的な不完全性を指摘した。

それでは、何故、金融政策に量的な枠組みが必要であったのか、そしてそれにより、銀行セクターの収益構造がどのように変化せざるを得なかったのかについて、国債関連による損益を中心に捉えてみたい。

(1) 日本版「インフレーション・ターゲティング」、「イールドカーブ・コントロール」の真意

国債プライマリー・ディーラーであった三菱東京UFJ銀行（当時）が、2016年にその参加者としての資格を返上したことは有名である。実際、2023年12月現在でも復帰していない¹⁰。現状プライマリー・ディーラー19社のうち多くは大手証券会社であるが、3大メガバンクのうち、みずほ銀行と三井住友銀行は、銀行として参加している。

この三菱東京UFJ銀行のプライマリー・ディーラーからの撤退について、当時の新聞報道等によれば、国債関連業務が重荷であること、また異次元金融緩和政策の時期に保有国債を半減させたこと等が背景にあると報じられていた。また三菱東京UFJが資格を返上するのは、『マイナス金利下では国債に投資できない』という姿勢を行動で示すため」とも報じられた¹¹。

マイナス金利の導入は、長期国債の利回りを大きく低下させたが、長期金利を人為的に操作する金融政策は、2013年4月、黒田東彦氏が当時の総裁に就任した直後から始まっていた。その際、それはインフレーション・ターゲティン

グ(インフレ目標)の導入であるとも言われた。他国では高い物価上昇率を抑え込むために導入されたインフレーション・ターゲティングの枠組みは、逆に物価を上昇させるために用いることには馴染まない。

2年で2%の物価上昇を目指し、マネタリーベースも2倍にするという、それまでの日銀総裁の記者会見と比較すると3つの「2」を並べて飛びぬけて「わかりやすい」プレゼンテーションであった。

その後も、当時の黒田総裁は2016年9月に「長短金利操作付量的・質的金融緩和」を宣言し、イールドカーブをコントロールする(YCC: Yield Curve Control)、つまり長期金利まで日本銀行が操作すると公言したのである。このイールドカーブ・コントロールの導入に対しては、金融政策決定会合は賛成7に対して反対2であったことから、成長通貨の供給という必要性を超えた日本銀行による長期国債の買入れの持つ弊害についての審議委員の懸念を窺うことができる。

それまでの中央銀行は、経済規模の拡大に応じて必要流通貨幣量も増大するため、その部分についてはいわゆる「成長通貨」の供給として長期国債を買い入れてきた¹²。

当時の日本銀行の政策は、複数の政策を実行することで、「デフレマインド」と呼ばれていた人々のマインドを転換させるための方策を狙っていたようにもみえる。一方で、2013年からの金融政策は、国債残高に主眼を置いており、国債市場をコントロールすることを容易にした。それは、2%の物価目標が達成されない限り、中央銀行が長期国債を買える理由を設定したのである。

国債残高が対GDP比で200%を超えても大きな混乱は起きてはいないし、超えると問題が起こる明確な基準を立証することは困難である。だからと言って、重大事象を招くと市場が予測する以上、政府債務増大の放置は許されない。また現状の国債保有者の大半が居住者であ

ることをもって、国内「消化」であるから安全であるとする論拠もない。

インフレーション・ターゲティングおよびイールドカーブ・コントロールを含め、2013年以降の異次元金融緩和政策の主眼は、市中銀行の与信行動を、間接的かつ受動的にコントロールすることではなく、中央銀行の金融調節の範囲を超えた長期金利の低位維持、すなわち長期国債の買入れによる国債価格暴落の阻止、あるいは財政ファイナンスの側面が大きいと言える。

(2) 異次元金融緩和政策による銀行収益構造

前項で量的・質的金融緩和政策は、国債価格の維持という財政ファイナンスの側面が大きいことを述べたが、それにより、市中銀行の収益構造、特に、国債関連の損益が日本銀行により依存しなくなってきた。

前述の通り、2014年から2019年まで、銀行セクターは、保有国債を対前年比で減少させてきた。

図表7は、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行の国債等債券関係損益の推移を示したもので、(A)は数値(単位:億円)を表として示し、(B)は各銀行セクターの累計値(単位:億円)を図で示している。なお、ここで示した国債等債券関係損益とは、「国債等債券売却益」に「国債等債券償還益」を加えた収益から、「国債等債券売却損」と「国債等債券償還損」および「国債等債券償却」の損失を差引いたものであり、上記の5勘定尻を示している。

2012年度の国債等債券関係損益は、都市銀行が6,529億円、地方銀行が1,456億円、第二地方銀行が475億円、信託銀行が896億円であった。これに対して、量的・質的金融緩和政策が導入された2013年度の損益は、都市銀行が1,556億円(76.17%減)、地方銀行が419億円(71.22%減)、第二地方銀行が493億円(3.79%増)、信託銀行が896億円(76.45%減)であり、微増した第二地方銀行を除いて損益尻は大きく減少した。

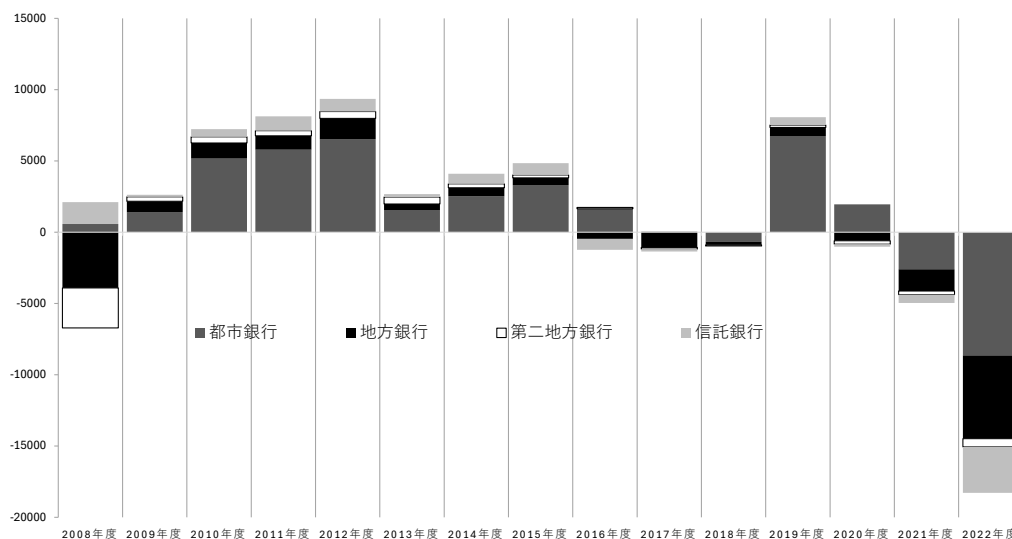
長期金利が大幅に低下した2019年を例外とし

図表7 国債等債券関係損益の推移

(A) 表

| | 都市銀行 | 地方銀行 | 第二地方銀行 | 信託銀行 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2008年度 | 581 | -3,911 | -2,802 | 1,529 |
| 2009年度 | 1,419 | 755 | 302 | 152 |
| 2010年度 | 5,168 | 1,095 | 424 | 537 |
| 2011年度 | 5,785 | 971 | 360 | 1,013 |
| 2012年度 | 6,529 | 1,456 | 475 | 896 |
| 2013年度 | 1,556 | 419 | 493 | 211 |
| 2014年度 | 2,534 | 578 | 277 | 711 |
| 2015年度 | 3,311 | 504 | 201 | 823 |
| 2016年度 | 1,639 | -467 | 99 | -769 |
| 2017年度 | 30 | -1,068 | -119 | -168 |
| 2018年度 | -656 | -229 | -84 | -23 |
| 2019年度 | 6,752 | 598 | 167 | 557 |
| 2020年度 | 1,954 | -604 | -233 | -179 |
| 2021年度 | -2,598 | -1,528 | -253 | -583 |
| 2022年度 | -8,639 | -5,845 | -578 | -3,219 |

(B) 図



(出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」の「付属表」各年度より抜粋引用・加工して筆者作成。

て、2012年以前と比べて、2013年以降の銀行セクターの国債等債券関係損益は悪化している。

注目しておきたいことは、銀行セクターによって、2020年以降の国債保有高のスタンスが異なっている点である。

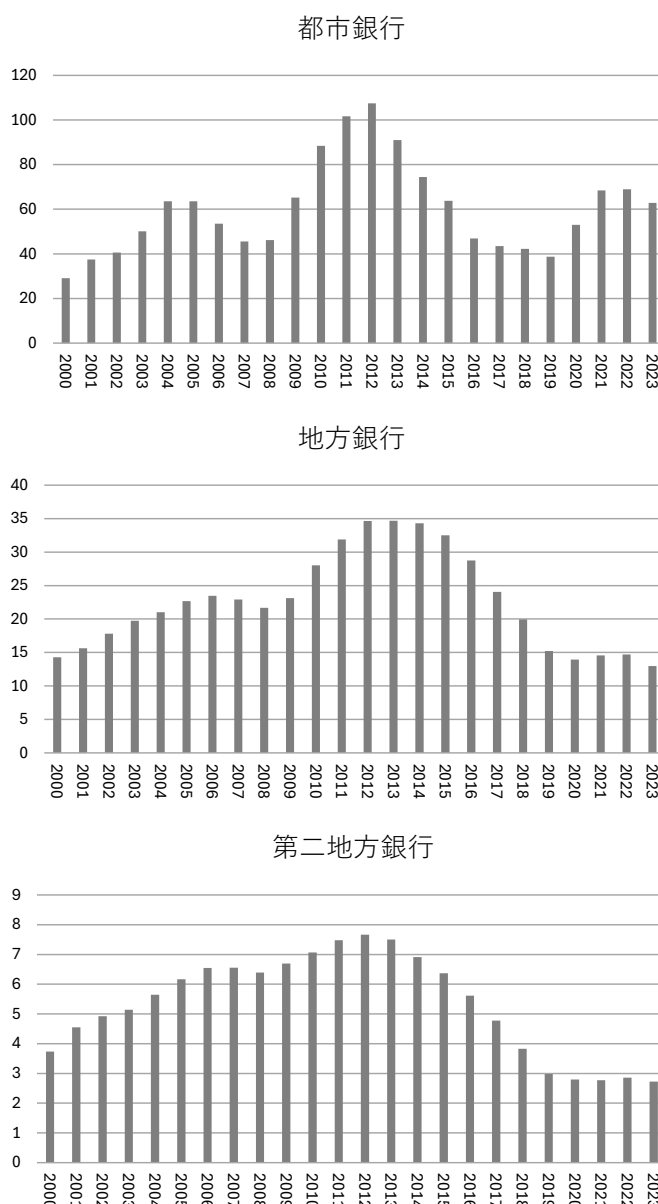
図表8は、増減率を示した図表2と同じデータを用いて残高の推移をセクター別に示している。長期金利が低下した2019年を境に2020年にかけて長期金利の上昇局面において、都市銀行は保有国債残高が増加している。一方で地方銀

行および第二地方銀行は都市銀行ほど保有国債残高が増加していない。それどころか、2020年では残高を増加させた都市銀行とは対照的に地方銀行と第二地方銀行は残高を減少させている。

長期金利の上昇期には、時価評価による保有国債の残高が目減りするため、2020年に前年比約37%、2021年に前年比約29%それぞれ残高を増加させた都市銀行は、国債利回り上昇を収益源として捉えて買い増したものと推察される。

地方銀行は2021年になってようやく保有国債

図表8 国債保有残高の推移



(注1) 暦年の平均値

(注2) 単位：兆円

(出所) 日本銀行時系列統計データ検索サイトより筆者作成。

残高を増加させているが、前年比で4%ほどに過ぎない。

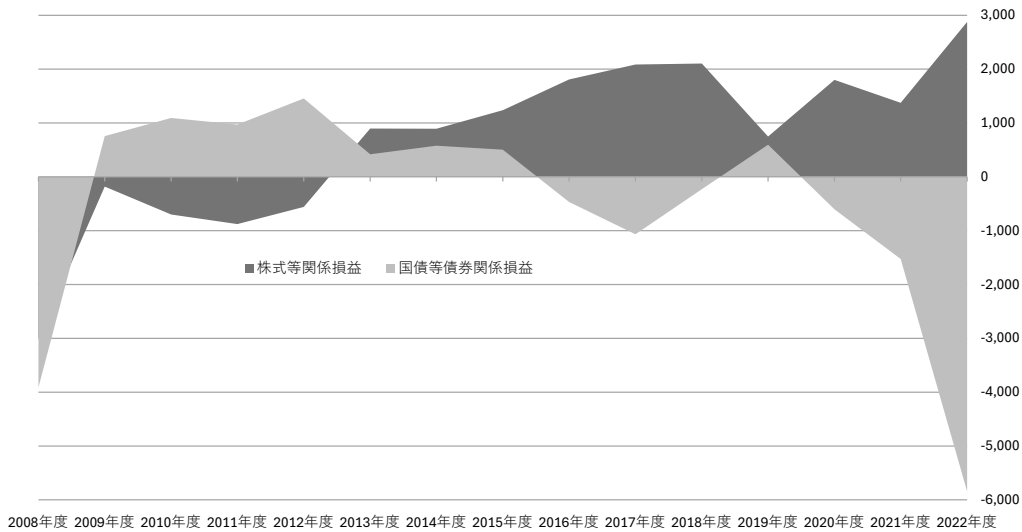
前掲の図表2および図表8より、異次元金融緩和の導入後および長期金利が一層低下した2019年以降の保有国債残高の推移について、金利変動に相対的に大きく反応する都市銀行と、金利変動に相対的に小さく反応する地方銀行と第二地方銀行では、収益源としての国債に対するスタンスが異なっている。

損益額でみる限り、地方銀行や第二地方銀行

に対して都市銀行の方が長期金利の変動に大きく左右されるように見える。しかしながら、2022年度における都市銀行セクターの保有国債残高は、地方銀行セクターのそれに対して約4.7倍であり、第二地方銀行セクターの約24倍である。この点を考慮すれば、保有国債の扱いについては、都市銀行セクターの方が、金利変動にうまく対応できていると言える。

異次元金融緩和政策が導入された2013年度からの保有国債の増減率の動きから、迅速に対応

図表9 国債損益と株式損益の補完関係



2008年度 2009年度 2010年度 2011年度 2012年度 2013年度 2014年度 2015年度 2016年度 2017年度 2018年度 2019年度 2020年度 2021年度 2022年度

(注1) 年度

(注2) 単位・億円

(出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」の「付属表」各年度より抜粋引用・加工して筆者作成。

する都市銀行セクターに対して、地方銀行セクターは動きが遅れること、そして減少させた後、そのスタンスを反転させないことが指摘できる。

これまでに、異次元金融緩和政策による銀行収益構造について、国債に関わる部分に焦点を当てて銀行セクターの特徴を捉えてきた。この国債関係の損益は、株式関係の損益と概ね補完関係にあることがうかがえる。

図表9は、地方銀行セクターの国債等債券関係損益の推移と株式等関係損益の推移を示している。サブプライムローンによる金融市場の混乱による影響とみられる2008年度は国債等債券関係損益と株式等関係損益は共にマイナスであり、2013年度から2015年度および2019年度は共にプラスであるが、これらの期間以外では両者の損益は対称的であり、結果として国債からの損失を株式で補う補完関係として捉えられる。

物価変動をコントロールする金融政策の効果波及ルートが明確ではない量的・質的金融緩和政策によって、市中銀行は貸出金利息収益の低下とともに、国債等債券関係損益も悪化することになった。その影響は、都市銀行セクターよりも地方銀行セクターと第二地方銀行セクターの方が相対的に大きいと言える。地方銀行セク

ターおよび第二地方銀行セクターも、都市銀行のように機動的な意思決定が可能になると、行き過ぎた金融緩和政策から受ける影響を抑えることが可能になる可能性が高い。

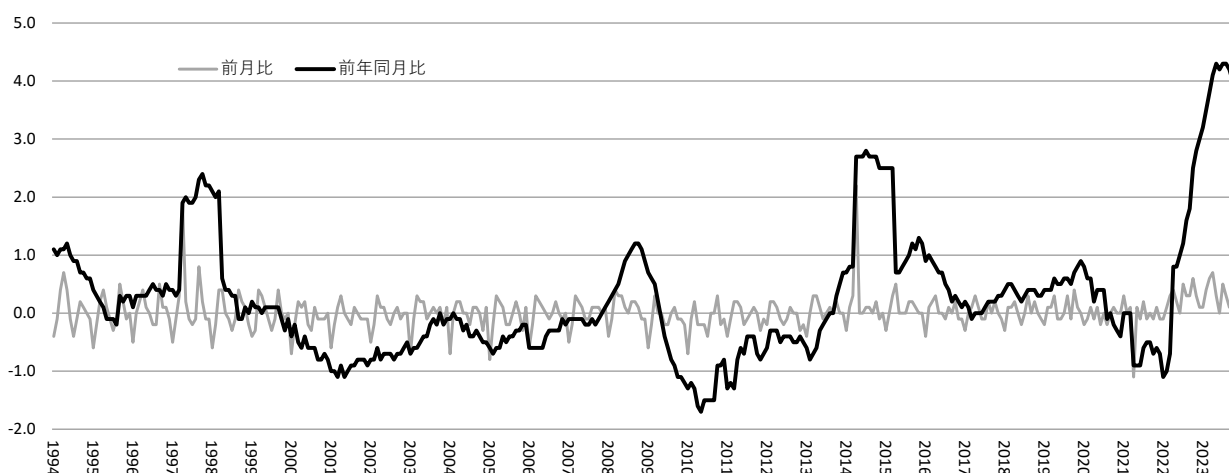
5. 「デフレ」経済に巻き込まれた銀行

物価に関わる現象が、すべて中央銀行の責任で、中央銀行がコントロールできるものと考える人はどの程度いるだろうか。別の言い方をすれば、物価変動はすべて貨幣的現象かどうかを問わなければならない。

日本中が「デフレ」経済だとの認識が浸透する中であっても、これまでもバブル経済崩壊後の日本はデフレではないとする考え方も皆無ではなかった¹³。改めて、物価変動は、貨幣的現象というよりは、実体経済面の要因が大きいものと認識される。

図表10は、1994以降の物価変動を示すデータとして、全国CPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）の推移を示したものである。中央銀行の金融調節として誘導できるコールレートの変動や、まして日本銀行当座預金の残高の拡大などとの相関関係というよりは、物価の変動は消費税率の引上げや、世界的金融危機、日本円

図表10 物価変動の推移



(注1) 全国 C P I 生鮮食品及びエネルギーを除く総合 (前月比は季節調整値)

(注2) 暦年、月平均

(出所) 日経 NEEDS-Financial QUEST より筆者作成。

の対外価値の下落など、実体経済面を要因としていると言った方が良い。

既に述べたように、伝統的な金融調節の手段、すなわちコールレートの誘導によって金融調節を行っていた時期でも、まして、日本銀行当座預金の残高を量的に拡大させてきた時期においても、何故、それらが物価をコントロールできるのかについては、明確な確証ないしは効果波及ルートは存在していない以上、特にイールドカーブ・コントロールにみられるような量的な側面を重視する金融政策は、国債価格の維持政策に見えてしまう。

金融引締の局面であれば、コールレートは限度なく引き上げることは可能であるし、いざとなれば窓口総量規制の復活など、対応できる選択肢は多岐にわたる。ところが、金融緩和の局面では、特に、経済の需給バランスが緩い環境においては、金利非負制約等により金融緩和の効果が得られるかどうかは相対的に不確実である。そればかりか、マイナス金利に関しては、年金基金の運用難を生じさせてしまい、また、市中銀行の国債等関係損益も悪化させてしまい、金融市場としての意義を奪い破壊するものである。

物価が上昇圧力を有していないことをもって、それを「デフレ」経済と呼ぶことは最初か

ら論理の飛躍であるし、貨幣的現象とは言えない物価変動に対して中央銀行が「やる気」を見せても、既にマネーストックは増え続けている現状では効果は期待できない。貨幣量を中間目標に設定して物価の安定を図るという説明も、既にして貨幣数量説を前提としている点でおおよそ論理的ではない。

貨幣を創造する市中銀行の与信行動を背後から、受動的にコントロールすることが中央銀行である日本銀行の役割であるが、特に量的・質的金融緩和政策は、市中銀行の経営に負担を与える環境を作ってしまった。

金融政策は市中銀行の与信行動に働きかけるか、企業等の期待収益率や公衆のマインドに働きかけるのか、働きかける対象と効果波及ルートを明確に絞ることも重要である。オペレーション手段の中心である国債を買入れなければ達成が難しい行き過ぎた量的・質的金融緩和は、市中銀行が国債との関りをネガティブにさせてしまうという矛盾を抱えている。

6. おわりに

本稿では、市中銀行の収益構造のうち、特に国債損益に焦点を当てて、異次元金融緩和による銀行収益構造の変化を論じてきた。

まず異次元金融緩和での金融環境の変化を確

認した上で、金融政策が本来働きかける市中銀行の業務について理論的に整理した。そこでは貨幣量と物価との相関ないし因果関係の不完全性を指摘し、金融政策の効果波及経路に対する信頼性が失われていることも示した。そして異次元金融緩和政策の真意についても推察した後に、市中銀行は国債との関りにおいて、関連する収益構造の変化とその背景を示した。最後に、日本経済をデフレとした上にそれに対処せざるを得なかった中央銀行の施策によって、市中銀行、特に地方銀行セクターと第二地方銀行の国債損益が不安定化したことをみた。

物価は上がらないものというマインドを転換させるために、歴代総裁と審議委員という日本銀行のボードメンバーが、それぞれの個性を活かしながら複数の方策を決定してきた。現実に根差した理論よりも中央銀行としての使命感や責任感が強ければ強いほど、貨幣経済の要である銀行が弱体化してしまう。

参考文献

- 黒田東彦 (2019) 「デフレの克服：日本の経験と挑戦」 (IMF・Michel Camdessus Central Banking Lecture における講演の邦訳)、日本銀行公式ウェブページ、
(https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2019/data/ko190723a1.pdf 最終閲覧日:2024年1月10日)
- 小菅伸彦 (2003) 『日本はデフレではない』ダイヤモンド社。
- 須田美矢子 (2003) 「量的緩和政策について」 (金融財政事情研究会での講演) 2003年9月23日、日本銀行公式ウェブページ、
(https://www2.boj.or.jp/archive/announcements/press/koen_2003/ko0312d.htm 最終閲覧日:2024年1月10日)
- 建部正義 (2012) 「日本の『デフレ』と金融政策の行方」 『信用理論研究』第30号、信用理論研究会。
- 近廣昌志 (2009) 「国債発行の市中消化に関する考察—内生的貨幣供給理論の見地から—」 『企業研究』第15号、中央大学企業研究所。

- (2016) 「管理通貨制と中央銀行」 上川孝夫、川波洋一編著『新版 現代金融論』有斐閣、第5章所収。
- (2021) 「信用論から検討する MMT の是非」 『愛媛経済論集』第41巻第1号、愛媛経済学会。
- 森祐司 (2019) 「地域銀行：投信窓販に見る収益源多様化の効果」 山沖義和・茶野努『日本版ビッグバン以後の金融機関経営』第3章所収、勁草書房
- 吉永國光 (2017) 「マイナス金利は収益期待下げた (私見卓見)」 『日本経済新聞』 (2017年1月18日、朝刊)、日本経済新聞社。

注

- 1 須田 (2003) を参照されたい。
- 2 同上
- 3 黒田 (2019)、8ページ。
- 4 同上、9ページ。
- 5 拙稿 (2009) を参照されたい。そこでは、国債を中央銀行が直接消化する際のマネーストックの動きと、市中銀行が消化する際のそれとは、結果的に共にマネーストックの増大を招くもので、市中銀行による消化は本来的な意味での市中消化とは言えないことを論定している。
- 6 同時に、年間900億円としていた REIT (不動産投資信託) の買い入れについても、年間1,800億円に増額した。
- 7 森 (2019)、pp.116-122。
- 8 同上、p.119より抜粋。
- 9 吉永 (2017)、p.26。
- 10 もっとも、グループ会社である三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券とモルガン・スタンレー MUFG証券がプライマリー・ディーラーであるため、MUFG グループとして完全に撤退したわけではない。
- 11 「『国債離れ』広がる波紋」 日本経済新聞 (朝刊)、2016年6月8日、p.1。
- 12 この「成長通貨」の供給についても、銀行券の流通を直接的に拡大させるという意味ではない。経済成長等によって発行銀行券残高が増大すると、日本銀行のバランスシート上の負債としての「発行銀行券」が増大する。銀行券は、市中銀行がみ

ずからの顧客が預金の引出すことで市中に流通することになるが、市中銀行が銀行券を自行に準備する際、自らが資産として保有する日本銀行当座預金を引出すことで、その残高が減少する。

この「減少」を放置すると、金融引締として作用してしまうため、日本銀行は国債を買入れることで日銀当座預金を供給するのである。これは身体が大きくなったのだから循環血液量もそれだけ多く必要とすることに対応するもので、金融調節としてはニュートラルである。

- 13 例えば、小菅（2003）、建部（2012）、拙稿（2016）など。