

On The Quantitative and qualitative monetary easing measures and Currency depreciation under The China-United States Struggle for Supremacy

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2020-02-10 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 佐藤, 洋一 メールアドレス: 所属:
URL	https://otsuma.repo.nii.ac.jp/records/6772

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



覇権攻防下の通貨安競争と金融緩和策について

佐藤 洋一*

要 約

本稿は、米中覇権攻防によって貿易問題の外交手段と化した制裁関税の応酬と通貨安・金融緩和競争、安全保障イシューの連鎖という米中新冷戦の構図を考察するための重要な要素として、日銀異次元金融緩和策の金融危機防止機能から危機促進機能への逆機能化と欧米中央銀行の再金融緩和策を分析する。「はじめに」で概要を示したように、米中貿易摩擦紛争は、単なる貿易不均衡問題ではなく、覇権攻防の様相を呈している。覇権攻防を起点としてFRBとECBが再金融緩和策、マイナス金利政策に転じた状況下で、日銀が異次元金融緩和の深掘りを実施すると、深刻な銀行経営危機が表面化し、金融史上初のマイナス金利政策由来の金融恐慌に至ることを説明する。

はじめに

米国トランプ政権は、「米国第一主義」と「保護主義」を激化させ、中国をはじめとする貿易相手国に制裁関税紛争を仕掛けていく。その結果、貿易摩擦激化による世界経済の後退リスクに対処するため、欧米中央銀行も金融緩和策への転換を余儀なくされた。日銀もまた、マイナス金利をさらに引き下げるなどの追加金融緩和措置を講じる姿勢を示してはいるが、マイナス金利の「深掘り」で市場の期待をコントロールする政策は限界点に達しており、特に、緩和策の長期化によって国内地方銀行の過半数が本業収益赤字に追い込まれている。

本稿では、世界同時金融危機後の流動性の緊急的供給から生まれた異次元金融緩和策は、米中貿易

対立を根底に持つ米欧中の関税競争と通貨安競争の連鎖という状況にあっては、無効であり有害であることを示したい。

以下、米中貿易摩擦と関税競争の本質は、両国の経済的覇権攻防であり、通貨安競争と金融緩和競争を取り込んだ主要経済政策の外交手段化であること、ゆえに、世界経済の見通しは、先行き不透明と言うより、相当期間の停滞基調が避けられず、金融政策による期待のコントロールが及ぶ範囲や段階を遥かに越えていることを説明する。次に、日銀の異次元金融緩和策は、当初の政策目標である物価上昇率目標も実質経済成長率の押し上げも達成できていないが、短期・長期の金利を極限的に消滅させ、国内金融機関、就中、地方銀行の本業収益を悪化させ、国内外発のリスクに対する抗力を喪失させていることを示す。最後に、FRB

*大妻女子大学 社会情報学部

や ECB との金融緩和競争を演じる余地は無いのであるから、必要な政策の柱は、追加金融緩和策ではなく銀行経営危機への対処であることを論じる。

I. トランプ政権下での経済政策の外交手段化

米国はトランプ政権下で保護主義的姿勢を強め、TPP 離脱後は、自国産業復活のために、二国間交渉によって相手方の貿易障壁や補助金などを一方的に撤廃させようとする強硬な通商政策に転じた。米国の経済的圧力に抗することができる国はなく、いかなる国も報復策とはれないだろう、という傲慢な楽観視は、後に中国、EU との貿易戦争と世界経済の減速をもたらすことになる。

米国が二国間交渉の恫喝手段としたのは、関税引上げと金融緩和策である。関税引上げによる米国経済圏からの切離し戦略に対抗して、報復関税と制裁関税の応酬が激化するとは想定していなかった故か、米中貿易協議が難航すると、トランプ政権は、FRB（米連邦準備制度理事会）に対する利下げ圧力を強めた。その結果、FRB は政権の要求に応じ、比較的景況が安定しているにもかかわらず「予防的利下げ」というレトリックを用いて 10 年ぶりの金融緩和策に転じたのである。かくして、米国の金融政策正常化の歩みは、貿易不

均衡是正と安全保障確保を目的とする政治介入によって、再度金融緩和路線に踏み切ることになるのであるが、純粋な経済環境への対応というより、経済的外交手段として利用された、“限りなく実力（武力）行使に近い”金融政策の発動と化している点を見逃すべきではない。

外交手段の金融政策は、互惠関係ではなく競合者の排除を背景に持つがゆえに、経済状況から乖離して長期化し、世界的政策ドミノを生む傾向がある。貿易・関税・通貨が外交手段として連結した世界市場情勢にあっては、日本だけ埒外ということは不可能である。欧米中央銀行の緩和強化に触れて、金融緩和策の余地が少なくにもかかわらず、日銀・黒田総裁も予防的な「中長期の金利引き下げ」に言及し、「マイナス金利の深掘りは追加緩和の選択肢の 1 つ」であると歩調を合わせて、欧米中央銀行との共通スタンスを表明していることから、世界同時金融緩和の連鎖は、新たな対立軸の下で進展する政策対抗に変質することは明白である。

II. 最先端産業（ハイテク分野）を“管制高地”とする覇権の攻防

通商対立を覇権攻防に転換させたのは、ペンス副大統領である。「トランプ政権の対中国政策」

米中 制裁関税・報復関税の経緯

	米国	中国
18/1	セーフガードを発動・通商拡大法 232 条	豚肉、果物など 128 品目 30 億ドル
18/4	太陽光発電パネル、鉄鋼、アルミ	15%～25% 報復関税
第 1 弾	通商法 301 条 818 品目 340 億ドル 25%	545 品目 340 億ドル 25%
18/7	半導体、航空部品、ロボット	大豆、牛肉、豚肉、電気自動車
第 2 弾	通商法 301 条 279 品目 160 億ドル 25%	333 品目 160 億ドル 25%
18/8	化学繊維、プラスチック、電子部品	ディーゼル燃料、鉄鋼、光ファイバー
第 3 弾	5,745 品目 2,000 億ドル 25%	600 億ドル 25%
18/9	雑貨、衣料、家具	LNG、加工食品、衣料
19/5	政府調達品から華為技術を排除する大統領令	報復表明
19/7	FRB FF 金利の誘導目標を 2.25～2.50% から 2.00～2.25% に引下げ	
19/8	為替操作国認定 第 1~3 弾 30% へ引上げ	人民元安誘導
第 4 弾	3,805 品目 3,000 億ドル 15%	750 億ドル 全品目 5～10%
19/9	スマホ、ゲーム機、テレビ、寝具	自動車、化学品、大豆、牛肉

と題した2018年10月の演説で、「中国は21世紀の経済の“管制高地”⁽¹⁾を勝ち取ろうとしている」、「中国共産党は「中国製造2025」を通して世界の最先端技術の90%を掌中に収めることを目標としている。中国の情報機関はアメリカの技術を盗み出す大規模な作戦を企ててきた。」と中国政府を批判し、「米中新冷戦」を宣言している。この宣言によってAI（人工知能）、ロボット、次世代通信（5G）などのハイテク、デジタル分野を“管制高地”と位置づけ、米国の優位性を死守する方針が表明されたことと解されている。すでに指摘されているように、米中の関税合戦では、単なる貿易不均衡是正問題ではなく、安全保障や先端技術の保持を巡る覇権争いが副旋律として奏でられているのである。

次に、トランプ政権の通商政策の展開を振り返ってみよう。

米国トランプ政権の貿易不均衡問題への措置は、大型洗濯機、太陽光パネルの緊急輸入制限（セーフガード）の発動直後に、通商拡大法232条に基づく鉄鋼、アルミニウムの輸入制限を、EU（欧州連合）カナダ、メキシコ、韓国など7カ国を一時的に適用除外として発動したことに始まる。通商拡大法232条に基づく追加関税とは、「国家の安全保障上の脅威になる」輸入の認定であり、高率関税は「制裁措置」である。結局、EU、カナダ、メキシコも対米輸出の数量規制交渉が決裂した後に、日本、中国と同様、追加関税を賦課されている。米国側が仕掛けた貿易戦争は、米通商拡大法232条の乱用の疑いやWTOルールに抵触する可能性を含んでおり、EU、カナダ、メキシコなどは、WTOへの提訴と鉄鋼、オートバイ、農産物などの輸入品に対する報復関税で対抗している。このような報復連鎖への米国の対応は「他国が米国に対する報復措置を発動したとしても、交渉は継続的に実施できるし、話合いの窓口も開いている」というものであった。

貿易不均衡問題の根源は、米国自身の過剰消費、過少貯蓄、および生産拠点のグローバル化に伴う部品・製品調達網のクロスボーダー化である。しかし、自国第一主義と二国間交渉（deal）主義を

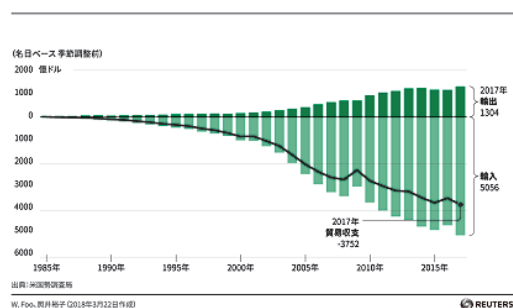
掲げるトランプ政権は、貿易赤字の解消に向けたdealを有利にする「道具」として通商拡大法232条と為替操作国認定を用い、強硬的解決を模索したのであった。

一見、米国の粗雑な保護主義として始まった貿易戦争は、制裁・報復関税の応酬を競争場裡とした米中間覇権争いの様相を呈するようになる。

トランプ政権は通商法301条調査をチラつかせて、中国政府に「貿易赤字の1,000億ドル削減」を要請し、課税賦課を留保していたが、突如、留保を撤回して、中国の知的財産権侵害への措置として、通商法301条に基づく500億ドル規模の制裁関税を2018年7月に発動した。これに対し、中国政府も即座に対抗措置を発表し、米国の措置と同様、大豆、豚肉、牛肉、ウイスキーなど500億ドル相当の対米輸入品に対して25%の関税を課す報復措置を発動した。米中政府の課税の応酬は第4弾までエスカレートし、現在では中国対米輸出総額約5,500億ドル全てが制裁関税の対象となっている。（図表1）

米中貿易戦争に拍車がかかる中、制裁関税第1弾が発表されると、人民元の対ドルレートが急落し、10%の元安となった。高率関税に対する通貨安は有効な対抗措置となり、影響を相殺するため、中国政府による意図的な元安誘導と捉える向きもあり、すかさず米国は中国を「為替操作国」に指定した。元安が中国人民銀行の元売りドル買い介入による「誘導」なのか、あるいは中国からの資金流出を中国政府が「容認」したものであるのか

図表1 米国の対中貿易



出所：ロイター W.Foo. 照井裕子（2018年3月22日作成）

図表2 人民元とドルの名目実効為替レート
(2015年8月=100)の推移



出所：BIS統計より 大和総研作成

は、ナイーブな問題ではあるが、他の主要国際通貨と米ドルとの関係を俯瞰すれば、為替レート問題の要点は「ドル高」の方である⁽²⁾。2015年以降のドル・元レートは逆相関で連動しており、元安はドル高の結果であることは明白である。(図表2)

ともかくも、ドル高・元安を受けたトランプ政権は、泥沼化した貿易戦争の戦線に、自国通貨を切り下げる「通貨安競争」の後方支援を組み込む作戦を立てるに至るのである。

対中制裁関税第4弾発動に先立って、トランプ大統領は、中国が制裁関税に対抗して金融緩和を講じたとしてもFRBが対抗措置をとれば、「(中国は)ゲームオーバーだ。われわれは勝つ!」とツイッターに投稿しFRBに利下げを要求した。金融政策に対する圧力は、パウエル議長の解任をチラつかせて繰り返され、金融政策の独立性を脅かした。FRBが年2.00～2.25%への利下げを決定した後、インド、タイ、フィリピン、ニュージーランド、ブラジル、ECBが追随し、金融緩和競争が各国に広がる事態に発展するが、トランプ政権は、市場動揺の責任をFRBに押し付けた上で、製造業の国際競争力強化と債務利払い費の抑制を理由にして、さらなる競争の大幅利下げを要求するようになるのである。

このようにトランプ政権独特の二国間交渉(deal)主義と政治介入は、結局のところ、報復関税引上げ連鎖と世界同時金融緩和競争の末のドル

高止まりに帰着している。そして、貿易紛争の混乱と世界経済の減速懸念が深まれば、リスクの逃避先となるのは、日米貿易協定が早々に妥結されたことで相対的に安定しているドル建て、円建ての資産であることは、容易に想像できることである⁽³⁾。

覇権の攻防が、関税引上げ競争・通貨安競争・金融緩和競争の三位一体となって立ち現れたのは、上述のような政治介入の結果である。

Ⅲ. 通貨安競争・金融緩和競争の質的变化と世界経済の減速

米国の覇権的保護主義の影響を受けているのは、中国のみならずEUも同様である。

米欧は、米ボーイング社と欧エアバス社への航空機補助金を巡って2004年からWTOで争い、それぞれの補助金を不当と認定されていたのだが、トランプ政権は、2019年10月にEUに対する報復関税を発動した。エアバス製造に関わるフランス、ドイツ、スペイン、英国から輸入する航空機に10%、EU域内の工業製品や農産品に25%の関税を上乗せするという内容である。対象は160品目75億ドル相当で、対EU輸入額の2%程度である。対象は限定的であるとは言え、「脅せば相手は屈服し、dealに応じる」という姿勢は共通である⁽⁴⁾。米中対立に続いて欧州製乗用車が追加関税の対象に加えられれば、世界経済のリセッションは必至である。

対中、対EUの対立が激化し拍車が掛かっているのは、「問題の原因と解決の糸口は、取引相手側の不公正な貿易慣行と競争力強化策にある」という予てからの一方的認識に加えて、通商拡大法232条の規定を根拠として「(既存の)国内産業の衰退が、国家の安全保障上の脅威になる」ことを輸入制限の発動理由に加えているからである。米中対立の構図は、貿易不均衡問題を焦眉としつつも、その本質は、相対的地位が低下した覇権国アメリカと台頭著しい中国との覇権をめぐる攻防であり、安全保障や先端技術を保持することを狙った政治力学と諸政策の衝突と錯綜である。それ故、

自国産業保護を正当化するために、国家の安全保障上の理由を建前として交渉すれば、衰退産業や斜陽産業から次世代通信規格5Gネットワークに至るまで、あらゆる産業を制限対象として俎上に載せることになる。さらに、他国も同様の理由を掲げて交渉に臨み、輸入制限、関税引上げ、通貨安政策の応酬と連鎖となって、歯止めが効かなくなり出口が見えない状況になるのは必至であろう。

パワーバランスの変化には相当期間を要し、帰趨は未知であるから、混迷状態は比較的長期化すると考えられる。加えて、米中貿易摩擦の対立は、自由貿易主義の流儀から逸脱した禁じ手もたらした帰結であり、質的転換でもある。

金融政策面においては、ECB（欧州中央銀行）は、2019年9月に量的緩和（QE）の再開と追加金融緩和策を導入済みである⁽⁵⁾。市中銀行のECB預入れ適用金利を-0.4%から-0.5%に深掘りして、月額200億ユーロの債券買入れ策を追加した。

ECBドラギ総裁は追加緩和策の導入理由を「前回理事会以後に入手した情報によると、ユーロ圏経済の脆弱性は一段と長期化しているほか、顕著な下振れリスクの継続や物価圧力の抑制がうかがえる」ゆえ、としているが、域内経済状況のみならず、米国の覇権的保護主義の長期継続が視野に入っていることは明白である。

FRBもまた、2019年7月、9月、10月と3会合連続で0.25% ptの利下げを行い、政策金利を年2.25～2.50%から年1.50%～1.75%へと計0.75% ptの引き下げに踏み切った。しかし、8月に米国債の2年金利と10年金利が逆転する「長短逆転（逆イールド）」が発生しており、これを景気後退の前兆と考える悲観的予想が払拭されているわけではない。

前述のように、トランプ政権下の非伝統的金融政策は、貿易不均衡という構造問題をターゲットとした関税引上げと為替切下げを後方支援するための補助的道具的政策と位置づけられており、ECBや日本の金融政策もまた、米国通貨政策及び人民元レート（柔軟なドルペッグ制）との相対関係に縛られ、通貨安競争（正確に言えばドル独歩

高との連動回避）の連鎖や金融緩和競争の加速化を意識したものとならざるを得ないのである。たとえ効果相殺が限定的であるとしても、である。

トランプ政権的な政策運営の主要リスクは、自身の大統領再選につながる国内景気浮揚策、対外強硬政策を旋回軸としながら、貿易政策、為替政策、金融政策などを担当する所管官庁の運営方針に介入し、交渉のためのカードにしていることである。ツイートでの自画自賛と口撃にとどまらず、大統領権限で活用できるものを道具・駒として扱うことで、政策運営の予測不能リスクを生みだしている。日欧の金融政策は、トランプ政権リスクに対処するために「意図せざるドル独歩高維持」を内包したものに变化せざるを得ないのである。

IV. 異次元金融緩和策の限界

FRBとECBが米中貿易対立の余波をうけて、再度の金融緩和策に転じたのに対して、日銀の金融緩和策は、異次元金融緩和策の発動以降、長期間継続されている。この間、2014年10月の「バズーカ砲第2弾」でのマネタリーベース拡大、2016年1月のマイナス金利導入、2016年9月のイールドカーブコントロール導入、2018年7月のイールドカーブコントロール柔軟化へと緩和の質と量を拡大してきた。しかし、物価目標2%は達成できず、結局、政策目標達成時期も「物価上昇のモメンタム」という都合の良い定義にすり替わって、事実上の白紙状態となっている⁽⁶⁾。

すでに日銀国債保有残高は500兆円規模に膨張し、中央銀行による国債買入れの拡大もマイナス金利の深掘りも限界に近い。

長期金利のイールドカーブも押しつぶされた状態で、2016年のマイナス金利導入後はイールドカーブコントロール（長期金利操作）下に置かれている。つまり、再緩和策を発動しようにも、中央銀行による景気刺激策はすでに手段が尽きている局面なのである。

この局面で、黒田日銀総裁は「現時点で、日本の金融機関が金融仲介機能を低下させている状況にはない」（参議院財政金融委員会 2018年12月6

日)とした上で「2%の物価目標に向けたモメンタムが失われれば追加緩和を行う」と明言している。日銀が検討している具体策は、①短期政策金利の引き下げ、②長期金利操作目標の引き下げ、③資産買い入れの拡大、④資金供給量の拡大ペースの加速、の4つのオプションであるが、いずれもこの間の異次元緩和策の延長上にある緩和方針の深掘りである。

しかし、金融緩和策の効果は、主要各国中央銀行の政策との相対関係で規定されるので、FRBとECBの再金融緩和策によって金利差が縮小し、対ドル、対ユーロで円高圧力が高まれば、機動的な対応は金融政策のみでは不可能であり、残る政策手段があるとすれば、輸出入制限、為替介入、資本移動規制などの保護主義的で禁じ手的な政策とのポリシーミックスであろう。言うまでもなく、これらは政治的、経済的コストが大きい選択肢である⁽⁷⁾。

それでは、覇権攻防下での金融緩和策の連鎖状況にあって、日銀の異次元緩和策にはどの程度の対抗力を期待できるのであろうか。

政府・日銀の公式的な政策目標・意図とは別に、この緩和策には裏機能がある。異次元金融緩和策とは、既発国債を中央銀行の集中管理下に置いて塩漬けにすることで、世界金融危機の波及を防止し、同時に、超低金利のリスクマネーを供給して外資による円調達と株・債券投資の還流を円通貨圏内に囲い込むことで、「円安・株高」を実現しようとする非伝統的金融政策である。さらには、「円安誘導ではなくデフレ対策という国内政策である」と理論武装することで、海外からの批判を回避している点、デフレ脱却という期限が定まらない時間軸をとっている点が、この政策の特徴である。当初の達成目標であった2年間を越えて超低金利政策の継続期間は延期されているが、異次元金融緩和策が円の自己防備帯である限り、政策の終了時期(出口)は不明確であってもこの裏機能に関しては大きな問題はない。というのも、異次元金融緩和による貨幣供給によって副次的効果で銀行貸出しと投資が誘発されれば、なおのこと好都合ではあるが、そうならなくとも、予見不能

な経済危機に備えて防備帯機能を持続することだからである。

金融政策のみでの景気の下支え効果も追加緩和の余地も限界に達している状況下において、覇権の攻防に由来する世界経済の後退に対応するためには、異次元金融緩和策がもともと具有している金融危機防備帯機能を強化し、金融業界を閉鎖経済、分断経済体制に対応可能な構造に再編して、リスク分散を図ることが有効であるかもしれない。日銀の金融緩和策によって国債は日銀バランスシートの下に管理されているので、外債、投資信託市場でのリスクテイクは大手銀行、証券、生命保険会社のポートフォリオによって対応し、海外市場のリスクはメガバンクが、国内市場のリスク管理は地方銀行が担うようにポートフォリオ・リバランスが起これば、この波及経路で景気拡大過程に至るといえるのがもともとのシナリオなのであるから、巻き戻し経路においても、それぞれが抱えたリスクをヘッジする布陣になることは、自然な成り行きであり、景気後退に備える態勢を整えることは、少なくとも緊急的、短期的には必要である。

しかし、この裏機能には、国債価格や通貨＝円自体の過剰変動を防止する一方、金融機関の存立基盤を損ねるといふ本質的欠陥がある⁽⁸⁾。金融機関は、マイナス金利政策の影響で金利が低く抑えられ、利ざやが縮小し、本業で収益が出せなくなっている。利ざや依存ビジネスモデルは、高度経済成長期の好循環環境で形成された銀行の経営基盤であるが、長期経済停滞期にあっては、すでにその有効性を失っているだけでなく、関税引上げ競争・通貨安競争・金融緩和競争の三位一体環境でのアキレス腱となっているのである。

政府・日銀は、この裏機能の欠陥を、金融緩和策の「副作用」と考え、注視と考慮の対象としているが、このような金融緩和策の効果に関する認識は、転倒していると指摘しなければならない。

デフレ脱却・景気回復を意図した異次元金融緩和策が長期化することの副作用として、財政規律の弛緩と金融機関の収益悪化が挙げられている。この場合、副作用とは「望ましくない有害な作用」

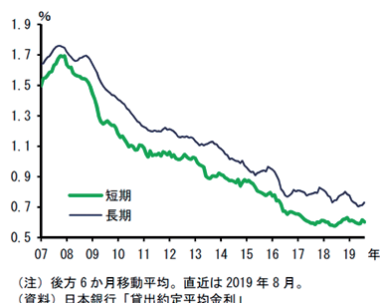
を意味していると思われる。金融緩和によって低金利の資金を供給すれば、経済の好循環が確立し、その結果、金融機関の収益も税収も確保されるであろうという政府の目論見やシナリオの立場からみれば、「副作用」は、緩和策を継続することを前提とした上での「留意点」「点検事項」と位置付けられる。「副作用」の累積が、政策効果を損なう程度か否かを問題としていることになるのである。だが、このような「主作用・副作用」認識は、少なくとも異次元金融緩和策の理解にとっては有害な謬見である⁽⁹⁾。

およそ、ある政策は、単一効果のみを有するのではなく、多様な複数の効果を有するのが通常であり道理である。複数の作用が発現する強弱の程度と、有害事象を「副作用」と定義し、主作用とは区別された、または主作用とは関連のない反応であると認知することは、同一の事柄ではない。異次元金融緩和策の波及経路を効果の機序でみれば、中央銀行による既発国債買入れ・低金利資金供給⇒市中銀行のポートフォリオ変更・貸出し増加⇒景気底上げ⇒物価上昇率という経路なのであるから、「長短金利操作・マイナス金利導入」の主作用は、金融機関の国債運用収益の変更なのであり、景気下支え効果は、むしろ、そもそも副作用であった、と認識するのが正確である。

政府・日銀は、米中貿易紛争由来の世界経済減速下にあっても、あらゆる政策手段を行使する姿勢を示しているが、追加金融緩和策継続期間の限界は、政策の主作用が影響を及ぼす劣位金融機関の本業の収益力（貸出利ざや+手数料）の消滅によって規定されているのであるから、金融機関の経営体力を損ない、金融システムを不安定化させるような追加の具体策をとる余地は失われているのである。だが、転倒した認識により、黒田日銀総裁は「現時点で、日本の金融機関が金融仲介機能を低下させている状況にはない」と繰り返し釈明し、金融庁は「変化に機動的に対応するリスク管理態勢及び持続可能なビジネスモデルの構築」を金融機関に求めることに終始している。

しかし、金融機関の経営環境は非常に厳しい。日本銀行が異次元金融緩和策を2013年に実施し

図表3 国内銀行の新規貸出平均金利



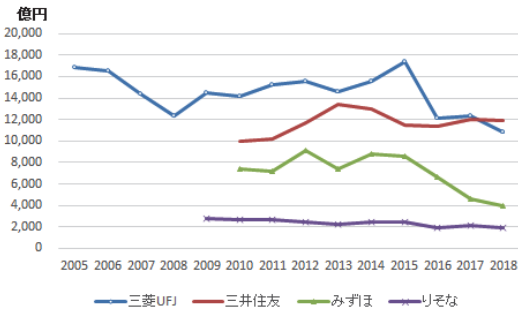
出所：日銀金融システムレポート（2019/10）

て以降6年半が経過し、日本の金融環境は、“金利ゼロ以下”が常態化したことで、短期金利（通常預金金利）は0.001%、長期金利（10年国債利回り）は-3%近傍となっている。低金利政策の影響で、銀行の新規貸出平均金利は低下し続けて1%を割り、有価証券利回りも低迷している。（図表3）金融仲介の現場では、銀行の本業からの収益を示す業務純益は、2012年以降、都市銀行で10,253億円（-30.4%）、地方銀行で4,200（-30%）億円減少している。地銀計と三菱UFJ銀行の業務純益はリーマンショック時の水準にまで落込んでおり、地銀の過半数（106行中54行）は本業赤字となっている。（図表4、図表5）

銀行の利ざや依存ビジネスモデルが破綻寸前になっているのは、第一に、産業資本の金融機関離れ（投資資金の内部調達と自己資本蓄積）の結果であり、第二に、長期化している超低金利政策の直接的作用の結果である。特に、2016年1月のマイナス金利の導入以後は、金融機関の利ざやは縮小し、本業からの収益を極度に圧迫している。異次元金融緩和策の直接的操作対象は、市中銀行保有の既発国債量と長短の政策金利なのであるから、金融政策当局にも銀行経営危機状態に対する相応の道義的結果的責任がある、と言わなければならない。

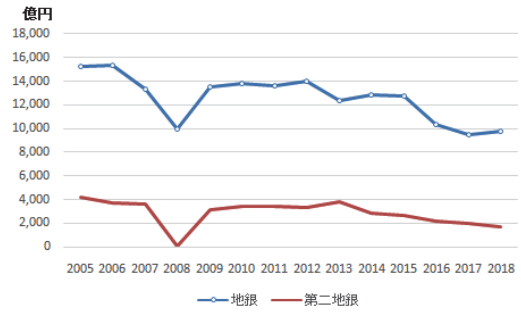
図表6は、決算情報で開示されている、業務純益額が低い地銀と第二地銀各3行の業務純益の推移である。その他の地方銀行の過半も収益力が低下し続けているが、図示した6行の業務収益は、2013年の異次元金融緩和策発動後に低下トレンド

図表4 都市銀行業務純益



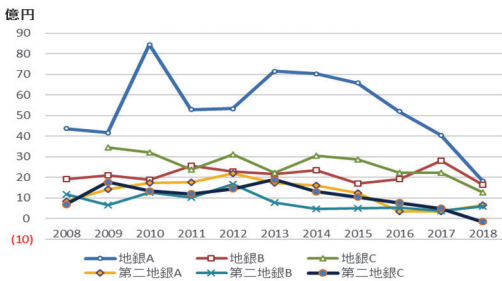
出所：各行決算短信

図表5 地方銀行業務純益



出所：全国銀行協会

図表6 低収益銀行業務純益



出所：各行決算短信

機関の一時国有化によって恐慌を抑え込めたのは、90年代の金融危機が、不動産関連産業などの不良債権への貸し込みが金融危機の震源であったからである。目下の銀行経営危機は、90年代の土地バブルとも、08年の住宅ローン担保証券化商品バブルとも異なり、金融業本体の本業収益危機なのであって、危機収束コストと後遺症の深刻さは未知数なのである。銀行経営破綻リスクは確実に蓄積されている。

V. 金融業界第二の本業探し

異次元金融緩和策の下で、銀行業の本業収益を回復させる打開策は存在するのか、存在するとしたら、その策はどの程度有効なのか。

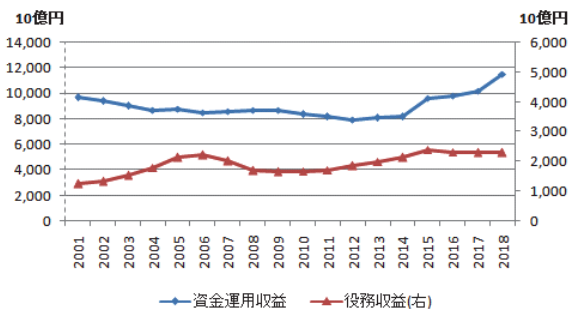
資金仲介機能を本業とする銀行は、預貸利ざやなどの資金利益を収益の柱としている。図表7は、

に転じ、2016年のマイナス金利導入後は、収益力がさらに大幅に減退している。地銀Aと第二地銀Aでは、業務純益の60～70%が失われ、第二地銀Cの業務純益は赤字に転落している。今後もマイナス金利政策を継続してマイナス幅を深掘りすれば、底辺6行をはじめとする劣位金融機関の経営は行き詰まり、与信力を悪化させると同時に過度なリスクテイク融資を増やす結果となる。

つまり、金融緩和策の長期化と金融機関の規模拡大・縮小経営路線とが結びついた競争環境にあっては、金融ショックやリスクに対する金融機関の抵抗力を脆弱にするジレンマを深める構造になっており、すでにその限界に直面している、という現況なのである。

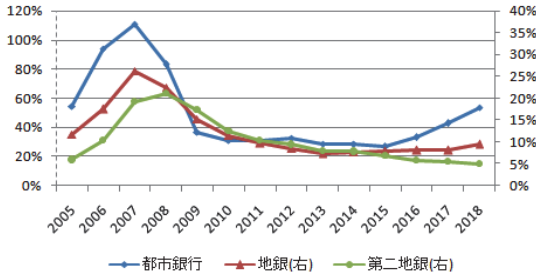
1997年の金融危機では、小規模な第2地銀の徳陽シティ銀行が経営破綻した際にも各地の銀行で預金引き出しの列ができた。公的資金投入と金融

図表7 資金運用益の推移



出所：全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」

図表 8 資金調達／運用比率



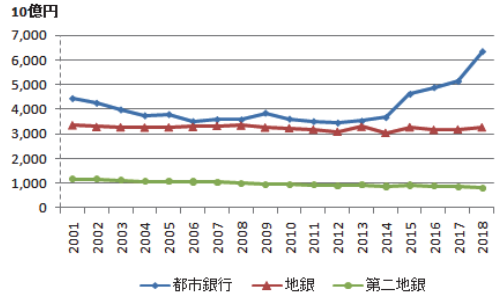
出所：全国銀行協会

全国銀行協会の「全国銀行財務諸表分析」のデータである。これによれば、金融緩和と政策発動後、全国銀行の資金運用収益は45%増加し、役員取引等収益は伸び悩んでいるが、ほぼ横ばいである。銀行業の収益である業務純益は、資金運用収益や役員取引等収益、その他本業で得られた経常収益から経常経費を差し引いたものである。有価証券売買益など一時的な変動損益などを差し引いた収益をコア業務純益と呼んでいる。

資金運用収益が増加しているのに業務純益とコア業務純益が減少しているということは、資金調達費用や経常経費がそれ以上に増しているからに他ならない。

世界的な超低金利状態が政治的理由で継続され、貸出利ざやの回復がしばらくの間望めない以上、銀行業の本業収益を回復させる“新たなビジネスモデルの開拓”や第二の本業を構築する展望は、コア業務純益を押し上げるコスト削減と金融

図表 9 業務別資金運用益の推移



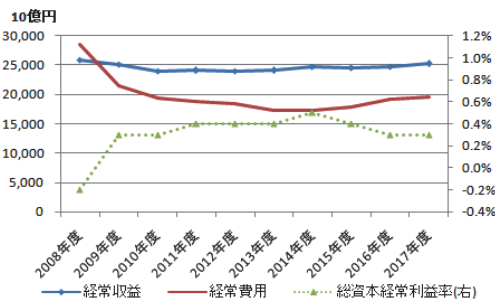
出所：全国銀行協会

サービス手数料などの非金融利益の確保を前提としたものにならざるを得ない。

図表 8 は、業態別の資金運用益と資金調達費／資金運用益比率の推移である。都市銀行の資金運用益と資金調達費の増加トレンドは主に国際業務部門によるもので、米国の金利上昇の影響でドル調達コストが高み、収益率は減少している。都銀国内業務と地銀、第二地銀の資金利益は、日銀の金融緩和策の影響で資金運用益は増加しないものの、同時に資金調達コストも減少しているため、国内業務の資金利益は微増ないし微減である。(図表 9) 平たく言えば“ジリ貧”状態であるが、ともかくも利ざやが維持されている低金利環境、ということである。

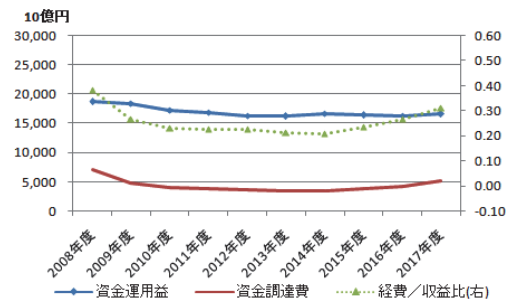
では、“新たなビジネスモデルを開拓”するための収益源や資本は捻出できるのだろうか。すでにメガバンクでは経費削減のため、国内店舗の削減、ATM の共用化、新規採用抑制による人員削

図表 10 銀行セクター 収益・費用



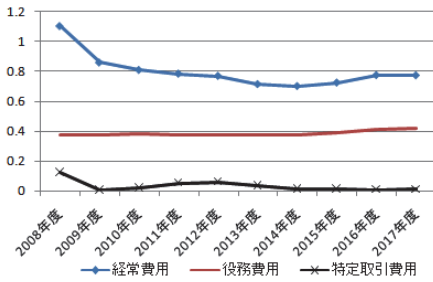
出所：法人企業統計

図表 11 資金運用益と調達費



出所：法人企業統計

図表 12 経費／収益比 (1)



出所：法人企業統計

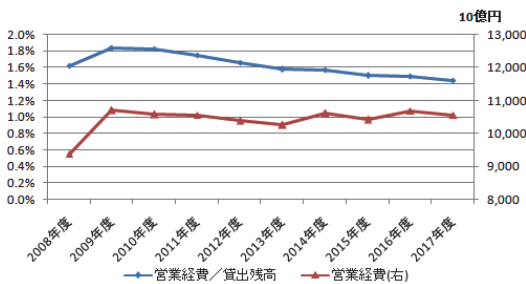
減などの計画が作成され、キャッシュレス化などの新規事業の検討が進んでいる。物件費や人件費の削減はコスト削減の主要な手段となろう。

法人企業統計によって銀行セクターの基礎的収益力に関わるデータの推移を確認しておこう。

リーマンショック後の総資本経常利益率と経常収益の推移をみると、平均 0.36%、24.5 兆円近傍を維持し、ある程度の収益力が確保されていることを示している。(図表 10) うち、経常収益の 7 割程度を占める資金運用益は、10 年間で 2 兆円ほど減少し、経常収益に占める比率も 72.1% から 65.8% に低下しており、趨勢的な落ち込みを示している。経常収益率は、経費率 (OHR) の増減と非資金収益の変動に左右されてきたことが分かる。(図表 11)

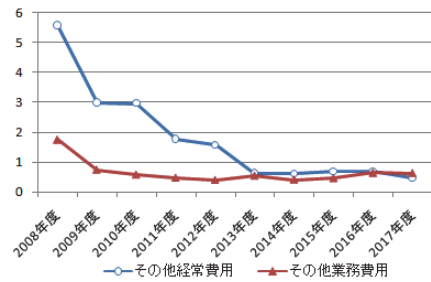
金融緩和策発動後は経常利益率と経費率が悪化している。経常利益の傾向的低下を穴埋めしカバーしている要因は、本業不振の構造に切り込む

図表 14 営業経費／貸出残高比



出所：法人企業統計

図表 13 経費／収益比 (2)



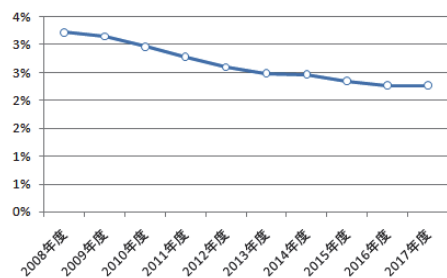
出所：法人企業統計

ものではなく、細々としたコスト削減であった。

経常費用の経費率 (OHR) の推移をみると、経費削減への寄与度が高いのは、「その他経常費用」と「その他業務費用」である。「その他経常費用」は経費削減額の 7 割程度を占めている。会計項目で言えば「貸倒引当金繰越し」「株式売却損」などが含まれる。経費率 (OHR) が 1 を下回るのは 2013 年以降のことであって、世界金融危機への対応が収束したことによるものであると推察される。よってこれらの経費削減には自ずと下限がある。(図表 12、図表 13)

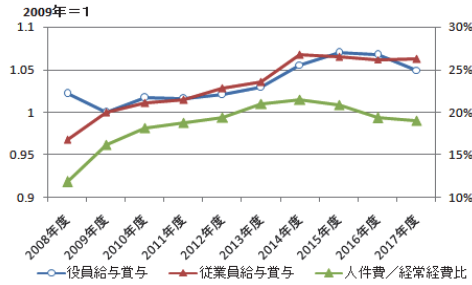
また、営業経費は、2014 年以降増加傾向にあり、経費削減に寄与していないが、対貸出残高比では低下傾向にある。対貸出先サービス業務経費率の低下からは、コストを抑えたサービス業務が行われている様子がうかがえる。とは言え、貸出額に対する資金収益比率は低下の一途を辿り、利ざや低下の影響を相殺する程の経費削減にはなってい

図表 15 資金収益／貸出残高比

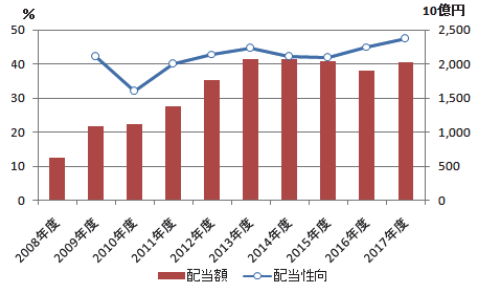


出所：法人企業統計

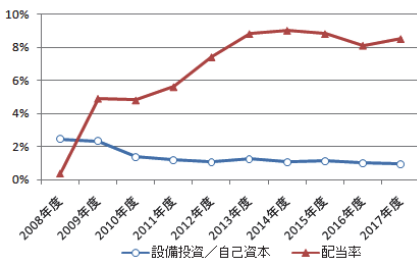
図表 16 銀行セクター 賃金指数



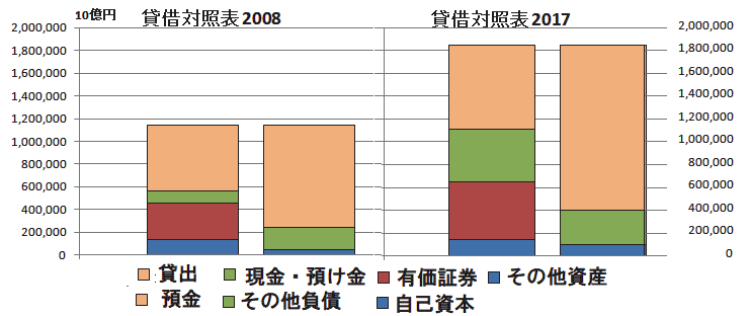
図表 17 配当額の推移



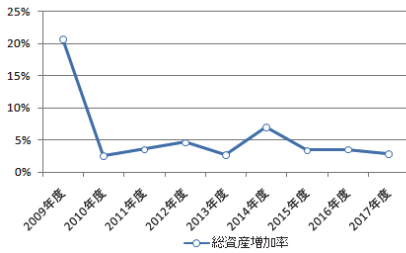
図表 18 配当率と設備投資比



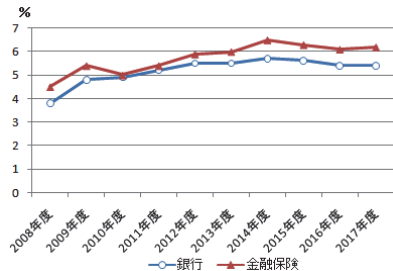
図表 19 貸借対照表の比較



図表 20 銀行セクター 総資産増加率



図表 21 銀行セクター 自己資本比率



出所：法人企業統計（図表 16～21）

ない。（図表 14、図表 15）

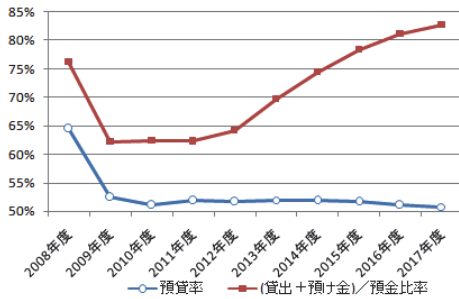
次に、人件費と配当分配の側面から、収益と経費の構造変化を概観する。

経常経費が圧縮される中、役員と従業員の総人件費は、3,000 億円ほど増加している。役員、従業員の 1 人あたり所得も同様の傾向を示しており、リーマンショック後の役員所得は 24.5%、従業員所得は 3% 増加している。結果、経常経費に占める人件費の割合も 20% を超える時期が続いてい

た。比率が低下するのは、2014 年以降のことであるが、給与水準と賞与水準は高止まりしており、人件費が削減されているとは言えない。（図表 16）

そして、配当額の推移をみると、1 兆円以上の増加があり、配当性向も 47.3% にまで高まっている。（図表 17）配当率（対資本金比）と設備投資／自己資本比率との推移に着目して比較すると、この間の銀行経営戦略がいかに基礎的収益力の強化ではなく株主配当重視であったか、さらに、収

図表 22 預貸率



出所：日銀統計

益力水準に不相応な経営資源配分がなされていたか、その姿が際立ってくる。(図表 18)

以上、基礎的収益力に関わるフローの動態を概観したことで、高配当、高貸金水準を無為無策に固守し、周縁的な経費削減によって経常利益を保っている状況が確認できる。銀行改革の収益源を捻出するとすれば、人件費と配当金の削減である。

次にバランスシート（ストック面）の変化を概観すると注目すべき4つ特徴がみとれる。

(1) 預金の増加に伴うバランスシートの膨張

図表 19 に示したように、2008 年以降の 10 年間で銀行セクターのバランスシートは 700 兆円増加している。年平均増加率は約 3.8% であり、GDP 成長率とのギャップが甚だしい。(図表 20) 自己資本比率はリーマンショック後の増強がみられる。(図表 21)

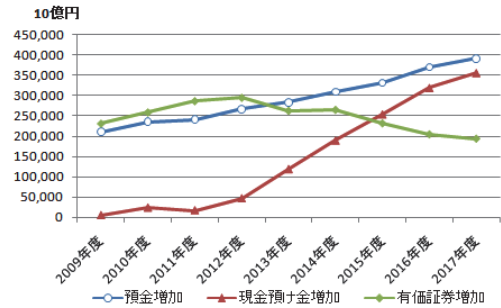
(2) 預貸ギャップの動態

一般に、預貸ギャップと預貸金利ざやには負の相関関係がある。2017 年の預貸ギャップは、2008 年から 180 兆円増加して約 700 兆円に達している。しかし、預貸率は 51% 程度の横ばいであり、預貸率は低下していない点には注意が必要である (図表 22)。預金増加率と貸出増加率の推移は一致しており、ギャップ変化率は等しい。つまり、信用創造乗数は機能している。日銀が「金融仲介機能は低下していない」と判断しているのは、このためである。

(3) 現金・日銀預け金と預貸ギャップ

むしろ、バランスシートに現れた固有な特徴は、

図表 23 預貸差額増加額



出所：日銀統計

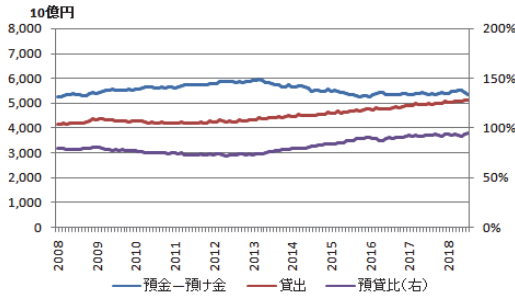
預貸ギャップ分の資産サイドと負債サイドの両建て構造に係る変化である。貸出残高と現金・日銀預け金の和と預金の比率を取ると、置換率は 80% 以上になる。有価証券増加額を含めてその推移をみると、異次元金融緩和が始まった 2013 年以降、預金残高の増分に対応する置換金融資産は、有価証券増分から現金・日銀預け金増分に徐々にシフトし、2017 年には当初意図された置換が、増分に関する限りでは、ほぼ完了している。この置換は、アベノミクスと異次元金融緩和政策の政策意図に沿った変化である。(図表 23)

(4) 有価証券資産の増加と自己資本比率

資産と負債の差額である自己資本の部では、期間収益の積み上げの結果、自己資本比率は 5.4% (約 100 兆円) にまで高まっている。銀行セクターの自己資本比率は、パーゼルⅢの所要水準を上回ってはいるが、有価証券含み益を内包しており、株価等金融資産市場の影響を受ける潜在リスクを無視し得えない。外国為替保有残高 (本稿ではその他資産・負債扱い) は、図表 25 で示したように、規模はまだ小さいが増加率は高い。グローバル業務部門が国内の利ざや収縮をカバーする収益源となっている結果であるが、同時に自己資本比率への寄与度も高まっていることがみとれる。

以上のストック面の分析から分かるのは、預貸ギャップの国家 (統合政府) 管理と資金収益との関係である。マクロ的な金融構造改革の源資となり得る遊休貸付可能資金は、日銀当座預金の形をとっているのである。

図表 24 預貸率とギャップ

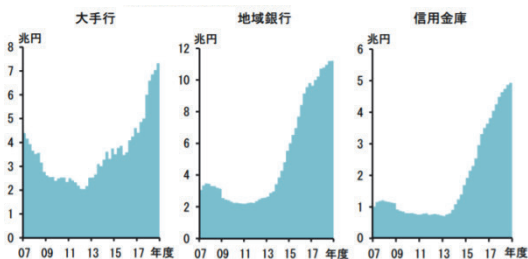


出所：日銀統計

まず、銀行セクターのバランスシートの構造変化は、受動的な結果であって銀行の経営戦略が主導した帰結ではない。預貸ギャップの拡大は、90年代後半から続く資金循環構造の変化によるものであり、銀行は、預金者からの預金の申し出を拒否し得ないし、資金需要のないところに貸出しを強要し難い。有価証券増分から現金・日銀預け金増分への置換は、日銀の異次元金融緩和策によるものである。日銀の国債買取りと日銀当座預金の規模拡大の意向なくして、過剰遊休貨幣（負債）と国債（資産）に日銀当座預金（日銀負債）の形態を与えることは不可能なのである。ゆえに、2013年以降に現れた銀行セクターの資産の部増分の動態は、統合政府（政府+日銀）によるマネタイゼーションの表出であり、銀行保有国債6割の金融市場からの切離しと国家管理化（事実上の永久国債化）である。

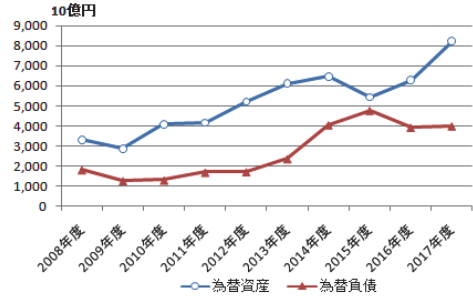
このような異次元金融緩和策の機能によって、

図表 26 金融機関の投資信託残高



出所：日銀金融システムレポート 2019/4

図表 25 外国為替 資産と負債



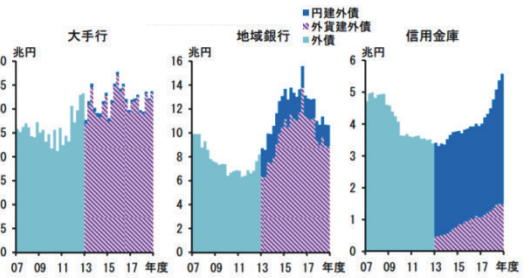
出所：日銀統計

銀行セクターに退職された遊休貸付可能資本は、日銀当座預金に吸収され集中的に監視されている。預貸比率を再定義して、貸出残高／（預金残高-日銀当座預金残高）とすると、預貸率はほぼ1となり、ギャップは解消されている。（図表 24）

これは「見かけの預貸率」に過ぎないが、銀行セクターには流動性のバッファがないので、銀行のポートフォリオの変更は、直接的に日銀当座預金の変動や金融資産市場の価格変動に現れる。国内外の金融危機からの波動もまた、敏感に察知することが可能で、機動的対応が可能な状況になっている。何よりも、国債価格の暴落を防止する防備帯機能を果たしている。銀行セクターのバランスシートには、銀行業態の延命装置、統合政府による管理・監視装置、金融危機の伝搬に対する防備装置が組み込まれている。

つまり、銀行セクターが「その他負債」による資金調達を用いた有価証券投資によって益出しを

図表 27 金融機関の外債残高



出所：日銀金融システムレポート 2019/4

図るしか現時点で手がないのは、現預金にかかる資金収益の運用方法に、異次元金融緩和策によるストック拘束によってタガをはめられた状態にあるから、である。

図表 26 と図表 27 は、業態別の投資信託と外国債券の運用残高である。これもまた、日銀の異次元金融緩和策の国債買上げによるポートフォリオ変更効果の結果ではあるのだが、リスク資産運用残高が増加していることで、市場のリスクと利回り次第では、銀行収益を不安定化し海外市場混乱の影響に対する抵抗力を脆弱なものにしていることがみてとれる。

以上のように、経費削減や有価証券運用によって本業利益の減少をカバーしているものの、金融機関の収益源泉は崩壊寸前に追い込まれている。さりとて、フィンテック (Fintech) などへの事業展開も模索の域を出ておらず、有望で持続可能なビジネスモデルが展望できているわけでもないというのが実情である。

このような現場状況を評価して、政府・日銀が「現時点で、日本の金融機関が金融仲介機能を低下させている状況にはない」とか、「金融機関の自己資本を各種リスク量との対比でも、金融システム全体としては充実した水準にあり、十分な損失吸収力を備えている」(金融システムレポート 2019/10) などと判断していることは甚だ疑問である。と言うのも、日銀の金融システムレポートでは、リスク量の算出にあたって、①金利リスク量では、外貨建資産は金利 2% pt 上昇、円資産・負債は金利 1% pt 上昇を、②信用リスク量は、2005 年以降の低いデフォルト率を参照した「非期待損失」(99% の確率で生じる貸出し損失の最大値 - 平均損失額) で、③株式リスク量は、過去 5 年間の好調なボラティリティを参照して信頼水準 99%、保有期間 1 年の VaR (予想最大損失額) として算出していて、その想定が相対的安定期のものである上に、金利リスク量は、円債・外債投資にかかるリスクであり、超低金利政策やマイナス金利政策にかかるリスクを算出していないからである⁽¹⁰⁾。

VI. まとめ

前項では、非伝統的金融緩和策の長期化が銀行経営の体力を奪い、国際金融市場からのショックに対して脆弱になっていることを示した。

トランプ政権の登場によって、目下、米中関係は覇権を巡る攻防の初期段階にあり、異次元金融緩和策の外部環境は、国内景気の停滞から関税引上げ競争・通貨安競争・金融緩和競争の結合に変化している。この国際競争場裡では「小康状態を保ち、時間を稼いで、自然回復を期す」という政策思想は役に立たない。異次元金融緩和策は、円と国債それ自体のリスクは防止するが、貨幣取扱資本や金融資本を保護・強化する性質をもっていないからである。日本経済が米中覇権攻防の巻き添えを食うとすれば(確実にそうなるであろうが)、その際のアキレス腱は、円高と銀行経営の脆弱性であるに違いない。情勢を鑑みれば、緊急的短期的な対策が必要であることもまた確かである。

政府・日銀は、金融緩和策の「潜在的リスク」として、金融仲介機能が損なわれる点と低利回りの下でリターン確保のために商業銀行が高リスクの分野に駆り立てられる点の 2 分野が考えられる、と指摘している。これらの「潜在的リスク」を避けるために監視と様々な金融手段を組み合わせる最大限配慮する意向を示しているのであるが、その具体例が、金融庁の「本業赤字で低収益体質の銀行に、店舗・人員配置の見直しや配当の抑制など早期の対策」を地方銀行に求めた監督指針(業務改善命令を含む)であり、「過剰貸し付けを防止する融資審査態勢」の構築方針であり、経営難が続いている地銀などの経営統合を促すことを目的とした、人口減少等の理由を条件とする「独占禁止法の適用除外特例法案」の提出であろう。つまり、金融庁の「潜在的リスク」の回避策は、銀行システムの淘汰と再編を織り込んだ上で、銀行の自主的経営判断を俟つものなのである。その際、淘汰と再編が個別行救済的である保証はなく、むしろ、救済的であっては新しいモデルにはならない、というスタンスになっている。

地域銀行の過半数（106行中54行）がすでに本業赤字に陥っている現状で、物価上昇のモメンタムを維持する名分で追加緩和策とマイナス金利の深掘りを実質的に実行すれば、本業赤字銀行の連鎖的経営破綻をもたらしかねない。「マイナス金利政策による銀行発金融危機」は歴史的に前例がなく、対処の見通しも不透明である。よって、景気後退が本格化しても、現段階での金融緩和策の深掘りは、市場心理のみを対象とした「見せかけの緩和強化の示唆」を越えることは困難である。

緊急を要するのは、追加策に乏しく、金融危機防止効果もはっきりしない異次元金融緩和策の深掘りではなく、金融機関経営危機への対処であろう。

注

- (1) 管制高地（Commanding Height）は、レーニンが共産主義インターナショナル第4回大会（1922年）で用いた概念であり、国家が支配すべき重要産業を意味する。
- (2) 齋藤尚登「中国：人民元は大丈夫か？」2018年8月、大和総研レポートでは、2015年8月11日の対ドル人民元レート基準決定制度の変更以降、ドルと人民元の連動性は失われ、先の人民元安の原因はドル独歩高であり、大規模な元買いドル売りの為替介入は避けられていた、と指摘されている。
- (3) 世界同時金融危機や国際貿易の混沌に際して円高・ドル安に拍車がかかるのは、基軸通貨＝ドルと逃避通貨＝円との相関関係ゆえである。国際金融資本は、世界同時金融危機に直面すると、金融資産の価値保蔵のために安全資産と認知されている通貨や債券に保有する金融資産の価値を移動させる。同時に、震源地でのリスク資産価値損失を補填するために、未損失の金融資産の含み益を回収する。金融危機時に円高・ドル安と株価暴落が起こるのはこのためである。
- 基軸通貨＝ドルと逃避通貨＝円との関係は、85年プラザ合意での外為市場への協調介入を経て構造化され、定着している。米国貿易収支のインバランスとドル高という構造問題に通貨政策、金融政策の多国間協調で対処した経験則が、安全通貨＝円という共同幻想を浸透させ、既成事実化させているのである。よって、世界経済の不安定化、不透明化と円高不況懸念（予想）は表裏一体である。いわば、“金融資産価値の同時金融危機時貯留槽（価値保存）機能”を世界市場によって刻印された通貨＝円は、「円高・株安・国債価格暴落」という増幅されたリスクを平時にあっても潜在的に内包している。
- (4) 貿易問題の交渉手段として安全保障問題を用いたのは、180億ドルの赤字を問題視して米韓FTAの破棄とTHAADシステムの費用負担要求を通告した米韓電話会談が嚆矢であろう。ボブ・ウッドワード『恐怖の男-トランプ政権の真実』日本経済新聞出版社2018年11月、参照。また、WTOの開発途上国優遇措置を得ている中国、トルコ、韓国、メキシコ、アラブ首長国連邦、シンガポール、カタール、マカオ、クウェート、香港、ブルネイなどもトランプ政権の批判の矛先にある。
- (5) ECBは2018年12月に量的緩和政策を終了し、金融政策の正常化を目指していたが、その後一度も利上げできないまま、3年半ぶりのマイナス金利幅拡大と量的緩和の再開を決定した。FRBの利下げに次いで、インド、タイ、フィリピン、ニュージーランド、メキシコなどが相次いで利下げに追随している。
- (6) 日銀は、2018年4月の金融政策決定会合以降、「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」で明示してきた物価目標達成時期を削除し、「物価上昇のモメンタム」という概念を使用している。「物価上昇のモメンタム」は、2016年9月の総括的検証で登場した言葉であり、金融緩和策現状維持の判断基準とさ

れている。

- (7) 高田創『『金融システムレポート』、焦点は地域金融機関の収益性』みずほ総合研究所リサーチ TODAY、2019年5月では、「副作用として議論された地域銀行の低収益や不動産の過熱は、リスク管理上問題ではある。一方でそれらは現在の超金融緩和策の結果、必然的に生じた結果とも解釈される。」と指摘されている。
- (8) 飯田泰之「金融・財政政策における経済政策（アベノミクス）の評価と今後の方針」は、「アベノミクスの「大胆な金融緩和」への評価は、評者が諸指標の改善と当初目標である2%の物価上昇の未達のいずれを重視するかによって強く影響されている」と指摘している。諸指標として挙げられている為替、株価、企業利益、雇用関連指標の「改善」がなぜ物価上昇に結びつかないのか、という点が本来問われるべき論点ではあるが、

アベノミクスの評価の対称性の理由が簡潔に示されている。同時に、異次元金融緩和とマイナス金利政策の主作用である「見えない金融資産課税効果」によって家計・金融機関から企業・財政への収益移転があることについての認識が抜け落ちている点でも、異次元金融緩和策に対する標準的な評価視座がよく現れている。佐竹・飯田・柳川編『アベノミクスの成否』2019年1月、勁草書房、参照。

- (9) 異次元金融緩和策を物価上昇目標と实体经济の景気回復への効果という視点（表の機能）から批判した文献として、木村二郎「安倍政権下の「量的・質的金融緩和」政策に関する一考察」桃山学院大学総合研究所紀要, 42(3), 2017年3月、参照。
- (10) リスク量の算定式については、日銀『金融システムレポート』2019/10、参照。

On The Quantitative and qualitative monetary easing measures and Currency depreciation under The China—United States Struggle for Supremacy

YOICHI SATO

School of Social Information Studies, Otsuma Women's University

Abstract

President Donald Trump was allowed to progress the US and China trade war to a supremacy struggle in 2019, and China and the US repeat tariff increases and currency depreciation. Trade disputes between the US and China are now stale.

So, The FRB and the ECB resumed monetary easing policy. This monetary easing will continue until the conflict between the two countries stops.

The 3 competitive policies, Tariff increase, Currency depreciation, and Monetary easing, will cause a global depression

In this paper, I will show,

1. Currency depreciation leads to a sharp rise in the dollar rate, and slow rise in the yen rate, because the world's monetary system based on the dollar, and the Yen is valid as a De facto Escape currency currency
2. BOJ's different dimension monetary easing measures lose effect under the worldwide currency depreciation
3. Japanese bank earnings are weakening, so Japan's banking system cannot stand the nexy financial crisis
4. BOJ should create new safety financial assets.

Key Words (キーワード)

The China—United States Struggle for Supremacy (米中の覇権の攻防), Tariff increase (関税競争), Currency depreciation (通貨安競争), Monetary easing (金融緩和競争), BOJ's Different dimension monetary (日銀の異次元金融緩和策), World depression (世界恐慌), Bank failure (銀行破綻)