

金融システムは安定化し、ゼロ金利は解除へ

法政大学教授 林 直嗣

『改革者』政策研究フォーラム、2006年8月号、pp.52-55

1. 緩やかな景気回復基調が続く

わが国の実質経済成長率は02年1-3月期に-2.2%の底を打ったあと、構造改革の成果が出てくるにつれて回復に転じ、04年1-3月期には3.7%の伸びを記録した。その後は3四半期連続の景気調整局面に転じ、04年10-12月期には0.4%にまで落ち込んだが、この踊り場不況を脱してからは、緩やかな回復基調が続き、06年1-3月期は3.1%に回復している。05年では2.4%であったが、06年は2%程度に鈍化すると見られる。6月の日銀短観によると、企業の景況感を示す業況判断指数は、製造業の全規模と中小企業では3月と同じ水準だが、大企業では+21と3月から+1改善し、9月にはさらに+1改善する見込みである。非製造業では回復感がさらに強く、全規模と大企業では3月より+2改善し、中小企業でも+3の改善を見た。企業の決算は、大幅増益となった04年度に続いて、05年度も増益を続けた。それが旺盛な設備投資意欲をもたらし、06年度の計画では大企業製造業は前年度比16.4%増、大企業非製造業は8.4%増の見込みである。企業収益の改善傾向の上に、先行指標の機械受注や建築工事費予定額は、緩やかに増加しているため、設備投資は今後も増加傾向が続くと見られる。

企業業績の回復を反映して、求人の増加や自発的離職者の減少により、完全失業率は03年の5%台から低下を続け、5月には4.0%に低下してきた。ただし15~24歳層の完全失業率は低下傾向にあるものの、終身雇用制のしわ寄せを受けて高水準で推移している。新規求人数は増加し、有効求人倍率は92年以来初めて1倍を超えるまでに上昇している。パートタイム労働者に代わって、フルタイム労働者が増加している。賃金では残業代やボーナスが伸びると共に、定期給与も緩やかに増加している。

変動所得だけでなく定期給与の増加を背景に、消費マインドが改善し、個人消費は緩やかに増加している。低気温のため季節商品販売額が伸び悩み、新車販売台数や旅行販売額

が減少したものの、家計消費支出全体では増加傾向にある。

GDP デフレーターでは 94 年から、消費者物価では 98 年からデフレが続いてきたが、消費者物価（生鮮食品を除く全国総合）の伸びは 05 年 10 月に 0.0 %、11 月に 0.1 % となってから明確にプラスに転じ、6 月まで 8 ヶ月連続でプラス値で推移している。いよいよ長期デフレからの脱却が確実となってきた。

海外においては米国では、生産や設備投資は堅調に推移しているが、住宅建設に減速傾向が出始め、雇用や家計消費の伸びが鈍化し、成長率は 05 年度の 3.5 % からやや鈍化すると見られる。欧州では輸出や生産だけでなく家計消費も回復しつつあり、景気は回復しつつある。中国では高成長が続いて、マネーサプライや銀行貸出は過熱気味となっているので、インフレ懸念から最近では金融引き締めが行われ、景気は鈍化しつつある。世界経済全体では 05 年の 5 % 成長から 06 年にはやや鈍化に向かうと見られる。

2 . 不良債権比率は低下し、金融システムは安定化へ

踊り場不況を挟みながらも 02 年からの息の長い景気拡大の中で、銀行の業績も次第に回復してきた。大手銀行 6 グループの 06 年 3 月期決算では、連結最終利益は前年の 7 千億円から 3 兆 1 千億円へと 4.3 倍にも急拡大し、6 グループともにバブル期を上回る史上最高を記録した。銀行では利益トップの三菱 UFJ フィナンシャル・グループは、1 兆 1 千 8 百億円と、企業首位のトヨタ自動車の 1 兆 3 千 7 百億円に次ぐ高さである。金融再生プログラムの実施に伴い、金融庁の指導でここ数年間は銀行は不良債権処理を急ぎ、貸倒引当金を厚く積み増してきたが、最近の景気回復で不良債権の新規発生が大幅減少したことが、増益の原因と見られる。また融資先企業の業績改善により返済も順調となり、引当金が不要になることが多くなって、その「戻り益」が膨らんだことも、利益急増の原因となった。

貸倒引当金には 40 % の法人税がかかるが、まだ損失が確定していない段階では、会計上はこれを繰延税金資産として中核的自己資本に組み入れてきた。繰延税金資産は 02 年度には中核的自己資本の 5 割以上を占めていたが、引当金の不要化に伴い、それへの依存度も低下した。また日経平均株価は 03 年 4 月に 7600 円の大底を打って以来、反転上昇に転じ、06 年 4 月には 17000 円台にまで回復した。趨勢的低下を続けてきた銀行株価も反転上昇トレンドに向かい、株式相場の上昇で含み益が増加したため、自己資本比率がかなり改善してきた。自己資本比率は 06 年 3 月期決算では、三井住友フィナンシャル・グル

ープが 12.39 %、三井トラストが 12.35 %、三菱 UFJ が 12.20 % と高く、みずほが 11.63 %、住友信託が 10.90 %、りそなが 9.97 % と、いずれも BIS 国際業務規制の 8 % を上回り、健全化に向かっている。

不良債権残高は、05 年 3 月期の 7 兆 7 千億円から 06 年 3 月期には 4 兆 8 千億円へと 3 兆円近く減少し、銀行貸出に占める不良債権の比率も 05 年 3 月期 2.9 % から 06 年 3 月期には 1.8 % へと 1.1 ポイントも下がった。金融再生プログラムの実施で銀行が資産査定を厳格化し、DCF（ディスカウント・キャッシュ・フロー）方式の導入などにより貸出基準の合理化を図った一方、景気回復の下で融資先企業の業績が改善したため、不良債権の新規発生が大幅に減少したことによって、約 2 兆円の増益要因になったと見られる。引当金の「戻り益」は約 3 千億円と見られる。これにより銀行の財務体質は大幅に改善し、金融システムの再生と安定化に貢献している。

ただし 3 大銀行の中核的自己資本比率は 5 ~ 7 % で、約 9 % の欧米大手行より低い。株主還元を示す配当性向は約 10 % で、米シティグループの 40 % より歴然と低い。邦銀の預貸金利利鞘は 3 % 台の米銀に比べて 1 % 台と低く、信用力が低いので資金調達コストが高く、融資審査体制も遅れているため融資焦げ付きが多い。欧米大手行に対抗しうするためには、今後一層の財務体質の向上と海外業務の強化に取り組むことにより、利用者のための金融サービスの確立と国際競争力の改善を図る必要がある。

3 . 公的資金はほぼ完済へ

97 年に三洋証券や山一証券、北海道拓殖銀行などが相次いで破綻し、従来にない大きな金融ショックが経済不況を深刻化させた。そこで政府は 98 年から金融システムを安定化するために、金融機能安定化法や早期健全化法などに基づき預金保険機構を通じて、経営が悪化した大手銀行などに優先株や劣後債・劣後ローンなどの方法で公的資本注入を行ってきた。その総額は 12 兆 3869 億円にも上る。他に破綻した金融機関の預金保護のために債務超過分を穴埋めする金銭贈与を実施してきたが、日本長期信用銀行や日本債券信用銀行などに投入した 13 兆 8 千億円のうち 10 兆 4 千億円は既に損失が確定している。両行は破綻後に一時国有化され、再生処理を経て民間払い下げを受け、それぞれ新生銀行とあおぞら銀行として再生している。

02 年から政府は総合デフレ対策と金融再生プログラムを実施し、04 年度末までに不良

債権を半減させる目標を大手行についてはほぼ達成することができた。景気回復の過程で公的資金の返済も進み、預金保険機構の調べでは現在までに回収できた公的資金は6兆9803億円とほぼ半分になっている。

大手行は不良債権処理がほぼ完了し、前3月期決算では史上最高益を記録している。そこで金融当局の監視や制約を受ける公的資金は、なるべく早く返済する傾向にある。住友信託は04年に完済しているが、05年度は三菱UFJグループとみずほが1兆9千億円ほどを返済し、今年度は三菱UFJが6月に、みずほが7月に残債の全額返済をした。完済により米国での金融持株会社設立も可能となる。三井住友グループも残りの1兆1千億円を今年度中に全額返済する見通しである。りそなグループは依然と2兆9千億円の公的資金が残っているが、持続的な黒字定着の下で本格的な返済に取り組む予定である。

地銀では財務基盤の強いところは、京都銀行、池田銀行、富山銀行、静岡銀行、スルガ銀行などが規模の拡大などを通じて収益力の改善を目指している。また公的資金の返済の肩代わりを進めるところもあり、山口銀行はもみじホールディングスの優先株を買い取り、10月には経営統合する。福岡銀行は熊本ファミリー銀行の公的資金を肩代わりし、県境を越えた再編を睨んでいる。しかし地銀の収益力にはかなりのバラツキがあり、減益や赤字のところがあって、豊和銀行のように新たに公的資金注入を申請するなど下位行の経営は不安定である。

一部にまだ金融不安要因を抱えているものの、緩やかな景気回復基調が続く中で、大手行も地銀も主力行では不良債権処理はほぼ終わり、公的資金の返済も最終段階を迎えつつある。したがって、金融再生プログラムの目標である金融の再生と安定化は一応達成され、大規模な金融システム不安が再発する危険性は、非常に小さくなったといえる。

4. デフレ脱却が確実に量的金融緩和は解除へ

消費者物価（生鮮食品を除く全国総合）の伸びは05年10月以降明確にゼロ%以上に転じ、98年から続いてきたデフレからの脱却がいよいよ確実にとなってきたので、日銀は01年3月から導入した量的金融緩和政策の解除を06年3月9日に決定し、即日実施した。短期金融市場金利（コールレート）がゼロ%近くでは、それを直接的政策手段とする金利政策の自由度はないので、それに代わって市中銀行の日銀預け金（当座預金）残高を直接的手段として、過剰に積み増しさせるように金融を緩和する政策が量的金融緩和政策であ

る。市中銀行の預金に対する必要準備は5～6兆円で、これを日銀預け金として積み重ねなければならない。それ以上に日銀が通貨供給をすると、市中銀行は特に使い道のない過剰準備をもつことになる。量的緩和をしても特に銀行貸出が増えたわけではないが、大量の過剰準備が金融システム不安を和らげ、長短金利の低位安定化を促進して、銀行業績の回復に貢献し、デフレの悪化を食い止めたといわれる。30兆円超もの過剰な日銀預け金を積み増しさせたこの政策について、福井総裁は「金融不安の増幅がデフレスパイラルにつながるリスクを遮断する効果は強かった」と評価した。

5年振りの政策転換の内容としては、先ず直接的政策目標を日銀当座預金残高から翌日物コールレートに変更し、量的緩和を解除する。解除といっても30兆円超から一挙に減らすのではなく、金利急騰を招かないように、先ず10兆円程度まで徐々に減らし、数ヶ月かけて6兆円程度にまで戻していく。金融市場では05年後半頃からすでに織り込み済みであったといわれ、変更の政策効果は特には大きくないと見られる。解除後の金融調節では翌日物コールレートを概ねゼロ%に保ち、ゼロ金利政策は当面維持した。長期国債の購入も月額1兆2千億円で維持し、国債買いオペによる通貨供給増加で緩和基調を続けた。さらに政策運営の「新たな枠組み」として、中期的に望ましいと考える消費者物価上昇率を前年比で0～2%（中心値は約1%）とする中期的目安を明示し、一年ごとに見直すことに決めた。これは明確なインフレ目標とは違い、単に念頭に置かれた目安であって、福井総裁は「何らかのルールで縛られることは排除した」と説明した。しかし日銀が物価安定ルールを守って物価安定を達成する責任を持たばこそ、独立性や権限も明確となり、国民からの信頼も厚くなるであろう。

5. 景気拡大が続き、ゼロ金利も解除へ

日銀は量的金融緩和の解除後もゼロ金利政策を維持してきた。踊り場不況からの脱却が進む中で、株式市況(日経平均)は4月の17000円台から14000円台への調整局面を迎えたが、これは世界的に株高が進み過ぎたことへの調整過程と見る向きが多く、調整が一段落つけば再び実体経済の拡大に照応して上昇トレンドに向かうと見られる。実体経済面では景気回復基調が続き、銀行業績は史上最高益を記録するなど、改善が著しく、金融不安のリスクは極めて小さい段階に入ったといえる。米国経済は減速の兆しが見え始めたが、日本経済では個人消費や民間設備投資などが自律的回復を始めているので、日本経済への悪

影響は小さいと見られる。そこで日銀は7月14日の政策決定会合で、今後景気は持続的に拡大し、物価上昇も安定的に推移するとの見方から、5年4ヶ月振りにゼロ金利政策の解除条件が整ったと判断し、解除に踏み切った。翌日物コールドレートの誘導目標をゼロ%から0.25%へ引き上げ、同時に公定歩合を0.1%から0.4%へと引き上げた。金利がゼロ近辺で固定されるのではなく、金融市場でのバロメーターとして調節機能を発揮できるように弾力的に変動するようになれば、デフレ時における金融非常事態から漸く金融正常化へ向かって第一歩を歩み始めることになる。

ただし量的金融緩和解除の時と同様に、政府部内には時期尚早との見方がある。ゼロ金利解除で金利先高観が強まり、長期金利が上昇すれば、借入金利の上昇を通じて好調な企業設備投資に水を差す懸念がある。財務省も国債の利払い費が膨らむことを警戒している。そこで日銀は「当面、低い金利水準を維持することが可能」と述べ、ゼロ金利は解除したが当面は超低金利政策を維持し、再利上げを急がない方針を表明した。