



国際金融安定性報告書 2017年4月版

2017年4月6日

第二章：低成長と低金利下の金融仲介

要旨

先進国では国際金融危機以降、長期にわたり低金利と低成長が続いた。より長期的な視点に立つと、過去30年間にわたり実質金利は低下し続けている。直近では米国を中心に長期金利は反騰の兆しを見せているが、日本の経験に照らせば低金利状態からの恒久的な脱却がすぐにも実現する保証はない。多くの先進国では人口の高齢化や生産性上昇率の低迷など短期的な改善が望めない構造的な要因が重なり、低成長と名目・実質ともに低金利が続く均衡状態が定着する可能性がある。

このようなシナリオの下では、金融部門はどのように変貌するであろうか。本章では、金融政策の影響や短期的な変動を捨象して、金融部門への構造的な影響を分析する。結論的には、低金利状態の継続は金融機関経営に重大な影響を与え、長期的には銀行、保険、年金のビジネスモデルの変革と提供される金融商品の変更が余儀なくされると予測される。

低成長・低金利の均衡下では、イールドカーブは平坦化し、銀行収益を圧迫するとともに生命保険会社や確定給付型年金経営への悪影響も長く続くであろう。銀行が（かなり大幅な）マイナスの預金金利を設定できなければ、銀行収益は一層悪化する。預金への依存度が高く収益源の多様化が進んでいない小規模な銀行への影響は特に大きく、銀行統合への圧力は高まるであろう。国内外で利回り指向が高まり、自国市場でも進出先市場でも銀行部門が金融安定性への新たなリスク要因となることが考えられる。こうした予測は日本の銀行行動の歴史からも裏打ちされる。

低成長と人口高齢化により家計と企業の資金需要は減少し、家計にあっては流動性の高い銀行預金と取引関連サービスへの需要が高まることとなろう。この結果、このようなシナリオ下では先進国の国内銀行業務は手数料収入に基づくサービスの提供に徐々に傾斜していくと見られる。

年金の仕組みや生命保険会社の商品内容や収益モデルも長期的には大きく変化するであろう。低金利・低成長シナリオの下では企業が提供する確定給付年金はポータビリティの高い確定拠出型年金に比べ魅力が低下すると思われる。また、長寿化により医療保険と介護保険への需要が高まると予想される。また、生命保険会社が提供する利率保証型の長期貯蓄商品への需要が低下する反面、資産運用会社が提供する指数連動型のパッシブな投資商品への需要は高まると予想される。

こうした環境変化への適応は政策的に支援することが可能である。金融規制においては、短期的な痛みの緩和を目指した規制緩和要求に屈することなく、長期的な安定性確保へのインセンティブを提供するプルーデンス政策の枠組みを構築すべきである。銀行業への対応としては、銀行の円滑な統合を進め生き残りが期待できない銀行の退出を支援すると同時に、過剰なリスクテイクを抑えつつ「大きすぎてつぶせない」という問題が深刻化しないような政策を追求すべきである。生命保険会社が自らのビジネスモデルを変革することを促すためにも、経済価値に基づいたソルベンシー基準の適用が不可欠である。資産運用業の金融部門におけるシェアが拡大するのに合わせ、当該業務の監視と規制が一層重要になる。



国際金融安定報告書：2017年4月版

2017年4月6日

第三章：各国は国内金融環境のコントロールを失いつつあるか

要旨

グローバルに統合された金融システムの中で、自国の金融環境はどの程度統御可能なのであろうか。この問題は政策的にも学問的にも最近大きな関心を集めている。ここで言う金融環境とは、広く資金調達の容易さを指す概念であり、それを定量化することは政策の影響や経済の先行きを評価する上でも有益である。

金融統合の深化により、幾つかの理由で国内金融環境のコントロールが難しくなることが考えられる。第一に、国内政策目標を追求するに当たって、外的な要素により注意を払う必要が出てくる。第二に、グローバル化の進展により政策当局が自国の金融環境をコントロールすること自体が難しくなる。例えば、金融政策の効果が減殺されることなどが後者の例として考えられる。

本章では、各国国内金融環境の変動を説明する上で、共通するグローバルな要因の重要性がどう変化してきたかを分析している。分析に当たっては多くの先進国と新興市場国を通じて計測可能な金融環境指数（Financial Conditions Index=FCI）を開発した。その結果、グローバルな共通因子（グローバル金融環境指数）が個々の国のFCIの変動の20%ないし40%を説明できることが判明した。ただし、この要因の重要性は各国間でかなり大きく異なっている。さらに、グローバルな要因の影響はこの二十年間で必ずしも大幅には上昇していないようである。

グローバルな金融環境は大きな要因ではあるが、この分析によれば、金融政策等を通じ金融環境をコントロールする能力を各国は保持していると見られる。しかしながら、外的なショックが国内金融環境に波及するスピードは早く、必要な場合に迅速に効果的な対応をとることが難しくなっているとも見られる。本分析によれば、国内FCIの変動がグローバルな環境に左右される程度は新興国においてより大きく、これは新興国は予想される国際的な金融環境のタイト化に備える必要性が高いことを示している。各国は国内金融市場の規模を拡大することでグローバルなショックへの耐性を高めることが出来る。なかでも、国内の投資家ベースを拡大するとともに株式・債券市場の厚みと流動性を高めることで外的なショックの国内市場への波及を抑制することが出来る。