

低成長の長期化は金融業をどう変えるか

[ガストン・ジェロス](#)、[ジェイ・サーティ](#)

2017年4月6日

先進国経済が、力強さに欠ける成長、低金利、人口高齢化及び生産性の伸びの低迷を特徴とする長期の停滞に陥ると何が起こるのでしょうか。日本のそうした状況は銀行へ与えた影響の事例を提供しており、国際通貨基金（IMF）の分析はそれにとどまらず保険会社、年金基金、資産運用会社までも影響が及ぶことを示唆しています。

この経済の病のシナリオは既に現実のものになっていると主張する方もいらっしゃるかもしれませんが。結局、2008年の世界金融危機以後は金利も経済成長も低い状況が続いているからです。問題は、危機後のこの状況が第二次世界大戦以来われわれが予想するのが普通になっていた成長ペースからの一時的な離脱か、あるいは新たな常態の始まりであるかということです。一部の先進諸国で最近長期金利が上昇していますが、日本の経験は、それが低成長と低金利のくびきからの脱出が間近なのか、それが恒常化するのか確かにはわからないということを示唆しています。

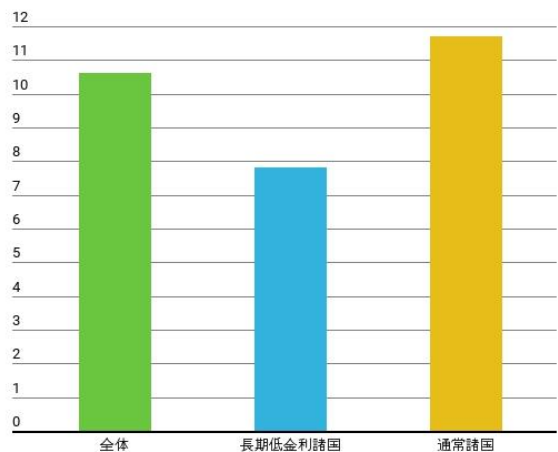
利ザヤの縮小

IMFの国際金融安定性報告書の第2章は経済の長期停滞による予想される影響を調査しています。影響の一部は既に現れています。いわゆるイールドカーブ、つまり長短金利の差は平坦化しています。一般的に言って短期資金を比較的安く借りて、それより高い金利で長期に貸し付けている銀行にとってそれは収入が減ることを意味します。また、銀行が預金金利をマイナスに引き下げるのは通常難しいことなので、金利低下は利ザヤを縮小させがちです。そして人口の高齢化と成長が減速したままであれば家計からの需要が減退しやすいため、融資量の増加による低利ザヤを補うことができなくなります。対照的に手数料ベースの売買サービスが増加することが期待できます。

利益圧迫

銀行の利益は低金利が長く続く間に大幅に低下した。

(株価収益率、単位は%)



出典: ブルームバーグ、フィッチ、IMF通貨・金融マニュアル、トムソン・ロイター・データストリーム、IMFスタッフ計算

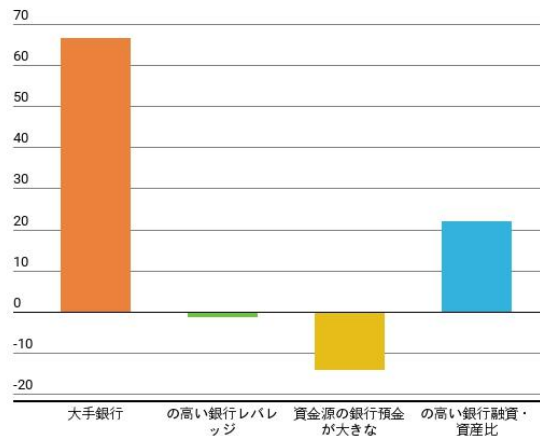
以下が長期停滞シナリオをより詳しく見たものです。

- **預金が資金源で業務が比較的多様化されていない小規模銀行**はこのシナリオで最も痛手を被ります。利益を確保するためにまずコスト削減、最終的には合併や破たんに追い込まれるかもしれません。
- **大手銀行**は新興国市場で新たなより利益の大きい拠点を求めて海外進出を広げそうです。
- **生命保険会社**も利益とソルベンシーへの脅威にさらされます。これらの会社の資産、それは債券などへ投資、保有するものですが、販売した保険の負債よりしばしば期間が短いものとなっています。これは、満期を迎えた資産をより低い利回りで再投資する一方、高い保険金支払いが継続せざるを得なくなる可能性があることを意味します。その結果、生保各社はさらに自己資本の調達を余儀なくされるかもしれません。
- **年金基金**は生命保険会社のように、より多くの自己資本を必要とするかもしれません。また、長期的に給付を減額しなくてはならなくなるでしょう。年金プランの確定給付型から確定拠出型への移行が続きます。
- **資産運用会社**は、より多くの人々が退職後用の貯蓄を株式、債券及びミューチュアルファンドの投資に向けるため、市場でのシェアが拡大します。また、保険会社からビジネスを奪うかもしれません。個人が終身年金のような比較的低利回りの保証型商品の代替金融商品を求めるからです。

この金融業界地図の変化に対し、政策担当者や規制当局はどう対処すべきでしょうか。以下がその一般的原則の一部です。

- 破たんしつつある会社の吸収合併や清算を簡単にして、残る銀行の利益率を向上させることを可能にすべきです。
- 銀行が過剰な金融リスクを取るインセンティブを限定し、
- もしまだ手を付けていないのなら保険会社と年金基金の財務状況を、経済価値に基づく資産と負債を一貫性を持った評価をすることにより掌握する枠組みを導入しなくてはなりません。

規模と業態
長期低金利の影響はビジネスモデルにより異なる。
(株価収益率での平均的銀行からのかい離、単位は%)



出典: ブルームバーグ、フィッチ、IMF通貨・金融マニュアル、トムソン・ロイター・データストリーム、IMFスタッフ計算



それに加え、金融システムの中でのシェアの拡大が続く資産運用会社を、より綿密に監視する必要があるかもしれません。規制当局は特に、指数にリンクしたパッシブ運用ファンドの人気の高まりによる金融安定性への脅威を監視する必要があるかもしれません。こうしたファンドに人気が高まることは投資の多様性を損ない、ファンド運用者に群集心理的行動を促す可能性があるからです。



ガストン・ジェロス IMF 金融資本市場局次長で金融・マクロブルーデンス政策部門の責任者。これまで同局の様々な部門を担当したほか、IMF 研修所、調査局、欧州局、西半球局などの IMF 各部署で勤務。アルゼンチン・ウルグアイ駐在代表も務めた。リサーチ分野はマクロ金融を広くカバーし、論文はさまざまな学術誌に広く掲載されている。エール大学で博士号、ボン大学で学位をそれぞれ取得。



ジェイ・サーティ IMF 金融資本市場局の国際金融安定性分析部門の副責任者。これまでに IMF の欧州局とアフリカ局で勤務。リサーチ分野は金融機関と市場、及びマクロブルーデンス政策。ボストン大学で経済学博士号を取得。