

# 日銀新体制が直面する超緩和策の副作用

## 次の経済ショックに対する

## 日本の政策発動余地は極めて限定的

東短リサーチ  
代表取締役社長 チーフエコノミスト

加藤 出

超金融緩和策が持久戦と化した結果、2期目に入った黒田新体制はそれによる副作用に直面すると予想される。日銀に追加緩和余地がほぼなくなり、次の経済ショックに対してあまりにも脆弱となっている。また、現状のイールドカーブのまま日本が景気後退に陥ったら、金融機関経営、ひいては金融システムの安定性がいま以上に揺らぐ。政府・国会が低金利に甘えて財政再建を遅らせる中、日銀は事実上の財政ファイナンスから抜け出せなくなり、長期的には財政信認悪化から「悪い円安」の到来が懸念される。



### 継続した

### 金融政策。ポピュリズム

安倍政権は黒田東彦日銀総裁を再任し、新たに2人の副総裁に、日銀理事からの昇格となる両宮正佳氏とリフレ派経済学者で早稲田大学教授の若田部昌澄氏を任命した。

この構図は5年前とまったく同じだ。アベノミクス開始にあたって安倍首相は黒田氏を総裁

に指名すると同時に、元日銀理事の中曾宏氏とリフレ派経済学者の代表格だった岩田規久男氏を副総裁に選んだ。今回の人事は、これまでの超金融緩和策を変える必要はない、という政府からのメッセージと解釈することができる。

しかしながら、これは不可解な判断でもある。なぜなら、黒田日銀に課せられた最大の使命だった早期のインフレ目標達成

は失敗している。異次元緩和策のバックグラウンドにあったリフレ派理論が間違っていたこともこの5年間で明確となった。

岩田前副総裁は就任前年に出版した著書で、2%のインフレを実現するのに必要なマネタリベースは162兆円程度であり、インフレ目標を宣言すればかなり少ない額で達成できると主張していた。現在のマネタリベースは480兆円に達して

いる。しかし、コアコアCPI（生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価指数）はこの2月時点でまだ0・5%だ。

それなのに政権が今回の人事を決めたのは、インフレ目標に向かって日銀が国債の金利を超低水準に抑え込み、ETF（上場株式投信）を大規模に購入して株価を下支えし、それらによって円安にするという効果が大变心地よかったからだと思われ

# 金融庁と財務局が信金・信組のガバナンスを問題視

6月下旬に一齐に開かれる信金・信組の総代会シーズンが間近に迫る中、金融庁と財務局が「信金・信組のガバナンス」に対する問題意識を強めている。一部の信金・信組で経営者の高齢化や長期政権化が起きており、それによって収益力の低下やガバナンス不全がもたらされている傾向があるためだ。金融庁と財務局は、上場企業を守るべき行動規範であるコーポレートガバナンス・コードも参考にしながら、ガバナンスに問題を抱える信金・信組に対して改善を促していく。

## 会長を置く信金ほど 収益力が低下

関東財務局は3月29日、「協同組織金融機関のガバナンスについての一考察」と題する分析結果をホームページに掲載し、管内にある72信用金庫のガバナンス状況について言及した。それによれば72信金の経営トップの在任期間は10年前と比べて全般的に長期化しており、会長を置く信金（注）は、置かない信金に比べて当期純利益の減少幅が大きいという（図表）。こうした分析結果をもとに、「適切なガバナンスが将来にわたって持続的に発揮されるよう、ガバナンスの質の向上（優秀な経営者を選ぶ、枠組みの策定等）を図っていくことも重要」と指摘している。

関東財務局はこの文書と同時に、「中小企業の経営者交代有無別に見た経常利益率

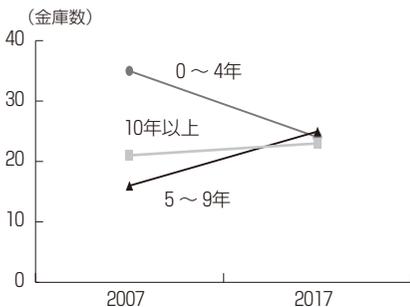
の推移」と題する分析結果も掲載。「中小企業の場合（中略）、経営者の高齢化が進展し、経営者が交代していない企業より、経営者が交代した企業のほうが収益力が高い」と言及している。

金融庁の定例レポート等での情報発信ならともかく、その出先機関である関東財務局がこうした見解を公にするのは極めて異例のことだ。これらの記述からは、一部の協同組織金融機関で経営者の高齢化や長期政権化が起きており、それによって収益力の低下やガバナンス不全を招いているのではないかといった当局の危機感が読み取れる。

実際、ある金融庁幹部は「長期政権自体が悪いことではないが、ガバナンス態勢の見直しや新陳代謝を働かせる必要がある信金があるのは確か」と話す。

金融庁や財務局が行っているモニタリン

管内信金の経営トップの在任期間



※各年度の基準時点（7/1）において、会長在任の場合は、会長の在任期間（理事長就任からの通算在任期間）、会長非在任の場合は、理事長の在任期間について集計。

管内信金の本業利益と当期純利益



※本業利益＝貸出残高×預貸金利回り差＋役員取引等利益－経費

# 本格的な米中貿易戦争は杞憂

## 無秩序な貿易戦争の回避に向けて

### 現実的な落としどころが示される公算

トランプ米政権は今年1月下旬以降、強硬な通商政策を実行に移し始めた。中国側もただちに對抗措置を取る中、米中貿易戦争への突入が金融市場で懸念されている。しかし、米中とも制裁措置の発動を一部猶予しており、水面下での協議を進める意向がうかがえることから、互いに無秩序な貿易戦争を仕掛ける意図はないと考える。このため、米中通商協議の長期化をメインシナリオとして、当面ドル円相場は1ドル＝105～110円で推移する時間帯が多くなる。

三井住友アセットマネジメント  
シニアストラテジスト

市川 雅浩



#### 相次ぐ強硬な米通商政策

トランプ米政権は発足2年目となる今年、強硬な通商政策を実行に移し始めた。年初からここまで動きを振り返ってみると、以下のとおりになる。

まず、トランプ米政権は1月22日、通商法201条に基づき、太陽光パネルに緊急輸入制限（セーフガード）を発動すると

発表した。背景には、安値攻勢をかける中国企業によって米国内の産業が被害を受けているとの懸念があったと推測される。

また、住宅用の大型洗濯機にもセーフガードの発動を決定したが、これは韓国家電大手を念頭に置いた措置であろう。

次に、トランプ米政権は3月1日、安全保障を理由として、通商拡大法232条に基づき鉄鋼とアルミニウムの輸入制限を

発動し、鉄鋼に25%、アルミニウムに10%の追加関税を課す方針を表明した。輸入制限は3月23日に発動されたが、鉄鋼とアルミニウムは中国製が標的とみられ、カナダ、ブラジル、メキシコ、欧州連合（EU）、オーストラリア、アルゼンチン、韓

国の7カ国・地域への適用は5月1日まで猶予された。なお、中国と同様、日本にも猶予期間が設定されなかったが、日本製

は高性能のため、関税引上げでも需要はあるとの見方が多い。

そして、トランプ米大統領は3月22日、中国による知的財産権の侵害を理由に、米通商代表

部（USTR）の報告に基づき通商法301条を発動し、中国製品に制裁関税を課す大統領令に署名した。この措置は、①中国の不公平な技術移転の慣習を世界貿易機関（WTO）に提訴する、②少なくとも500億<sup>ドル</sup>