

門間 一夫の
経済深読み

低金利の弊害を巡って

～日銀レビューへの期待～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2023年7月24日

7月会合でYCCの修正はあるか

日銀が7月27～28日の金融政策決定会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）を修正するとの見方が市場の一部にある。典型的には、10年物国債金利の上限を現行の0.5%から、0.75%あるいは1%に引き上げるという見方である。消費者物価の上昇率は日銀の目標である2%を超えており、30年ぶりの幅となる賃上げも実現しているからである。

一方で、安定的・持続的な2%物価目標の達成はなお確率が高いとまでは言えない。海外経済の先行きを中心に日本経済を巡るリスクも大きい。日銀はそれらを慎重に判断するのでYCCの修正はないと筆者は予想するが、国債市場への副作用などとのバランスも考えて、そろそろ修正する頃合いだと日銀が決断しても驚きはない。

いずれにせよ、マイナス金利の解除など本格的な正常化はまだ先であり、現状に近い金融緩和がしばらく続く可能性が高い。こうした長期にわたる低金利政策には様々な批判がある。主なものだけでも、①非効率な企業を温存する、②財政規律を弱める、③バブルを引き起こす、の3つがある。

これらはいずれも、低金利が資源配分を「不当にゆがめる」と主張するものなので、仮にこうした批判が正しいなら、日銀は長期にわたり日本経済に悪影響を与えている、ないし悪影響が生じるリスクを高めているということになる。これは、YCCが当面どうなるかなどとは比べ物にならない重大な論点であり、もっと議論されてよい。

筆者の考えを言えば、以上の3つの批判には誤解や不確かな要素も含まれているように思う。だからと言って、過去10年以上にわたる異次元緩和、さらには25年以上にわたるほぼゼロ金利の金融政策が、全面的に正しかったと言うつもりはない。それでも低金利に対するこれら「重大批判」については、それが本当なら大問題であるだけに、以下を踏まえて冷静に議論を深めるべきだと思う。

低金利は非効率の温床か

「低金利が非効率な企業を温存する」という批判の背後にあるのは、非効率な企業を退出させれば、非生産的な使われ方をしていた資金や労働者が生産性の高い企業に移動し、経済全体の成長が

高まるという世界観である。しかし、借入れコストの上昇は生産性や成長力の高い企業にとっても追加的な負担となり、それら企業の設備投資や雇用意欲はその分抑制される。他の条件が一定なら、金利の引き上げは経済全体の勢いを弱め、非効率な企業の退出と失業者の増加をもたらすだけである。

初心に返り、経済のダイナミズムがどこから生まれるのかを考えてみると、それは強いビジネスモデルや野心を持った企業の挑戦や成長が、周囲に引き起こす化学反応である。弱い企業をつぶせば強い企業が生まれる、というわけではない。強い企業がまずあり、そのエネルギーが競合相手には退出や変革の圧力となる一方、補完領域には新たな成長機会を生み出して、リソースの再配分を刺激していくのである。そういう成長企業こそ多額の資金を必要とするのだから、低金利はむしろ新陳代謝を促す方向に作用するはずである。

重要なことだが、今の話とは別に、中小・零細企業を支援する各種制度をどう考えるかという論点はある。例えば、中小・零細企業向けに特化した優遇的な融資制度は、確かに非効率の温存をもたらす可能性がある。ただ、そうした支援は、地域の雇用や弱い立場にある企業へのセーフティネットとして、もともと効率性や成長性とは別の価値観に基づいて実施されているものである。各種政策の背後にはそれぞれの哲学があり、そのどれもが「効率性」を最優先しているわけではない。そのこと自体の是非はよく考えてみるべきかもしれないが、それは日銀の低金利政策とは全く別の話である。

低金利は財政規律を弱めているか

次に、「低金利が財政規律を弱めている」という点はどうだろうか。この問いに答えるには「財政規律の低下」の定義が必要である。筆者の印象では、政府の意思決定過程で「国債発行へのハードルが下がる」、あるいは実際に「国債発行が増える」ことを、財政規律の低下と捉えている議論が少なくないように思う。しかし、「規律の低下」という言葉には「望ましくない」という価値判断が既に含まれている。ならば、国債発行の増加やその方向に政策姿勢が傾くことが、いかなる意味で「望ましくない」のかについて、まずは評価基準が必要である。

例えば欧州では今、財政支出がインフレ圧力を高めている一因であるとして、欧州中央銀行（ECB）が警鐘を鳴らしている。そのECBも低インフレを心配していた時は、せっかく低金利にしているのだから政府はもっと国債を発行すべきだと言っていた。これは国債の発行が過大か過小かについてのひとつの評価基準であり、それを適用すれば国債発行が望ましいか望ましくないかは物価情勢によって変わる。

仮に日本でも物価情勢を評価基準にするならば、過去20～30年にわたる政府債務の増大を「望ましくなかった」と瞬時に切り捨てることはできない。今現在の国債発行についても同様である。日銀は2%物価目標の達成になお自信を持っていないし、政府も骨太の方針で「デフレ脱却」を目指している段階だからである。

2%物価目標そのものは日銀の政策目標であるが、その達成を政府も強く望むのであれば、その望みと整合的な方向で財政政策が運営されるのは自然な成り行きである。「低インフレは大問題だ」というのが政府の認識である限り、責任ある政治のもとでこそ、低インフレ下の財政拡張は「正義」になる。

そう考えると、財政規律を巡る議論は、マクロ経済政策（財政政策と金融政策）が全体として目指すべき経済の姿をどう認識するかという論点と、密接不可分である。ちなみに、日銀の金融政策決定会合の議事要旨を読む限り、政府の出席者は日銀に対し「2%物価目標の持続的・安定的な実現を期待する」旨の発言を常に行っている。2%物価目標の重要性は政府・日銀の間で強く共有されているようだが、「本当にそれでよいのか」を問わずして財政規律の問題をきちんと論じることは難しい。

2%物価目標でないとすれば、マクロ経済政策は何を目指すべきなのだろうか。今のところ筆者にも良い答えはない。しかし、「低金利が財政規律を弱めている」という一見自明な批判には、そういう難しい論点が隠れていることを意識しておきたい。

低金利はバブルを引き起こすのか

マクロ経済政策の観点からバブルを定義するとすれば、資産価格の上昇などの金融現象のうち、その巻き戻しが経済の振幅を大きくし、結局は資源配分をゆがめて中長期的な成長力を弱めるもの、ということになるだろう。したがって、低金利が問題だと言うためには、その低金利のもとで起きている、あるいは起きそうな資産価格の上昇などが、今定義した意味でバブルに当てはまることを具体的に論じなければならない。「低金利はバブルを引き起こす」という一般論はあまり意味を持たない。

筆者の認識では、低金利が続いていた過去25年以上の間、バブルらしいバブルは日本では起きなかったし、今も起きていないと思う。しかし、これからも起きないという保証はないし、現状についても見落としがあるかもしれない。

日銀にも当然その問題意識はある。日銀は展望レポートや金融システムレポートで、資産価格の変動を含む幅広い金融面の事象について、中長期的なリスクの評価を定期的に行っている。それでも将来のことは確率論的にしか評価できず、完璧な分析もありえない。低金利政策を行っている張本人の分析ではリスク評価が甘くなるのではないかと疑われかねない面もある。

したがってこの問題については、日銀だけに任せるのではなく、様々な立場や角度から複眼的にリスクを評価することが重要だと思う。政府の経済財政諮問会議などでも定期的に議論すべきであるし、民間識者によるチェックも欠かせない。

日銀レビューへの期待

日銀は過去25年の金融政策を対象に多角的レビューを始めた。作業の途中でも部分的に情報発

信されるようだが、最終的にまとまるのは来年夏以降になりそうだ。

レビューの中では「(金融政策が) 副作用を含めて金融市場や金融システムに及ぼした影響についても分析する」とされている。YCCが国債市場に与えた影響や、マイナス金利が金融システムに与えた影響などは、ほぼ確実に分析の対象になるだろう。

それはそれで良いのだが、過去25年の低金利政策、とりわけ過去10年の異次元緩和を巡っては、本稿で取り上げた重大な副作用(非効率、財政規律、バブル)を指摘する識者が多い。これらは中長期的な資源配分、ひいては日本経済の成長力に関わる重大な論点である。

本稿では筆者なりの視点を示したが、日銀自身がこれら重大論点をどう考えているのか、せっかくレビューを行うなら見解を示すべきであろう。多くの識者の懸念に向き合わず素通りすることは、中央銀行のコミュニケーションとしても誠実でない。

実践的な意味でも、仮に来年も2%物価目標が達成できなかった場合、日銀の金融緩和はさらに長期化することになる。その際、YCCやマイナス金利さえ撤廃すれば持続性のある金融緩和になるのだろうか。より広義の低金利政策を長く続けることには問題ないと考えてよいのだろうか。今回のレビューは、その後の金融政策のあり方について羅針盤になりうるものである。技術的な分析にとどまらず、骨太な論点への踏み込みを期待したい。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。