

2022年10月13日 全13頁

10年目を迎えた日銀の「量的・質的金融緩和」の成果と課題

YCCは当面の間大きな政策効果を発揮するも将来の課題は山積

経済調査部	シニアエコノミスト	久後 翔太郎
	シニアエコノミスト	佐藤 光
	研究員	和田 恵
金融調査部	研究員	瀬戸 佑基

[要約]

- 本稿では、2013年に導入された日本銀行の「量的・質的金融緩和」の変遷を振り返るとともに、現在の枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(YCC)について、その成果と課題を検討する。
- YCCは国内でのインフレの進行や米国での金利上昇といった長期金利に対する上昇圧力が強い局面においてその効果が強く表れる。YCCの導入によって、2017年度から19年度の間、実質GDPは13兆円程度、コアCPIは0.4%程度押し上げられたとみられる。また、先行きについても、長期金利の上昇を抑制することで、当面の間、比較的大きな政策効果を発揮することが期待される。
- 今後の課題としては、①YCC終了に伴う市場の混乱リスク、②低金利の長期化による生産性低迷、③金利正常化局面での財政負担増加リスク、が挙げられる。①と③に関しては、2%の物価安定目標を達成した後、出口戦略の実施に伴い顕在化する可能性が高い。「量的・質的金融緩和」の導入当初から指摘されていた出口戦略のリスクについて、未だ十分な説明がなされていないことは大きな課題として挙げられる。

はじめに

2013年に導入された「量的・質的金融緩和」(QQE)は、「マイナス金利付きQQE」、「長短金利操作付きQQE」(イールドカーブ・コントロール、YCC)と内容を変えながらも10年目を迎えた。この間、金融政策運営上の課題に直面するたびに、政策や制度設計を柔軟に見直すことで、金融緩和を粘り強く続けてきた。一方、当初は2年間で実現するとしていた2%の物価安定目標の達成は未だ見通せない。それだけでなく、出口戦略も不明確であり、多くの課題が残されている。本稿では、QQE導入後の金融政策の歩みを振り返るとともに、YCCを中心にその政策効果を検証した上で、将来の課題について考察を行う。

結論を先取りすると、**図表1**の通りである。YCC導入後の2017年度から新型コロナウイルス感染拡大前の2019年度までの3年間で、YCCは10年債利回りを最大1.7%pt程度押し下げ、実質GDPを13兆円程度、コアCPIを0.4%程度押し上げたと推計される。感染拡大で経済が急速に縮小した2020年には、YCCが機能することで金利の過度な低下を回避し、経済への悪影響を抑制したとみられる。2022年春以降は米連邦準備制度理事会(FRB)による積極的な金融引き締めによる影響を受け、日本の長期金利にも上昇圧力がかかっているが、誘導目標の上限である0.25%を概ね下回っており、YCCによる長期金利の上昇抑制効果は大きいとみられる。

YCC(または財政政策とのポリシーミックス)の今後の課題としては、①YCC終了に伴う市場の混乱リスク、②低金利の長期化による生産性低迷、③金利正常化局面での財政負担の増加リスク、が挙げられる。①と③に関しては、2%の物価安定目標を達成した後、出口戦略の実施に伴い顕在化する可能性が高い。同政策の導入当初から指摘されていた出口戦略のリスクについて未だ十分な説明がなされておらず、将来的な政策の不安定化懸念が残る。

図表1：10年目を迎えた量的・質的金融緩和(QQE)の成果と課題

これまでの「量的・質的金融緩和」の成果

【YCC導入後(2017~19年度の3年間)における政策効果】

10年債利回り (最大値)

▲1.7%pt

実質GDP

+13兆円

コアCPI

+0.4%

⇒ 足元では日米の金利格差の拡大でYCCの効果が高まる

今後の課題

YCC終了に伴う 市場の混乱リスク

- ✓ スイス・オーストラリアは外圧により政策修正
- ✓ いずれも終了時に金融市場が混乱

低金利の長期化による 生産性低迷 ("Low for Long")

- ✓ 低生産性企業 ↑
- ✓ 産業の新陳代謝 ↓
- ✓ 潜在成長率 ↓

金利正常化局面での 財政負担の増加リスク

- ✓ 財政収支 ↓
- ✓ 公債等残高 ↑

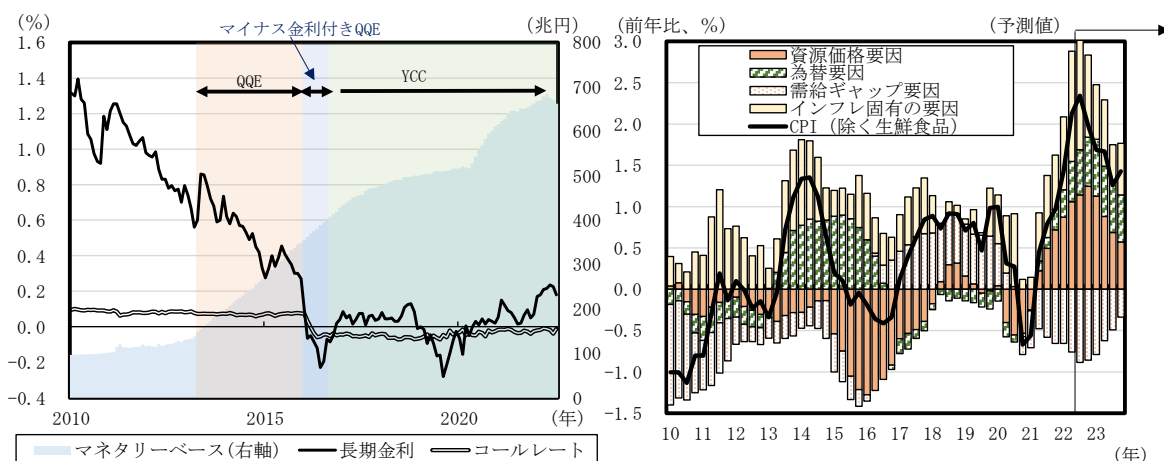
(出所) 大和総研作成

「量的・質的金融緩和」の振り返りと直面する課題

【量的・質的金融緩和】：期待形成の変化を通じて、円安の進行を促進

早期に物価安定目標を達成するために2013年に導入されたQQEは、操作目標を金利からマネタリーベース（日本銀行券発行高と貨幣流通高の合計）へと変更し、その残高を2年間で2倍にするものであった。マネタリーベースは導入後に急速に増加し、10年国債利回り（長期金利）は低下を続けた（図表2左）。為替市場では2012年秋から見られた円安の流れを継続させる効果をもたらしたと考えられる。結果として、コアCPI（生鮮食料品を除く総合ベース）の上昇率は円安や期待インフレの高まりを主因に急速に高まり、デフレ脱却への期待感が強まった（図表2右）。

図表2：黒田総裁就任以降の金融政策（左）とコアCPIの動向（右）



(注1) 右図は、実質WTI指数(WTI指数を米国CPIでデフレートした値)、名目実効為替レート、需給ギャップ、消費者物価指数の4変数でVARモデルを構築し、ヒストリカル分解によって寄与度を算出。需給ギャップ以外の変数は対数差分系列を使用。
 (注2) コアCPIは、携帯電話通信料の引き下げ、消費税率の引き上げ等の特殊要因を除くベース。
 (注3) 先行きは大和総研による予測値を使用。
 (出所) Bloomberg、日本銀行、総務省、BIS、BLS、CBO、Haver Analytics、川本卓司・中浜萌(2016)「『総括的検証』補足ペーパーシリーズ④：なぜ2%の『物価安定の目標』を2年程度で達成できなかったのか?—時系列分析による検証—」(日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.16-J-13)より大和総研作成

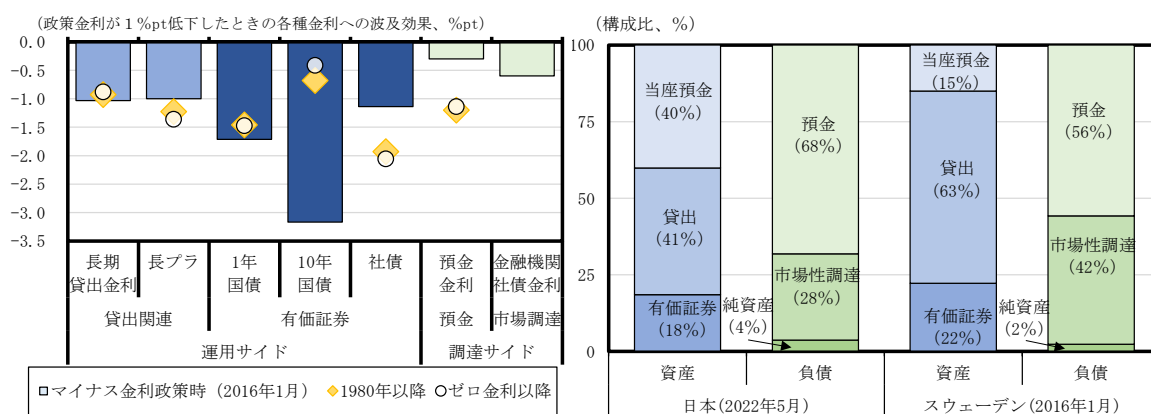
しかし2014年に入ると、コアCPIの上昇は頭打ちとなった。4月の消費税率引き上げによって実体経済の回復が短期的に抑制された側面もあるが、同時期には円安による物価の押し上げ効果が頭打ちとなり、2014年後半以降は原油価格が急落した影響が大きかった。資源輸入国である日本にとって、原油価格の下落は実体経済にプラスの効果をもたらすが、同時に期待インフレ率の低下が懸念された。その弊害を重く見た日本銀行は2014年10月に量的・質的金融緩和の拡大を図ったものの、物価上昇の加速は見られず、QQEによる物価安定目標の達成は困難となった。

【マイナス金利付き QQE】：金利低下の負の側面が顕在化

そこで日本銀行は2016年1月に操作目標を金利に戻し、政策金利の誘導目標をマイナスへと引き下げた。マイナス金利付き QQE の導入である。

しかし、マイナス金利下での金融政策の波及効果は、プラス圏のそれとは大きく異なった。国債など金融機関の運用サイドの各種資産金利は概ね従来通り低下した一方、預金など調達サイドの金利の低下幅は小さかったため、金融機関の収益環境は悪化した（**図表 3 左**）。こうした状況の中、すでに預金金利が下限に達しているのであれば、さらなる金利の低下は金融引き締め効果をもたらしかねない。すなわち、追加の利下げによっても調達金利が下がらない中、銀行がコントロールすることのできない有価証券の運用利回りが低下すれば、収益を確保するためには銀行は貸出金利を引き上げざるを得なくなる可能性がある¹。

図表 3：利下げ時の各種金利への波及（左）と日本とスウェーデンの銀行のバランスシート（右）



（注）「政策金利が1%pt低下したときの各種金利への波及効果」は、各種金利の低下幅を政策金利の低下幅の絶対値で除した値。「1980年以降」及び「ゼロ金利以降」は、利下げ時の中央値を掲載。「金融機関社債金利」については、長期系列が取得できないため、マイナス金利政策時のみ掲載。「長プラ」は「長期プライムレート」。

（出所）Bloomberg、日本銀行、スウェーデン統計局より大和総研作成

図表 3 右では日本と同じくマイナス金利政策を採用し、その深掘りによって金融緩和の強化を図った2016年初のスウェーデンと直近の日本の銀行セクターのバランスシートを比較している。日本の特徴として、運用サイドでは貸出の割合が小さく、調達サイドでは預金の割合が大きいことが挙げられる。市場性調達金利（銀行が発行する社債などの金利）は低下しているが、社債等による資金調達には限度がある。よって現状では、日本銀行が政策金利を一段と引き下げたとしても、銀行の調達コストは比較的低下しにくく、結果として収益悪化を補うために必要な貸出金利の上昇度合いが大きくなり得る。すなわち、リバーサルレート（一段の政策金利の引き下げが景気に対して逆効果を持つ金利水準）を政策金利が下回った際に、金融引き締め効果が表れる可能性が示唆される。

¹ 例えば、Eggertsson et al.(2019)では、こうした行動を織り込んだ上で、負の経済ショックに対する政策金利の引き下げが貸出金利に与える影響を確認している。預金金利の下限がない場合と比較し、下限が存在する場合には貸出金利が高くなり得ることが指摘されている。

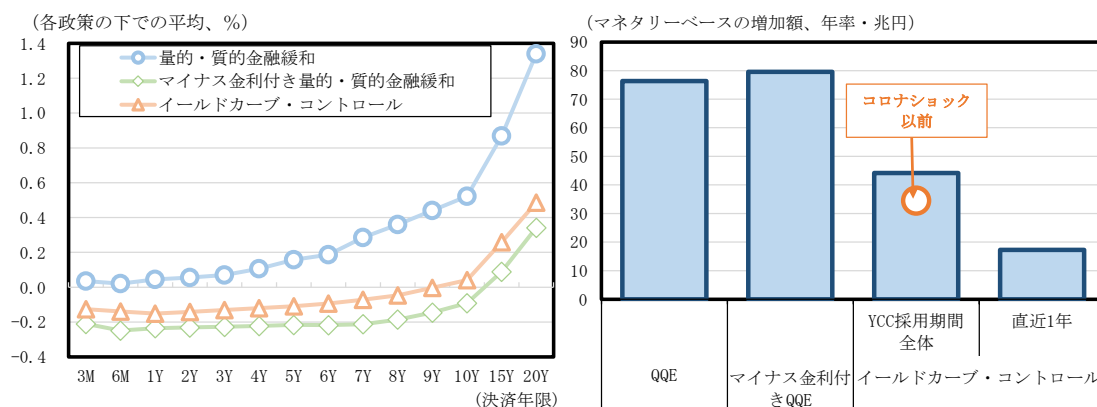
【YCC】：金融政策の持続性と金利低下の弊害の双方に配慮した枠組み

マイナス金利付き QQE の問題に対応するため 2016 年 9 月に導入されたのが YCC である。国債の残存期間 10 年までを中心として、イールドカーブ（利回り曲線）全体をコントロールする。金利の過度な低下を抑制するとともに、上昇圧力も緩和することで、金利を安定させることが企図されている（**図表 4 左**）。

YCC の運営で中心的な役割を果たしているのが「指値オペ」である。固定金利での買入を通じて、日本銀行が国債の価格形成に直接的に介入するために導入された新たなオペだ。需給面のみから金利の引き下げを図った QQE の制度設計とは一線を画す。マネタリーベースは YCC でも操作目標ではないが、コア CPI 上昇率の実績値が安定的に 2% を超えるまでマネタリーベースを拡大させるという「オーバーシュート型コミットメント」を打ち出すことで、政策の持続性が一定程度確保されている（**図表 4 右**）。指値オペにより、平時にはマネタリーベースの拡大を伴わなくとも金利を低水準に維持できるようになったことで、マネタリーベースの増加ペースは YCC 導入後に急速に鈍化した。YCC は金利の低位安定を通じて政策効果を高めつつ、金融政策の持続性や出口戦略の円滑化にも配慮された枠組みといえる。

QQE は直面する課題に対応しながらその枠組みを変化させ、YCC に至った。2023 年には新総裁人事が控えるものの、現在の枠組みは当面維持されるだろう。そこで、以下では同政策が継続されるとの前提の下、その政策効果について考察を行う。

図表 4：各政策における平均的な金利水準（左）とマネタリーベースの増加額（右）



(出所)Bloomberg、日本銀行より大和総研作成

イールドカーブ・コントロールの政策効果

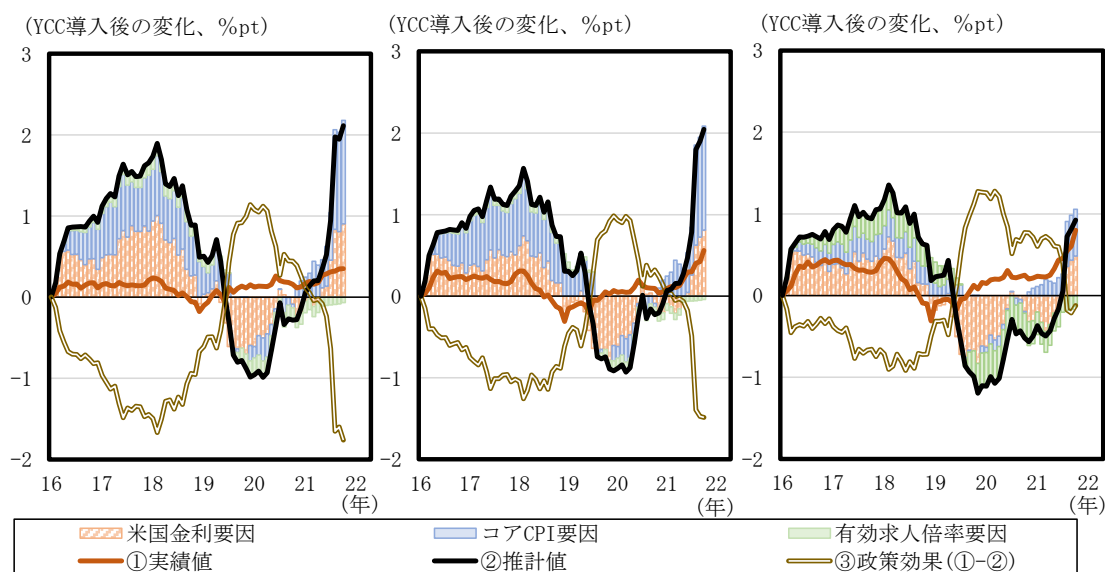
YCC が果たす 2 つの役割

YCC では、10 年以下のゾーンを中心にイールドカーブ全体を操作することを目標としているが、これには 2 つの役割がある。1 つは、「金利の上昇を抑制すること」である。景気拡大期やインフレ局面に生じる金利に対する上昇圧力を YCC により抑制することで、伝統的な金融政策の波及経路を通じて、景気の拡大を図る経路である。もう 1 つは「金利が下がりすぎることを抑制すること」である。両者は一見矛盾するように見えるが、先に述べた通り、現在のような低金利環境下では、政策金利の低下が貸出金利の上昇を通じて景気に悪影響を与えかねない。よって、過度な金利低下を抑制することも YCC の重要な役割の 1 つである。

局面ごとに見た YCC の政策効果

以上の 2 つの役割を念頭に、**図表 5** では YCC 導入以降の各種年限における政策効果の計測を試みた。ここでは、2021 年に日銀が公表した「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検【背景説明】」内の分析を参考に年限ごとの長期金利関数を推計し、YCC がなかった場合に想定される各種金利の上昇幅（②推計値）と実績値の差分を政策効果と捉えている。長期金利関数には、米国長期金利、コア CPI 上昇率、有効求人倍率（景気の代理変数）を用いており、YCC 開始時点からの変化を見ることで、いずれの要因が長期金利に対して上昇圧力を生じさせていたかを考察している。簡素な試算であるため、結果は幅を持って解釈する必要があるが、いくつかの興味深い特徴が見て取れる。

図表 5：年限別に見た YCC の金利押し下げ効果（左：10 年債、中：20 年債、右：30 年債）



(注) 推計値は下記の推計式により算出。推計期間は1990年1月～2016年1月。

各年限の日本国債利回り = $\alpha + \beta_1 \times$ 被説明変数 + 同年限の米国債利回り + $\beta_2 \times$ コアCPI（前年比、消費税の影響を除く） + $\beta_3 \times$ 有効求人倍率

(出所) Bloomberg、総務省、厚生労働省より大和総研作成

2016年から2018年においては、YCCが導入されていなかった場合に、YCC導入時より10年債利回りが2%ptほど高まった可能性が示唆される。この間、米国での利上げの進展で米国長期金利が上昇していたほか、日本国内でもインフレ率がやや高まっていたこともあり、長期金利への上昇圧力は強まっていたとみられる。しかし、実際には長期金利は低位で推移していたため、YCCが長期金利の上昇圧力を緩和して、比較的大きな政策効果が発現したとみられる。

その後の新型コロナウイルス禍では、景気の急落による米国の長期金利の急低下や有効求人倍率の悪化を反映して推計値は大幅に低下した一方、実際の低下幅は限定的であった。これはYCCが景気引き締め効果を有していたと考えることもできるが、先に述べた通り、さらなる金利の低下が経済に負の影響をもたらし得る状況にあることを考慮すれば、YCCは金利の低下を防ぎ金融システムの安定を維持したと評価できよう。

足元では、米国長期金利の上昇や資源価格の高騰及び円安を主因とした国内でのインフレの進行もあり、2018年ごろの局面と比較しても、長期金利の上昇圧力は強まっている。こうした状況の中、一時はYCCの修正観測が強まったものの、日本銀行はYCCを継続する方針を維持している。長期金利は引き続き低位にあり、足元でのYCCによる金利上昇抑制効果は非常に大きいと考えられる。

視点を変えて10年債、20年債、30年債における直近の政策効果を確認すると、国債の年限が長くなるほど政策効果が小さくなる傾向が見られる。YCCの誘導対象が10年債利回りであり、同年限までについては積極的な国債の買入によるイールドカーブ全体を抑える効果が強く働いている。それ以降の年限については、相対的に国債の買入規模が小さいことから、年限が長くなるほど、債券市場において市場原理が働く度合いが大きくなっているとみられる。結果として、30年債については政策効果が極めて小さくなっており、フェアバリュー（適正な価格水準）に近い水準である可能性が示唆される。

YCCによる金利上昇抑制効果の実体経済への影響

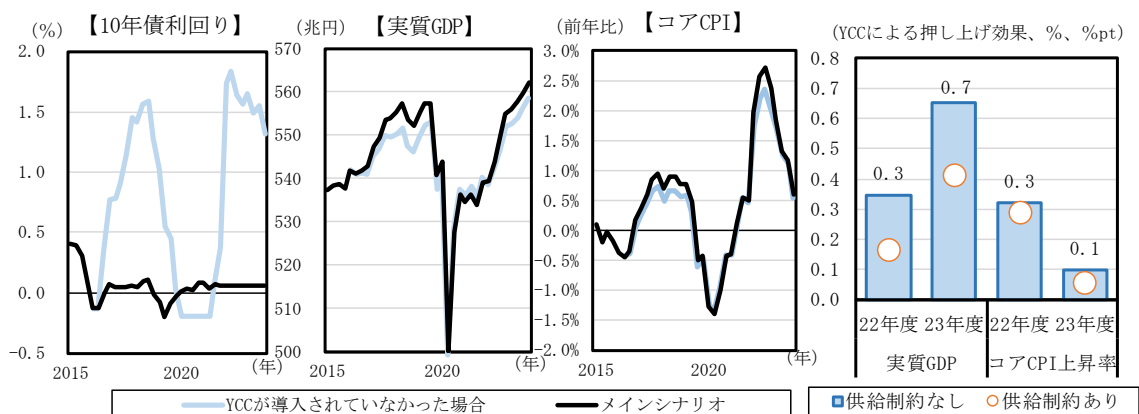
以上の分析を踏まえ、YCCによる金利上昇抑制効果を先行きまで織り込んだ上で、YCCが実質GDP及びコアCPI上昇率に与える影響を試算した結果が**図表6**である。

先に見た通り、YCC導入後からコロナショックまでの間、YCCによる長期金利の押し下げ効果は大きかった。換言すれば、YCCが導入されていなかった場合、金利水準は実際よりも高かったとみられ（**図表6左：水色**）。こうした仮想的な金利水準の下では、企業の設備投資が抑制されるだけでなく、円高を通じて輸出も抑制される結果、実質GDPの水準は実績値と比較して低くなるとみられる。結果として、需給ギャップもより低位にあったと考えられることから、フィリップス曲線を想定すれば、コアCPI上昇率も実績値よりも低かったと考えられる。当社のマクロモデルを用いてこうした波及経路を加味したうえで、YCCによる長期金利の上昇抑制効果が実体経済に与えた影響を試算すると、2017年度から2019年度までの3年間で、実質GDPを13兆円程度、コアCPIの水準を0.4%程度押し上げたとみられる。

先行きに関して、当社では米国では利上げが進展する中、米国長期金利は基調としては緩やかな上昇を続けると見込んでいる。また国内に目を向けると、コア CPI 上昇率が 2022 年内は前年比+2%超で推移する見込みである。他方で、長期金利に関しては、誘導目標の上限である 0.25%で推移するとみている。このため、米国における利上げ及び国内のインフレが進展するほど、YCC による金利上昇の抑制効果は高まることが予想される（**図表 6 左**）。金利水準の低位安定がラグを伴って実体経済を押し上げることを踏まえると、YCC は当面の間比較的大きな政策効果を発揮すると見込まれる（**図表 6 右**）。実際、モデルシミュレーションの結果からは、YCC が導入されていなかった場合と比較すると、実質 GDP の水準は 2022 年度に 0.3%程度、23 年には 0.7%程度押し上げられるとみられる。また、コア CPI 上昇率に対しては、2022 年度に 0.3%pt、23 年度には 0.1%pt 程度の上昇効果が見込まれる。

また、YCC が「悪い円安」を引き起こしている可能性を念頭に、供給制約を考慮した上でもシミュレーションを行ったところ（**図表 6 右「供給制約あり」**）、政策効果はベンチマークケースよりも低下するものの、プラスの効果を維持することが確認された。これは、仮に「悪い円安」が発生していても、金融緩和の正の政策効果は、それを上回る可能性が高いことを示唆している。YCC が導入されていなかった場合、長期金利は現状の水準よりも大幅に高かったと考えられる。結果として日米金利差の縮小を通じて円高圧力を生んでいたとみられる。仮に現在の為替水準が実体経済に負の影響をもたらしており、円高がより好ましいのであれば、為替レートチャンネルのみを考えた場合、YCC が導入されていなかった方が実質 GDP はより押し上げられていたであろう。しかし、これは YCC が実体経済に影響を与える経路の 1 つにすぎない。先に確認した通り、為替レートを通じたチャンネル以外にも金利の低下を通じた設備投資や消費の増加という流れの効果があり、YCC が導入されていなければこうした経路での金利低下の影響は負の効果となっていたであろう。モデルシミュレーションの結果からは、YCC による為替チャンネルを通じた実質 GDP への影響が仮に負であってもその他の経路を通じた正の効果がより大きいことが示唆される。

図表 6：イールドカーブ・コントロールの実体経済への影響



(注1) 実質GDPとコアCPIはDIR短期マクロモデルを用いた試算。推計期間は2016年第4四半期～2024年第1四半期。コアCPIは消費税を除くベース。

(注2) 「供給制約あり」は供給制約に直面している産業の実質輸出が円安によって増加しないという設定のもとでの試算結果。

(出所) 各種資料より大和総研作成

日銀の金融政策の中長期的課題

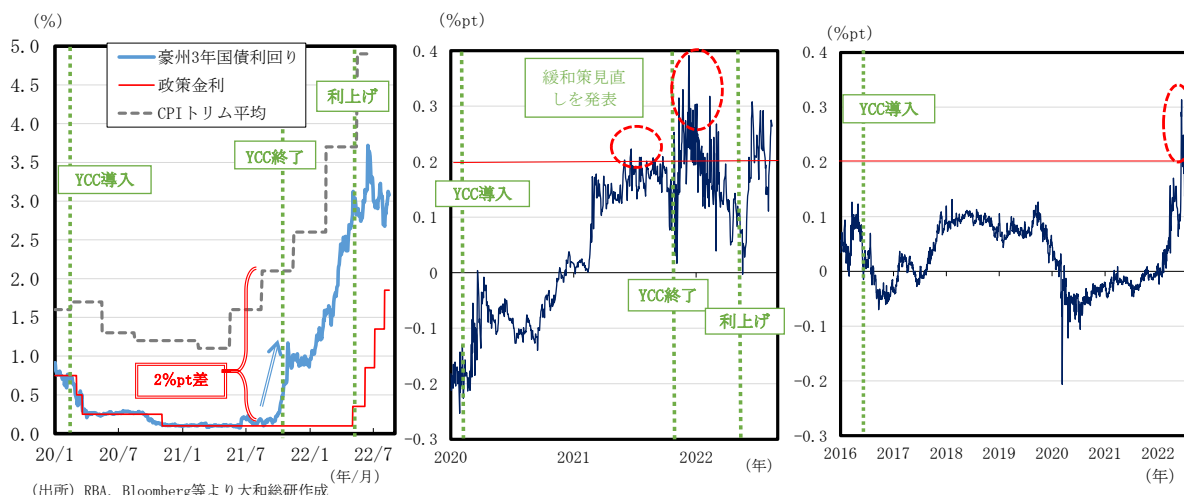
YCCの持続可能性

前章で示した通り、YCCは当面の間比較的大きな政策効果を発揮するとみているが、その持続可能性について検討する必要がある。2022年4月から6月にかけて、米国の金利上昇を主因にYCCの修正観測が強まった。日本の10年債利回りは、誘導目標の上限である0.25%を一時上回り、指値オペへの応札も急増するなど、YCCの持続可能性が強く疑われた。その後、こうした状況は一時落ち着いたものの、米国におけるインフレが長期化または高止まりするなど、一段の金融引き締めを意識させるリスクが顕在化すれば、再度政策の持続性に疑念が生じかねない。そこで、オーストラリア準備銀行（RBA）が採用した「イールド・ターゲット」及びスイス国立銀行（SNB）によって行われた「スイスフランへの無制限介入」を参考に、日本銀行のYCCの持続可能性及び将来的なリスクを検討する。

RBAによるイールド・ターゲットでは債券市場の歪みが拡大

RBAは2020年3月から2021年11月まで、3年債利回りを操作対象とした金融政策を実施していた。導入の目的はフォワードガイダンスの強化という側面が強く、日本銀行のYCCとは性質が異なることには留意が必要だが、近年で長期金利を操作目標とした数少ない事例である。同政策が終了に至った過程を振り返ると、インフレ率が高まる中で2021年7月にはイールド・ターゲットの見直し（同年9月以降の国債買入ペースの鈍化と、11月での政策修正を示唆）が発表され、長期金利に対する上昇圧力が強まった（**図表7左**）。スワップ市場では国債とのスプレッドが拡大する状況が続き、金利の上昇も抑えきれなくなり、ついには政策終了に追い込まれた（**図表7中**）。豪州と同様のスワップスプレッドの拡大は日本でも一時的に発生し、債券市場の歪みが大きかった可能性が示唆される（**図表7右**）。

図表7：豪イールド・ターゲットとの比較に見るYCCの持続可能性（左：金融緩和策の推移と金利・コアインフレ率、中：国債金利とスワップレートの差 豪州3年、右：（同）日本10年）



突然の終了により大きな混乱をもたらした SNB によるスイスフラン無制限介入

SNB が 2011 年 9 月から 2015 年 1 月まで実施していた為替介入策は、無制限に介入し、強力なアナウンスメント効果によって対象を特定の価格に誘導した点で日本銀行の YCC と共通する。当初はスイスフランを誘導目標まで減価させることに成功したが、為替介入によって SNB のユーロ建て資産の保有残高は増加した。その上で、スイスフラン高・ユーロ安が進行すると、こうした資産のスイスフラン建て価値は目減りする。すなわち、為替介入でユーロ建て資産が増えるほど、SNB が抱えるバランスシートの毀損リスクは大きくなる。欧州政府債務問題に端を発したユーロ危機の影響で「安全通貨」とされるスイスフランへの需要が増加したことで、SNB の為替介入の規模も、政策を継続するコストも時間とともに大きくなっていった。最終的にはユーロ危機の再燃を契機として高まったスイスフラン高圧力を抑え込むことができなくなり、同政策は突如として終了した。

RBA や SNB のいずれの例も、政策終了時には金融市場に混乱が生じた。金利と為替という違いはあれ、両中央銀行は市場価格を政策的に目標水準へと誘導し、フェアバリューから短期的に乖離させることができた。だが、政策の突然の終了を余儀なくされたことで市場ではフェアバリューを探る動きが急速に活発になり、混乱のもととなった。

RBA や SNB の政策と比較して、YCC の持続性は高いとみられる。両国の中央銀行は資産購入を通じて需給に介入することで金利や為替を間接的に操作したが、日本銀行の YCC は指値オペを通じて金利を直接的に操作しているからだ。さらに、この手段を有することで日本銀行のアナウンスメント効果は強まったと考えられる。もっとも、YCC も米国など海外の金利上昇や国内でのインフレ加速などを契機に修正に追い込まれる可能性は否定できない。そうなれば、RBA や SNB が経験したように金融市場に混乱が生じるリスクは大きいだろう。

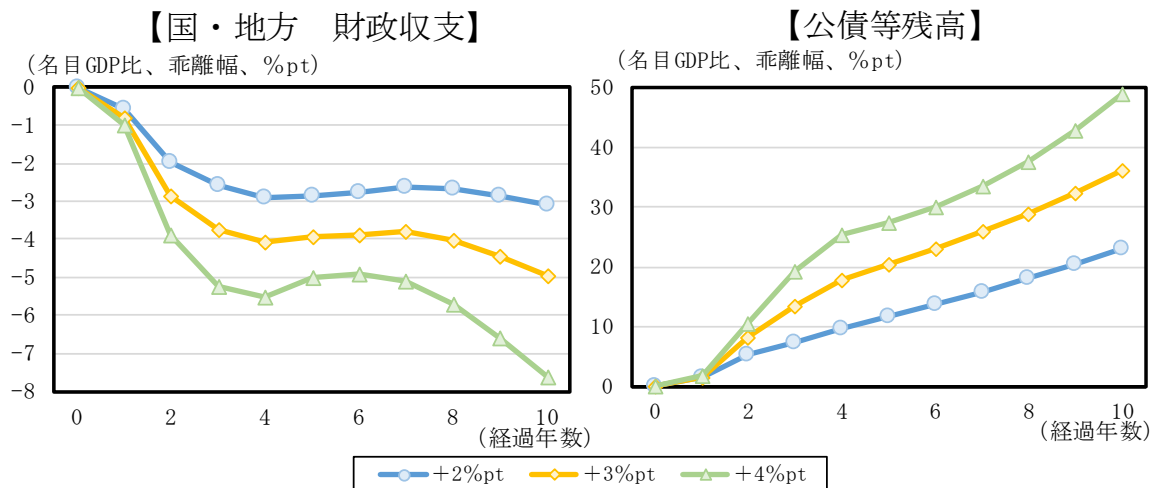
政府・日銀の「双子の債務増加」がもたらす出口戦略での混乱リスク

賃金上昇率がいずれ高まり、2%の物価安定目標の達成が視野に入れば、日本銀行は金融政策の正常化に向けて YCC の段階的な縮小に着手する。その際、出口戦略の困難度合いは超過準備の金額や中央銀行が保有する国債の残存期間の長さなどによって決まるが、現在の状況を考慮すると、出口戦略の長期化は避けられないだろう。現時点で出口戦略に関する具体的な議論はさほど進んでいないが、金利水準を段階的にフェアバリューに近づけつつ、オーバーシュート型コミットメントの対象を金利に変えるなどしてマネタリーベースを減少させていくことが考えられる。

金融市場での混乱を回避し、出口戦略を円滑に進めることができるかどうかは、日本銀行だけでなく政府の役割も大きい。日本銀行と同様に政府も債務が増加の一途を辿っており、「双子の債務増加」ともいえる状況にある。先進国で突出して悪い財政状況の中、日本の長期金利が低位で推移しているのは、日本銀行による国債の大量購入による債券需給への介入及び指値オペによる価格形成への直接的な介入の影響が大きいとみられる。物価安定目標が実現し、金融政策

が引き締めへと転じると、長期金利に上昇圧力がかかることは避けられない²。金利の上昇はさらなる財政状況の悪化をもたらす公算が大きい（図表 8）、結果として財政リスクが一段と意識されることで、リスクプレミアムの拡大を通じて、長期金利を一段と上昇させるという負のスパイラルに陥ることは避けなければならない。

図表 8：長期金利の上昇が財政に与える影響



こうしたリスクを減少させるためには、2013年の政府・日本銀行の共同声明³に立ち返り、「財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」ことが政府には求められる。政府は、新型コロナウイルス感染症対策に関して、経済活動をより重要視する姿勢を示しているが、経済活動が正常化していけば、コロナ対応として企業を支援する必要性は薄れていく。財政運営の持続性確保は出口戦略の安定に資するだろう。加えて、後述する企業の生産性拡大の観点からも、経済活動の正常化と併せて歳出の正常化を図ることが求められる。

低金利の長期化による生産性低迷

低金利の長期化による「追い貸し・金利減免」企業⁴の増加リスクにも注意が必要だ。「追い貸し・金利減免」企業は、2008年の世界金融危機以降、先進国を中心に増加しており、長期停滞の一因として考えられていた。すなわち、生産性の低い企業の割合が高まることで、こうした企業が雇用を確保したり、独占的競争下では新規参入を抑制したりする結果、資源配分の非効率性が生み出され、経済成長の足かせとなり得る。低金利環境下では、企業側としては資金調達を容易に行うことができ、また、銀行サイドも収益確保のために貸出を増加させたいとの意図が

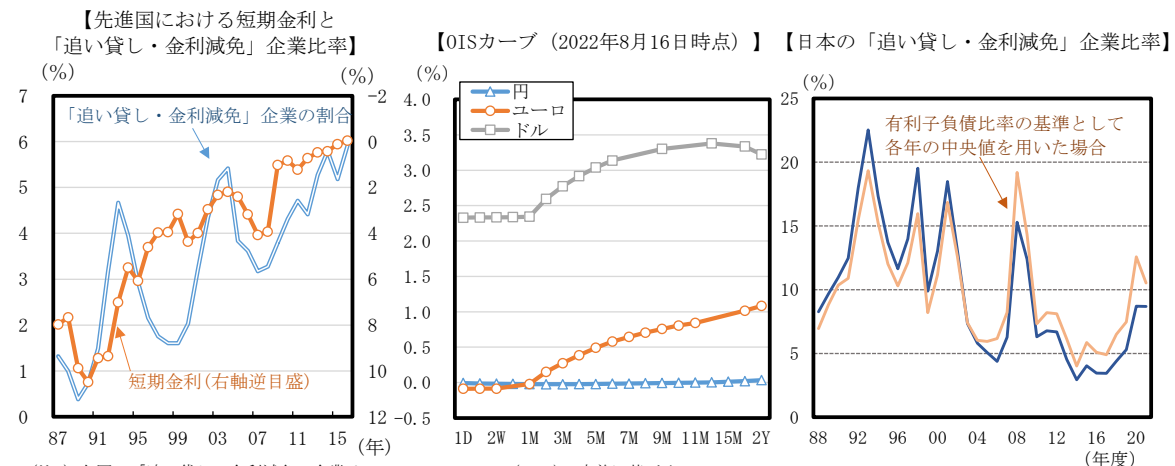
² 例えば、神田慶司他「日本のインフレ展望と将来の財政リスク」（大和総研レポート、2022年5月25日）

³ 内閣府・財務省・日本銀行「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」（2013年1月22日）

⁴ 本稿では内閣府（2009）での表現を用いるが、経済学の世界では「ゾンビ企業」と呼ばれることが多い。

ら、生産性の低い企業への貸出が増加する環境が醸成されやすい。低成長企業の温存と低金利融資の拡大の両面から、低金利環境が長期化し得る（図表9左）。

図表9：「追い貸し・金利減免」企業比率（左：先進国、右：日本）と各国の金融政策見通し（中）



多くの先進国では記録的な高インフレへの対応に迫られた中央銀行が利上げを積極的に実施している。一方、日本が直面するインフレはコストプッシュ型で賃金が伸び悩んでおり、低金利環境が長期化する公算が大きい（図表9中）。さらに、IMFによると日本では融資に関連したコロナ対策の規模が先進国の中でも比較的大きいことから⁵、低金利環境と併せて「追い貸し・金利減免」企業が増加しやすい環境が醸成されている。

日本においては「追い貸し・金利減免」企業の割合は、コロナ前と比較して増加しているとみられる（図表9右）。こうした経済成長の抑制圧力を緩和するには、政府・日本銀行の双方の役割が重要となる。先に述べた通り、政府はコロナ対応についてより経済活動を重要視する姿勢を示していることを踏まえれば、企業に対する補助金といったコロナ禍を前提とした企業支援の必要性も薄れることから、歳出についても正常化を図ることが求められる。これにより、融資の面で「追い貸し・金利減免」企業が増加しにくい環境を醸成することは、生産性の低下を抑制することを通じて、経済成長に資する可能性があるだろう。中長期的には成長戦略の実施が重要なテーマとなるが、補助金の支給よりもむしろ競争環境の構築といった非金銭的な制度設計がより重要となろう。

加えて、日本銀行による低金利政策の長期化が経済成長に与える影響にも注視する必要がある

⁵ IMF “Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic” (October 2021)

る。物価安定目標を達成した際に、利上げに踏み込めるかが「追い貸し・金利減免」企業の増加抑制という観点からは重要となる。低金利が「追い貸し・金利減免」企業を増加させるとすれば、短期的な景気循環と長期的な経済成長はトレードオフの関係にある可能性がある。景気後退期には短期的な景気循環をより重要視する必要があることは論を俟たないが、景気の拡張期には、景気の腰を折らない範囲で、より早期に低金利環境を脱することも検討に値しよう。

以上のように、現在の金融政策が抱える課題は、政府・日本銀行の協調によって解決を図る必要のあるものも多い。双子の債務拡大が顕著となる中、財政政策や量的緩和の拡大に依存した景気刺激策がもたらすリスクは大きくなっている。政府・日本銀行には持続性のあるマクロ経済政策運営が求められよう。

【参考文献】

Eggertsson, G. B., Juelsrud, R. E., Summers, L. H., & Wold, E. G. (2019). “Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel.” National Bureau of Economic Research, Working Paper Series 25416.

内閣府 (2009) 『平成 21 年度 年次経済財政報告』

日本銀行 (2016) 『『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】』 (2016 年 9 月 21 日)

日本銀行 (2021) 「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検【背景説明】」 (2021 年 3 月 19 日)