

2023年2月28日 全11頁

新執行部下で日本銀行が直面する課題

浮かび上がる金融政策におけるトレードオフ

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 末吉 孝行
研究員 高須 百華
経済調査部兼金融調査部 研究員 永井 寛之

[要約]

- 日本銀行（日銀）は大規模緩和策を継続しつつ、金融市場の不均衡の是正を図るといった難しい政策運営を行っている。仮にイールドカーブ・コントロールが撤廃され、長期金利が2%程度まで上昇する場合、実質GDPは0.6%程度減少すると試算される。
- 金融緩和の中長期的な副作用として、①低金利と低生産性の罫、②財政規律の弛緩、に注意が必要だ。さらに、これらに共通して、「短期的な景気拡張」と「中長期的な経済成長」のトレードオフという困難な課題が浮かび上がる。
- 今後、物価と賃金の循環的な上昇が加速する局面では、政府と日銀の政策連携が改めて問われることになる。共同声明を見直すのであれば、中長期的な課題の解決に向けて、金融政策・成長戦略・財政運営の相互関係を明記することは一案となろう。

はじめに

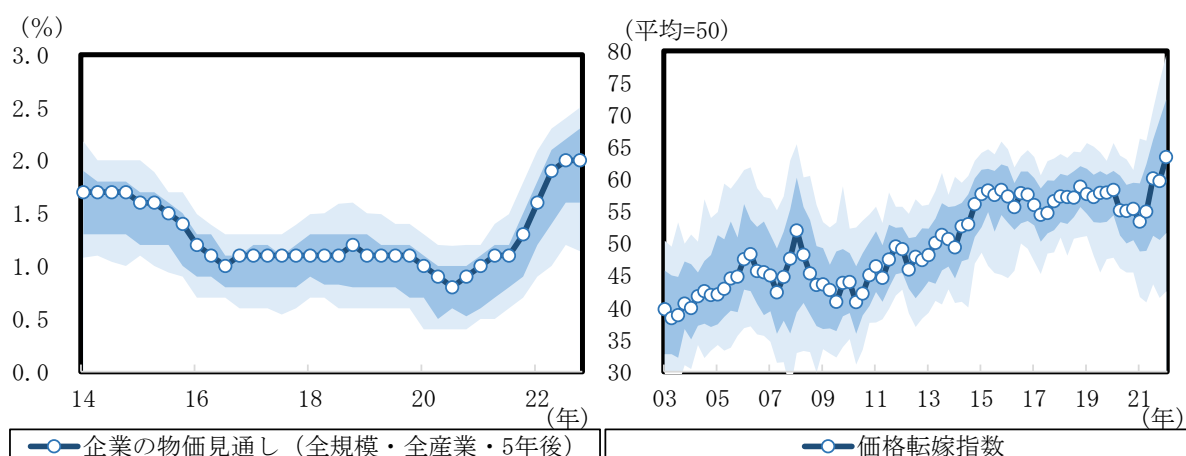
2013年春から10年間にわたり日本銀行（日銀）による大規模緩和を主導してきた黒田東彦日銀総裁の後任として、政府は東京大学名誉教授で日銀審議委員も務めた植田和男氏とする人事案を国会に提出した。本章では、日銀の短期的な課題と中長期的な課題を精査した上で、新体制下での金融政策を展望する。

金融政策の短期的課題：「実体経済」と「金融市場」からの異なる要請

「実体経済」面からは金融緩和の継続が引き続き要請される局面

現在の日銀は、一言でいえば「実体経済」と「金融市場」からの異なる要請に直面している。実体経済の面から現状を整理すると、「**第216回日本経済予測¹**」第4章において示した通り、賃金・物価の循環的な上昇メカニズムが始動している。また、企業の期待インフレ率（見通しの平均）は2021年後半以降上昇傾向にあったが、足元では物価安定目標の水準である2%近傍で横ばいとなっている（**図表1左**）。企業ごとの期待インフレ率の散らばり度合い（図中のバンド幅）を見ても、上限は2.5%程度であり、期待インフレ率が不安定化している様子は見られない。他方で、企業の価格転嫁の動きは急速に進んでいるものの、同時にバンドの幅が拡大している様子も見て取れる（**図表1右**）。すなわち、価格転嫁を進めることのできる企業とそうでない企業の双方が増加しており、価格転嫁の進展度合いについて企業間で格差が拡大している状況にある。総評すれば、期待インフレ率の不安定化リスクが小さい中、価格転嫁の更なる定着を図るため、実体経済の面からは金融緩和を継続することが短期的には要請される。

図表1：企業の期待インフレ率（左）と価格転嫁指数（右）



(注1) 図のバンド幅は、企業規模別・業種別に取得したそれぞれの系列の、25-75%範囲（濃いバンド）及び10-90%範囲（薄いバンド）を示す。

(注2) 右図の価格転嫁指数は企業規模別・産業別の販売価格判断DIを仕入価格判断DIで回帰した残差を平均値が50となるよう標準化した上で、各時点の中央値を時系列で表示したもの。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

¹ 熊谷亮丸他「[第216回日本経済予測](#)」（大和総研レポート、2023年2月20日）

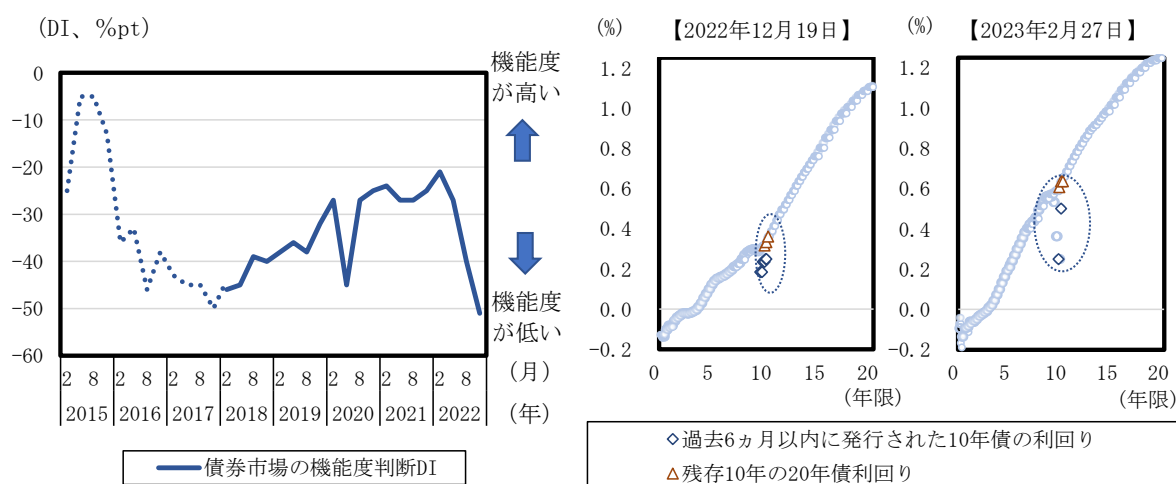
「金融市場」面からは金融緩和の修正・見直しが要請される局面

一方、金融市場に目を向けると金融緩和の弊害が顕在化している。2022年に入り、債券市場の機能度判断DIは急激に低下している（**図表2左**）。海外の主要中央銀行が利上げを進める中、日本の国債利回りにも上昇圧力が強まる一方で、日銀は長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）によって金利を抑えつけているため、債券市場において不均衡が蓄積している。こうした状況の中、日銀は2022年12月に長期金利の許容変動幅の拡大を、2023年1月には共通担保資金供給オペレーションの拡充を決定した。金融市場における不均衡の緩和を図ることで、日銀はYCCの持続性の向上に努めている。しかし、2022年12月の金融政策決定会合直前（12月19日）と足元のイールドカーブを比較すると、イールドカーブの形状には依然として歪みが残っている（**図表2右**）。

この背景には、日銀による大量の国債購入がある。YCCは指値オペ・連続指値オペを通じた、①国債の無制限購入をアナウンスすることで金利の期待形成に強く働きかける効果（アナウンスメント効果）と、②実際に国債を購入することで需給に直接的に働きかける効果、の2つがある。①のアナウンスメント効果が機能するには、YCCが維持されることへの市場の信認がとりわけ重要となるが、2022年12月のYCCの見直し以降、YCCが撤廃に追い込まれるとの思惑が強まり、需給面から直接的に金利を抑えつける②の効果への依存度が高まっている。日銀の国債購入額が増加する中、市場での国債の流通量が減少することで債券市場の機能度が一段と低下する悪循環に陥っている。

以上のように金融政策が直面する短期的な課題を整理すると、実体経済と金融市場が求める金融政策に違いが生じている。

図表2：債券市場の機能度判断DI（左）とイールドカーブ（右）



(注) 左図の債券市場の機能度判断DIの点線は旧基準の系列を接続したもの。

(出所) 日本証券業協会、日本銀行より大和総研作成

中長期的課題：「短期的な景気拡張」と「中長期的な経済成長」のトレードオフ

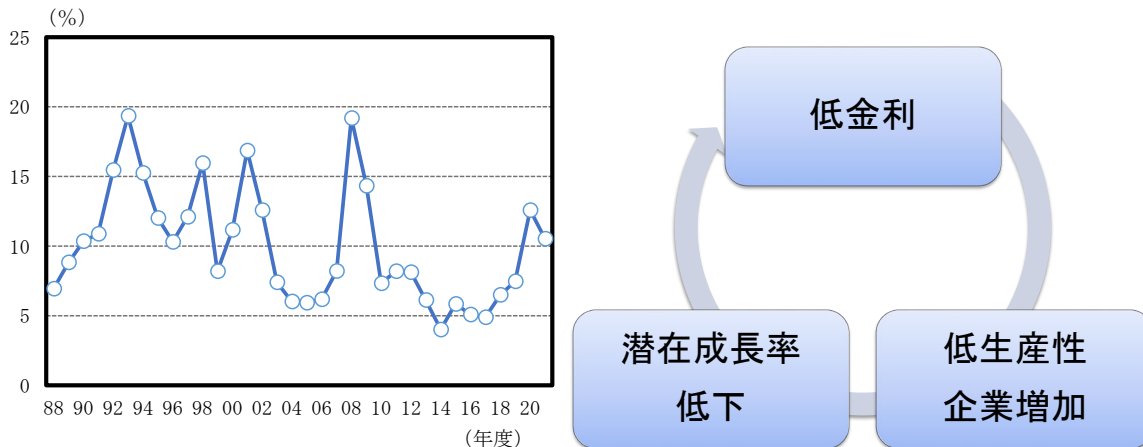
次に、中長期的な視座に立ち金融緩和の副作用を捉えると、①低金利と低生産性の罍、②財政規律の弛緩、という2つの弊害に注意が必要だ。さらに、これらに共通して、「短期的な景気拡張」と「中長期的な経済成長」のトレードオフという困難な課題が浮かび上がる。

低金利と低生産性の罍

2008年の世界金融危機以降、世界経済の回復ペースは鈍かったが、その一因として指摘されるのが、先進国における低金利環境の長期化に伴う「追い貸し・金利減免」企業の増加だ。

世界金融危機に直面した主要先進国の中央銀行は急速な利下げを行うと同時に、CPや社債の購入といった信用緩和政策を通じて、企業の資金調達環境の改善を図った。その後も、景気回復を確実なものとするため、低金利政策を継続するなど、緩和的な金融環境の構築に努めた。これらの措置によって、金融機関の連鎖的な倒産を一部防ぐことができただけでなく、企業の資金調達コストの減少を通じた企業の存続や設備投資の拡大など、実体経済に対して好影響もたらされたとみられる。

図表3：「追い貸し・金利減免」企業比率（左）と低金利・低生産性の罍のメカニズム（右）



(注) 東証一部・二部に上場したことがある企業のうち、データが取得できた3,227社ベース。各年度の集計対象は、年度初に上場している企業とした。③債務免除益が発生している、⑥利払前税引前利益が中村・福田(2013)に倣って算出した最低支払利息の理論値を下回る、④有利子負債依存度が20%を上回る、④実際の支払利息が最低支払利息の理論値を下回るか借入額が増加する、の4要因に関し、③かつ⑥かつ④の企業を「追い貸し・金利減免」企業と判定した。

(出所) QUICK、中村純一・福田慎一(2013)「問題企業の復活：「失われた20年」の再検証、What Happened to 'Zombie' Firms in Japan?: Reexamination for the Lost Two Decades,」CEI Working Paper Series 2012-14, Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University. より大和総研作成

しかし、低金利環境が長期間継続してしまうと、低生産性企業が淘汰されず、資本や労働の最適な配分が実現されない結果、潜在成長率を低下させてしまうリスクをはらむ。さらに、潜在成長率を自然利子率に置き換えて考えれば、潜在成長率の低下は実質金利ギャップ(=実質金利-自然利子率)の上昇に繋がるため、金融緩和効果を得るには一段の実質金利の引き下げが必要となる。この結果、低金利と低生産性の罍からの脱出が困難となる(図表3右)。

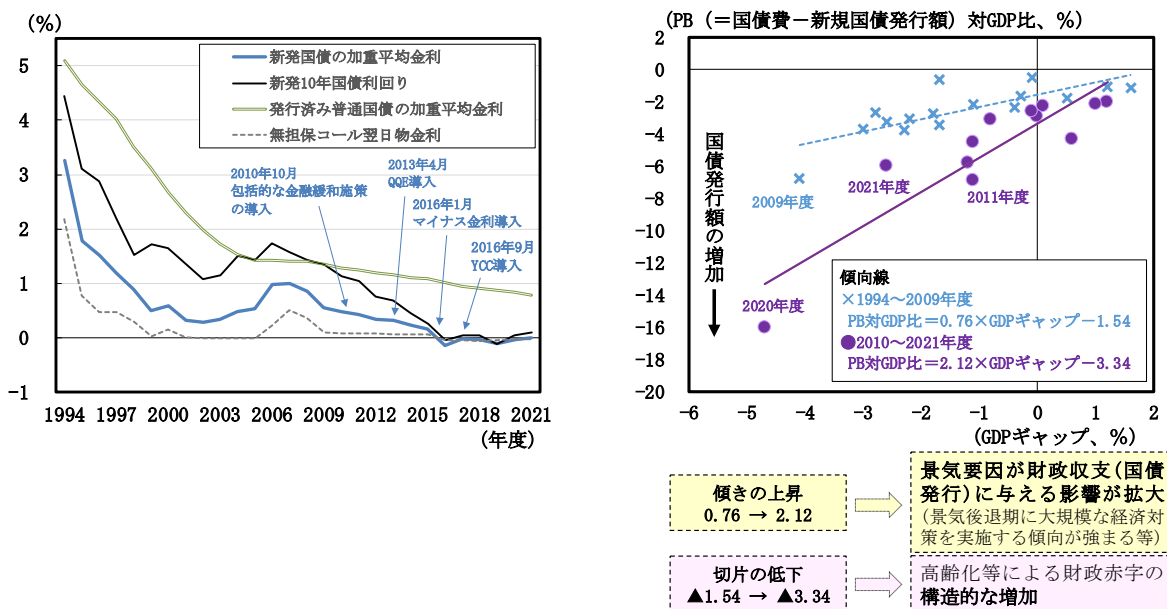
先行きにおいて、こうしたメカニズムがとりわけ日本において強く機能するリスクには警戒が必要だ。米欧ではインフレ率の鈍化に伴って先行きの実質金利は徐々にプラス圏へと上昇していく見込みである。他方、金融緩和の長期化が見込まれる日本では、今後も実質金利はマイナス圏で推移する公算が大きい。

ゼロ金利常態化で財政規律が弛緩した可能性

財政規律の弛緩も長期にわたる金融緩和の副作用の1つとして指摘されている。金利の低下傾向が続き、国債の発行コストが意識されにくいため。とりわけマイナス金利やYCCが導入された2016年以降、新発国債の加重平均金利はゼロ近傍で推移している（図表4左）。

図表4右は、国（一般会計）の基礎的財政収支（プライマリーバランス、以下PB）と、景気動向を示すGDPギャップとの関係を見たものである。政府は景気の落ち込みに応じて国債を発行して税収減を補い、同時に景気対策を行っている。そのため、GDPギャップのマイナス幅が大きいとPBのマイナス幅も大きくなっているが、とりわけ近年は傾向線の傾きがより急になっており、景気動向に対するPBの変化が大きい。低金利が続いていることで財政規律が弛緩し、景気対策のための支出が大規模化していると考えられる。

図表4：各種国債金利、無担保コール翌日物金利（左）、PB対GDP比（国の一般会計）とGDPギャップ（右）



(注) 左図の新発国債の加重平均金利は当年度に発行された国債の加重平均で短期国債も含み、(年間利子支払額+(額面-購入価格)/償還期間)/購入価格で算出。発行済み普通国債の加重平均金利には短期国債は含まない。右図のPB（基礎的財政収支）は国の一般会計の決算ベースで、国債費-新規国債発行額で算出。GDPギャップ((現実のGDP-潜在GDP)/潜在GDP)は内閣府の推計に基づく。Chow test等により1994~2009年度と2010~2021年度で時期を区切っている。
(出所) 財務省、内閣府、日本銀行より大和総研作成

低金利による財政規律の弛緩は諸外国においても見られる。**図表 5**は、日本を含めた G7 諸国について、低金利局面と高金利局面における GDP ギャップがそれぞれ PB に与える影響を見たものである。低金利局面の方が高金利局面より GDP ギャップの係数が大きく、景気対策が大規模化しやすいことが示唆される。

図表 5 : G7 諸国の PB 対 GDP 比の推計

被説明変数: 景気調整済 PB 対 GDP 比(一般政府、%)

説明変数	係数
GDP ギャップ(高金利局面、%)	0.22 *
GDP ギャップ(低金利局面、%)	0.37 ***
65歳以上人口比率(%)	-0.16 ***
定数項	2.05 **
決定係数	0.54

(注) 固定効果モデルによるパネル推定。推計期間 1991-2021 年、***は 1%有意、**は 5%有意、*は 10%有意。

景気調整済 PB 対 GDP 比 = $\beta_1 \times$ 高金利局面ダミー \times GDP ギャップ + $\beta_2 \times$ (1 - 高金利局面ダミー) \times GDP ギャップ + $\beta_3 \times$ 65 歳以上人口比率 + 定数項 + 各国ダミー

高金利局面ダミーは、各国における長期金利が推計期間中の中央値より高い時期で 1、そうでない時期で 0 としている(各国の長期金利の中央値は、カナダ 4.21%、フランス 4.10%、ドイツ 3.98%、イタリア 4.49%、日本 1.34%、英国 4.53%、米国 4.27%)。各国ダミーはドイツ(1991~95 年、統一後の旧東ドイツ復興)、イタリア(1992~98 年、ユーロ導入に向けた財政健全化)で、いずれも 1%有意。景気の落ち込みによる税收減などを調整するため、被説明変数には景気要因調整済 PB を採用している。

(出所) OECD より大和総研作成

過大な公的債務(対 GDP 比)は中長期的に経済成長にマイナス

財政出動は短期的には景気を浮揚させるが、国債を中心とした公的債務の増加は中長期的には経済成長にマイナスの影響を与え得る。理論的には、①長期金利の上昇を通じた資本蓄積の阻害、②将来の増税を予想する家計・企業の活動低迷、③実質的な債務負担の減少を招く高インフレの発生、④将来の債務危機発生などの不確実性増大、⑤不況時における財政出動の機動性低下、などにより成長が下押しされると考えられる。

社会資本が過少な国であれば、公共事業によって社会資本を整備することで経済成長を促すことは有効であり、その際に財源を国債発行に頼ることに一定の合理性もある。しかし日本は社会資本が相当程度整備されている一方で、IMF によると 2021 年の公的債務残高(対 GDP 比、一般政府ベース)は 262%と突出して高い。一部では公的債務の持続可能性が懸念されており、将来不安等を通じて経済成長にマイナスの影響を与えている可能性がある²。

² 佐藤光・溝端幹雄・鈴木雄大郎「[コロナ禍による過剰債務リスク 民間債務・政府債務の信用リスクと経済成長への懸念を検証](#)」(大和総研レポート、2020 年 5 月 26 日)を参照。

短期的・中長期的課題を踏まえた上での財政・金融政策の展望

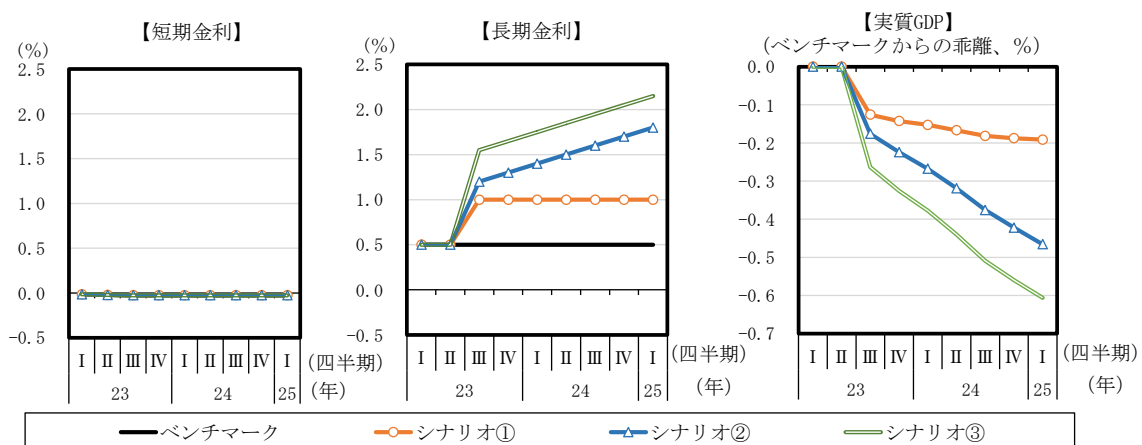
以上では、金融政策が直面する短期的・中長期的な課題を整理した。本節ではこれらの課題を踏まえて、政策対応の選択肢とその含意について検討する。

短期的課題への対応：YCCの見直しとその実体経済への影響

短期的な課題として挙げられる、実体経済と金融市場からの異なる要請に対応するには、実体経済に悪影響を与えない範囲で金利の正常化を図る必要がある。そこで、先行きの長期金利についていくつかシナリオを用意し、各シナリオにおける長期金利が実質 GDP に与える影響を試算したものが**図表 6**である。YCC の許容変動幅が拡大され、長期金利が 1%で推移するシナリオ①では実質 GDP への影響は▲0.2%程度であるのに対して、YCC が撤廃され、かつリスクプレミアムが上乘せされるシナリオ③では長期金利が 2%程度まで上昇すると想定し、実質 GDP は 0.6%程度減少するとみられる。

図表 6：長期金利の上昇シナリオ別の実質 GDP への影響

シナリオ	概要	実質GDPへの影響 (ベンチマークからの乖離率、 24年度末時点)
ベンチマーク	現在のイールドカーブ・コントロールを継続	-
シナリオ①	長期金利の許容変動幅を±1.0%まで拡大	▲0.2%程度
シナリオ②	イールドカーブ・コントロールを撤廃	▲0.5%程度
シナリオ③	イールドカーブ・コントロールを撤廃 +リスクプレミアム上昇	▲0.6%程度



(出所) 大和総研作成

通常、長期金利の上昇は実体経済に悪影響をもたらすが、金融機関の収益の改善によって信用創造が強化されれば、こうした悪影響が軽減され、最終的には実体経済にプラスの効果が生じる可能性もある。換言すれば、長期金利の上昇が調達利回りよりも運用利回りを上昇させれば、

収益の改善を通じて銀行のリスクテイク能力が強化され、貸出態度も積極化する。その結果、長期金利の上昇による金融緩和効果の強化という状況が実現され得る。ただし、長期金利の上昇が続けば、いずれは調達コストが増加するため、通常の金融引き締めと同じ効果を持ち得る。モデルシミュレーションにおいてこうしたメカニズムを織り込むことは困難であるが、実質 GDP の減少度合いが最も小さいシナリオ①のケースでは、銀行収益の改善がもたらす好影響が発現する可能性は残ろう。

新総裁下での金融政策運営においては、金融市場の機能回復と実体経済の下支えの二兎を追う政策が続こう。長期金利の許容変動幅の更なる拡大など市場機能の改善を目的とした措置が年内に実施される可能性はある半面、米国景気の底入れや春闘での賃上げ動向がある程度明らかになるまでは、日銀は現在の金融政策の枠組みそのものは維持すると想定している。

中長期的課題への対応：財政・金融政策の正常化とリスクシナリオ

中長期的な課題の1つである低金利と低生産性の罠からの脱却には、「**第216回日本経済予測**」**第4章**で指摘したような生産性向上に向けた取り組みが必要となる。そのような取り組みが実を結び潜在成長率が上昇すれば、実質金利ギャップの縮小を通じて金融緩和効果が一段と強まると期待される。これにより実体経済に過熱感が強まった場合に、金融緩和の修正に移行できるか否かが重要となる。また中長期的な課題の2つ目として挙げた財政規律の弛緩については、財政健全化に向けた政府の姿勢が問われることになる。すなわち、中長期的な課題の解決には、日銀の金融政策とともに、政府の成長戦略および財政運営の役割が重要となる。

ここでは財政規律の弛緩と公的債務の持続可能性の問題について考えたい。日本経済がデフレから脱却した後も、政府が拡張的な財政政策を続ける可能性や、日銀が政府の利払費負担に配慮して利上げを控えるなど、金融政策が財政に従属してしまう可能性などが考えられる。そこで以下では、財政規律が重要視される場合（リカーディアン型）とそうでない場合（非リカーディアン型）及び、金融政策が財政に従属する場合（受動型）としない場合（能動型）に分けた上で³、想定される効果やリスクを検討する⁴。

財政・金融政策の組み合わせを示したものが**図表7**である。財政政策がリカーディアン型で金融政策が能動型の場合（ケース①）、公的債務の持続性と物価安定はいずれも達成される可能性が高い。

財政政策が非リカーディアン型で金融政策が能動型の場合（ケース②）、インフレ抑制のための金利引き上げが、利払費の増加を通じて公的債務の発散（公的債務残高/名目GDPの上昇が止

³ 能動型とはテイラー原則（インフレ率がインフレ目標から乖離した場合に、その乖離幅以上に名目金利を引き上げる）を満たす金融政策で、受動型とはテイラー原則を満たさない金融政策。

⁴ 渡辺努・岩村充（2004）『新しい物価理論』岩波書店、David Greenlaw, James D. Hamilton, Peter Hooper, and Frederic S. Mishkin（2013）“Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy,” Working Paper 19297, NBER Working Paper Series, NBER、Blanchard, Olivier（2022）*Fiscal Policy under Low Interest Rates*, The MIT Press を参考にしている。

まらなくなる状態) を招くおそれがある。

財政政策が非リカーディアン型で金融政策が受動型の場合(ケース③)、積極的な利上げが控えられるため当面の間は債務の発散は回避できるが、インフレが加速するおそれがある。また前述したような公的債務のマイナスの側面もより顕在化してくるだろう。

なお財政政策がリカーディアン型で金融政策が受動型である組み合わせは、やや現実性に乏しく、またそのときの経済状態も様々なものが考えられ特定することは難しい。

現在の政府・日銀の政策の組み合わせはケース③に近いが、日本経済がデフレから脱却した後、マクロ経済の不安定化リスクを最小限するために最も望ましい政策の組み合わせはケース①である。そのためには、規律ある財政運営がやはり必要だろう。

図表 7：デフレ脱却後の財政政策と金融政策の組み合わせ

		金融政策	
		能動型	受動型(財政に従属)
財政政策	リカーディアン型(財政規律を重要視)	ケース① <ul style="list-style-type: none"> 適切な金融引締めによりインフレを抑制 PBが十分改善するならば金利が上昇して$r > g$となっても国債残高対GDP比は安定 	—
	非リカーディアン型(拡張的な財政政策を志向)	ケース② <ul style="list-style-type: none"> 適切な金融引締めによりインフレを抑制。ただし拡張的な財政政策による景気刺激効果等により、金利の引き上げ幅は大きくなる可能性 PB赤字が高水準のまま金利が上昇して$r > g$となる場合、国債残高対GDP比は発散 	ケース③ <ul style="list-style-type: none"> 低金利が継続しインフレが加速するリスク PB赤字が高水準であっても金利が上昇せず$r < g$である場合、当面の間は、国債残高対GDP比は一定の値に収束 ※ただし国債残高対GDP比の上昇が経済成長を阻害する可能性

(注) 表のPBは基礎的財政収支、 r は名目金利、 g は名目成長率。金融政策の分類では、テイラー原則(インフレ率がインフレ目標から乖離した場合に、その乖離幅以上に名目金利を引き上げること)を満たすものを能動型、テイラー原則を満たさないものを受動的としている。

(出所) 渡辺努・岩村充(2004)『新しい物価理論』岩波書店、David Greenlaw, James D. Hamilton, Peter Hooper, and Frederic S. Mishkin(2013)“Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy,” Working Paper 19297, NBER Working Paper Series, NBERを参考に大和総研作成

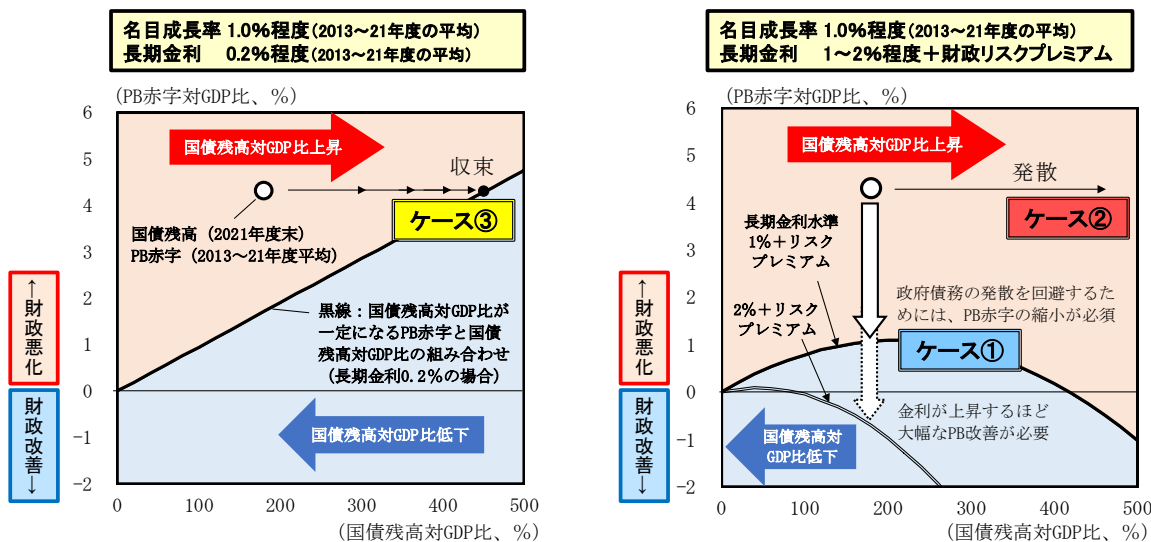
財政・金融政策の組み合わせと公的債務発散条件の整理

では規律ある財政運営とは何だろうか。ここでは金利が上昇しても公的債務の発散を回避できるような財政運営を考えよう。そのためにはPB赤字を一定の範囲内に抑制することが必要であるが、その範囲は国債金利と経済成長率の関係によって異なってくる。例えばYCCによって金利がほぼ0%で固定されている状態が永続するならば、現状程度のPB赤字が続いても、当面の間は債務の発散を回避できるだろう(図表8左、図表7のケース③に該当)。ただしそうであっても、国債残高対GDP比は大幅に上昇してしまう。

一方、YCC が撤廃されれば金利は上昇を始めると予想される。名目成長率を過去 10 年間の平均である 1%と想定すると⁵、長期金利が 1%に上昇した場合、国債残高（対 GDP 比）が安定するためには、PB 赤字を GDP 比で相当程度抑制しなければならないと考えられる⁶（図表 8 右、前掲図表 7 のケース①に該当）。長期金利がさらに上昇して 2%になれば、PB の黒字化が必要となる。もし YCC 撤廃後も現状程度の PB 赤字を続けるのであれば、債務は発散してしまうだろう（図表 8 右、前掲図表 7 のケース②に該当）。

このように、公的債務の持続可能性を考える上では、金融政策と財政運営は密接に関係している。日銀が金融緩和を修正していく際には、PB が改善していることが望ましい。

図表 8：PB 赤字と国債残高（対 GDP 比）：YCC が継続され 0%程度の金利が継続する場合（左）、金融緩和が修正され、かつ国債残高が金利に影響する場合（右）



(注) PB（基礎的財政収支）は国の一般会計ベース。国債残高は普通国債ベース。

左図は、名目 GDP 成長率 1%程度、10 年国債利回り 0.2%程度、新発国債の加重平均金利 0.04%程度（いずれも 2013~21 年度の平均）を想定。

右図は、名目 GDP 成長率 1%程度、無担保コール翌日物金利 0%程度、10 年国債利回り 1%程度、新発国債の加重平均金利 0.4%程度（または無担保コール翌日物金利 1%、10 年国債利回り 2%程度、新発国債の加重平均金利 1.4%程度）を想定し、かつ国債残高対 GDP 比の変化に応じて財政プレミアムが発生して国債金利が変化することを考慮した場合（2021 年末時点（国債残高対 GDP 比 180%程度）を起点として、国債残高対 GDP 比が 10%pt 上昇すると、10 年国債利回りが 0.06%pt 程度上昇することを想定）。ケース①~③は前掲図表 7 を参照。

国債残高対 GDP 比が一定になる PB 赤字と国債残高対 GDP 比の組み合わせは以下のように算出。

$$D_t/Y_t = D_{t+1}/Y_{t+1} = (D_t + \text{PB赤字}_t) \times (1+r) / (Y_t \times (1+g)) \Leftrightarrow \text{PB赤字}_t/Y_t = (g-r) / (1+g) \times D_t/Y_t \quad (D: \text{国債残高}, Y: \text{名目 GDP}, r: \text{国債金利}, g: \text{名目 GDP 成長率})$$

(出所) 財務省、内閣府資料より大和総研作成

⁵ 想定した名目成長率は低めであるが、過去 30 年程度を振り返ると、日本経済は新型コロナウイルス感染拡大以外にも金融危機や震災など想定外の負のショックにたびたび直面してきた。財政運営の際には、将来の不確実性に備えて保守的な成長率を想定することが望ましい。

⁶ 国債には 2 年債、5 年債、短期国債なども多く、その利回りは長期金利（10 年国債利回り）より低いことが多い。そのため、国債の加重平均金利は長期金利よりも低くなると考えられる。成長率が国債の加重平均金利を上回っていれば、国債残高（対 GDP 比）が安定するために PB 黒字化は必ずしも必要ではない。

中長期的な課題解決に向け政策の相互関係をアコードに明記することも一案

今後、中長期的な課題に対処するためには、政府と日銀の政策連携がいっそう重要となろう。そこで注目したいのが 2013 年 1 月に政府と日銀が公表した共同声明⁷（以下、アコード）だ。デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のために政府・日銀が政策連携を強化することを記したもので、日銀の金融政策、政府の成長戦略および財政運営について書かれている。公表から 10 年が経過し、最近はアコード見直しの議論が盛り上がりを見せている。

見直しがなされるとしても、政府・日銀の連携は今後も重要であり続けるため、大枠を変える必要はないと思われる。ただし、アコードには、金融政策、成長戦略、財政運営がそれぞれ独立したものとして書かれている印象だ。前述したように低金利・低生産性の罠から脱却するためには生産性が上昇する必要があるが、これは政府の成長戦略が関係する分野である。また金融緩和が修正されても公的債務の持続可能性が維持されるためには、高い財政規律が求められる。

物価と賃金の好循環が生まれてくる局面では、政府と日銀の政策連携が改めて問われることになる。アコードを見直すのであれば、中長期的な課題の解決に向けて、金融政策・成長戦略・財政運営の相互関係を明記することは一案となろう。

⁷ 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」（平成 25 年 1 月 22 日）