

先進諸国地域における低金利環境からの転換と 日本における財政金融政策の在り方に関する考察

橋本 英俊

1. 問題意識と研究目的

今世紀に入り、特に2008年の世界金融危機以降、先進諸国地域において長期に渡り金利水準の非常に低い状態が継続してきた。Haldane (2015) のスピーチによれば、短期金利と長期金利から計算される世界の平均金利は、歴史的な低水準にあるとまで指摘し、長期金利の急速な低下傾向はこれまで30年間続いており、それは今後もかなりの長期に渡り持続するであろうことが分析から示唆されていた。他方、今世紀以降の先進諸国地域における金融政策では、金利のコントロールによらず、マネーストックの総量に焦点をあてた量的緩和政策などの非伝統的な手法が採用されるとともに、日本やヨーロッパにおいては所謂マイナス金利政策が導入されてきた。日本では、2023年7月の金融政策決定会合を経て、長期金利の上限を従来の0.5%から実質的に1%まで引き上げたものの、2023年の8月時点でもなお基本的には、短期金利を-0.1%、長期金利を0%程度とする長短金利操作（イールドカーブ・コントロール：Yield Curve Control (YCC)）付きの量的緩和政策が継続されている。

このような低金利環境をめぐり、2010年代に耳目を集めたのが、主に2013年から2016年頃にかけて展開されたローレンス・サマーズ (Lawrence H. Summers) とベン・バーナンキ (Ben S. Bernanke) との間の、当時のアメリカを始めとする先進諸国地域における低金利環境の背景にある要因をめぐる論争であった。サマーズは世界恐慌後の1938年にアルヴィン・ハンセン (Alvin H. Hansen) によって提起された長期停滞論を援用しながら低金利環境について説明したのに対し、バーナンキは国際間の貯蓄・投資バランスによる資金フローの結果であると主張した。その後アメリカの経済金融環境の変化に伴い議論は沈静化したものの、両者の主張はこれまでの低金利環境の要因についての理解を深めるとともに、日本の経済政策の在り方を検討する上において、今なお有益な示唆を与えるものと考えられる。

そうした一方で、2020年の新型コロナウイルスのパンデミックを契機に、先進諸国地域の金利環境は大きく変化した。パンデミック当初では、各国において財政金融政策共に緩和的な政策が採られていた。しかしその後、アメリカをはじめとする国々における経済活動の再開を反映した需要拡大および、労働市場や物流網等の供給面での制約を受けて、物価の上昇が観察されている。更に、2022年2月24日に開始されたロシアによるウクライナ侵攻により、エネルギーや穀物価格等が大きく上昇したために、欧米諸国では数十年ぶりの高い物価上昇率を記録し、このような状況に対応して、各国の金融政策は緩和政策から引き締め政策へと転換するとともに、物価上昇を抑制するため、政策金利を引き上げる判断を下すこととなった。

こうして、先進諸国地域の金利環境は長期にわたる低水準の時代からの一つの転換期を迎えた可能性

が指摘できる。また同時に、このような変化は国際金融市場、および国際経済環境に少なからぬ影響を与えうると考えられる。翻って、日本については今日でもなお大規模な金融緩和政策が継続している。2023年4月には日本銀行総裁が黒田東彦氏から植田和男氏に代わり、金融政策の修正の有無について注目が集まった。総裁交代当初の段階では、これまでの政策が引き継がれることが確認され、方向性の変化は見られなかったものの、前述のとおり、2023年7月の金融政策決定会合においては、長期金利の上限が実質的に1%に引き上げられるという政策の修正が加えられた。しかしこの時点においても、政策自体については、今後も粘り強く金融緩和を継続していくと表明しており、今後の政策運営の方向性について引き続き関心が高まっている。

以上を問題意識として、本稿では、低金利環境からの転換期を迎えた可能性のある国際経済および金融環境に関して懸念される問題点を確認すると共に、金融緩和政策を継続する日本経済の構造的問題を考慮した上で、今後の財政金融政策の在り方について考察することを研究目的とする。議論を通じて今後の国際経済金融環境が孕むリスクや、現在の日本経済における残された課題が浮き彫りになることが期待される。

次章以降の構成は以下のとおり。2章においては、サマーズとバーナンキとの間での低金利環境に関して交わされた長期停滞論をめぐる議論について整理する。続く3章では、新型コロナウイルスのパンデミックを契機とした先進諸国地域における政策転換と、これに伴う国際経済および金融環境にまつわるリスクについて検討する。4章では金融緩和政策を継続する日本経済の構造的問題を踏まえた上で、今後の財政金融政策の在り方について考察し、5章において議論を総括する。

2. 長期停滞論をめぐる議論

前述のとおり、特に世界金融危機以降、先進諸国地域において低金利環境が持続してきた中で、主に2013年から2016年にかけて続いたローレンス・サマーズとベン・バーナンキの間での低金利環境の背景について交わされた長期停滞論をめぐる議論は、多くの注目を集めた。以下では、両者の主張について整理する¹⁾。

まずそもそもの長期停滞論は1938年にアルヴィン・ハンセンにより提起された考え方であり、人口増加の鈍化と技術進歩の低下により、新たな資本財への投資意欲が低下するため、長期に渡り完全雇用が実現しないというものであった。この考え方をサマーズは21世紀に援用し、議論を展開している。

サマーズの主張は国内の実物部門に焦点を当てたものである。その上で、人口増加の鈍化や先端産業での資本集約度の低下などにより、家計部門や企業部門が貯蓄超過の状態となり、金利に低下圧力がかかることから、資本や労働等の完全雇用に対応した「均衡実質金利」が大きく低下する。一方で、現実の金利も貯蓄超過によって低下するものの、完全雇用を実現する水準までは低下することができない。金融緩和政策によっても名目金利には一般的に0%の下限があるため、例えば期待物価上昇率が2%であったと仮定した場合、名目金利から期待物価上昇率を差し引いた実質金利は-2%までにしか下がらないことになる。均衡実質金利が-2%以下であったとすると、金融緩和政策によっては完全雇用を実現できず、また投資が促されず低成長が続くことからインフレ率も低くなる。同時に、需要不足が続くため、供給が制約される状態になる。

このように、完全雇用を実現する均衡実質金利が低すぎるため、金融緩和政策によって金利を引き下げても完全雇用が実現できず、こうした状態が長期に渡って続くという考え方がサマーズの長期停滞論の概要である。また併せて、以上の考え方はアメリカに比べ、むしろヨーロッパや特に日本においてよ

り良く当てはまるとも指摘している。

一方で、サマーズによる長期停滞論は実際の金利が下限まで低下してもなお完全雇用が実現されない点において、「流動性の罫」の状況と共通している。実際に、長期停滞を脱却するための処方箋も流動性の罫のそれと概ね同様であり、拡張的な財政政策が有効であるとされる。また、これに関連して、資本投資の収益改善のための税制政策や研究開発支援も併せて有効であると主張した。

これに対して、バーナンキによる考え方では国際的な視点を重視しており、サマーズの長期停滞論については、特定の国や地域をとらえた議論であるとしている。その上で、国際的な貯蓄超過が低金利の原因であると指摘した。具体的にアメリカを例に挙げれば、貯蓄超過国からの資本流入により、国内金利が低下すると考えられる。また、資本流入の過程でドル需要が高まるため外国為替市場ではドル高となり、他の条件が一定であれば貿易収支は赤字化する。この時、国内需要は輸入の増加によって削がれるため、この分、国内景気が抑制され、インフレ率も低くなり金利もまた低下する。こうして結果的に、サマーズによる長期停滞論と同様に、低金利と低成長、低インフレを説明できるとした。

こうしたバーナンキの考え方に基づいた処方箋の在り方も、自ずとサマーズのそれとは異なるものになる。バーナンキは、サマーズの拡張的財政政策について、アメリカの場合では既に政府債務が高い水準にあり、政府支出の拡大は何れかの時点で収獲逡減の領域に入るため有効ではないと指摘した上で、世界的貯蓄超過が原因であれば、自国の輸出競争力を高めるための外国為替市場への市場介入を減らさせるなどの対応が有効であるとした。

これら両者の議論に関連して、IMF（2023a）では、1980年代以降、約40年に渡り主要先進国の全てで自然利子率が低下してきたことを確認し、併せて自然利子率の低下要因についても分析している²⁾。分析の結果からは、バーナンキが主張するように自然利子率の決定要因として国際的な要因も挙げられるものの、それ以上に、人口動態の変化と生産性の低下が大きな影響を与えていることが明らかとなった。

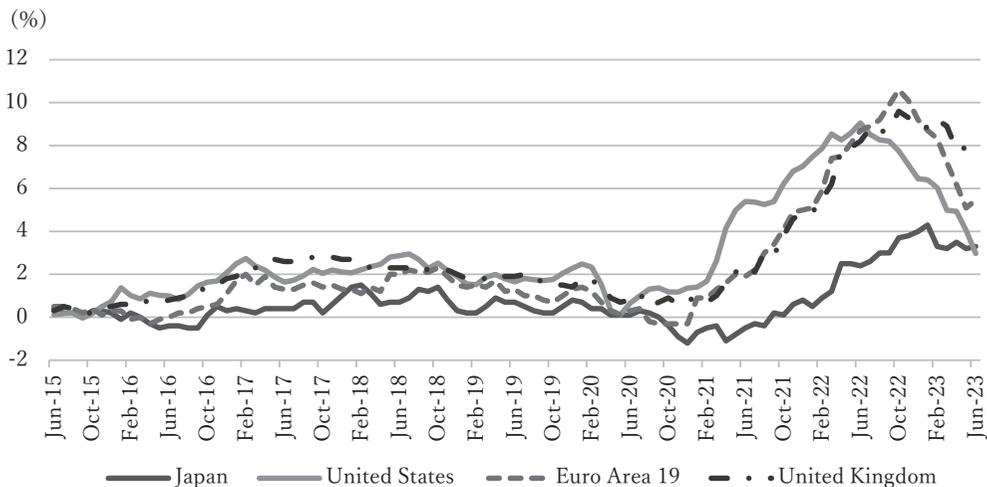
以上より、サマーズとバーナンキ両者の主張を合わせ考えることによって、アメリカをはじめとしてヨーロッパや日本を含む先進諸国地域における低金利環境の要因を多面的に捉えることができるようになる。このうち、日本経済への適用可能性に関する含意については、サマーズの主張は当初より長期停滞論はヨーロッパや日本により良くあてはまるとしており、現在もなお低金利環境下にある日本経済の構造的問題を検討する上で参考になると考えられる。また、バーナンキの主張について言えば、国際的な視点からアメリカの低金利環境を分析した考え方は、経常収支黒字国である日本には直接あてはまらないものの、今後の経済政策を検討する上では当然のことながら国際的な視点も考慮する重要性を改めて確認することができる。併せて、政府債務が高い場合には、無条件に拡張的な財政政策が支持されないことも参考にされるべき点であると言える。

3. 先進諸国地域における低金利環境からの転換と懸念されるリスク

3.1 先進諸国地域における低金利環境からの転換

前述のとおり、先進諸国地域における低金利環境は、新型コロナウイルスのパンデミックを契機として一つの転換点迎えた可能性がある。先ず、図1から主要先進国地域における物価上昇率の推移を確認すると、2020年の前半では、新型コロナウイルスの世界的流行への対応として、世界各地で採られたロックダウン等の政策により経済活動が停滞したことを反映して、各国地域での物価上昇率が一時的に低下したことが観察される。その後、アメリカを除く国および地域においては、2020年末にかけて物

図1 主要先進国地域における物価上昇率 (CPI) の推移



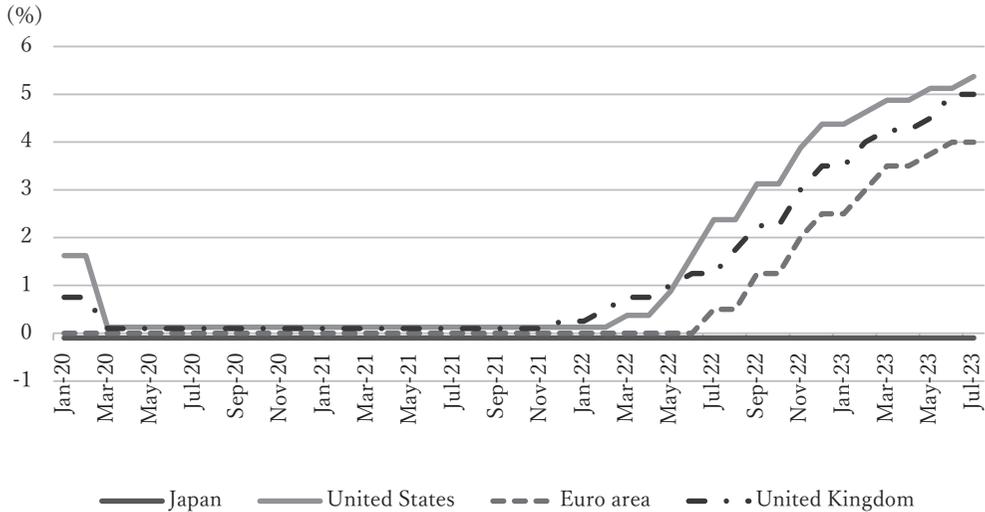
注) 2023年2月以降のユーロ圏19カ国のデータについては、OECDのデータで取得可能なキプロスを除く18カ国の各国データの平均値を用いている。

出所) OECD ホームページデータより筆者作成 (<https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>)。

物価上昇率の低下傾向が続く一方で、アメリカでは2020年後半から物価上昇率が上昇傾向に転じており、2021年に入ると、すべての国および地域で物価上昇率が上昇基調に変化している。このうち、日本においては相対的に勾配が緩やかであるのに対して他の国や地域では急であることから、短期間のうちに大幅に物価が上昇したことがうかがえる。物価上昇率のピークはそれぞれ高い順に、ユーロ圏で10.6% (2022年10月)、イギリスで9.6% (2022年10月)、アメリカで9.1% (2022年6月)となっている。その後、日本を除く国や地域の物価上昇率は低下傾向に転じているものの、パンデミック以前と比べると、物価上昇率は依然として高い水準にある。しかし直近の2023年7月時点では、日本の値が3.3%となり、アメリカの2.97%を上回る水準となっている点が注目される。

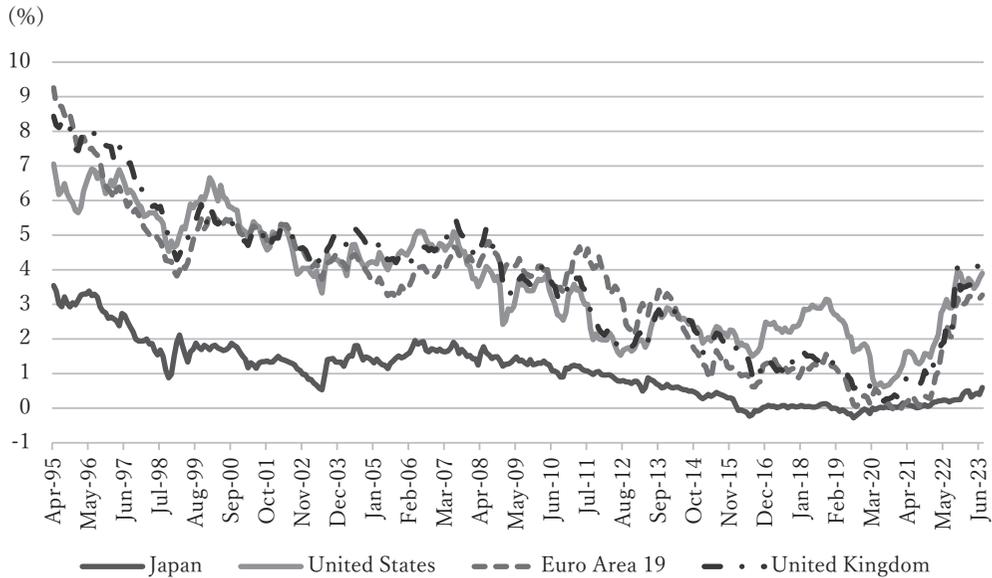
こうした急激な物価上昇に対応し、欧米諸国地域ではパンデミック下での緩和的な政策から緊縮的な金融政策への転換がなされている。当初では、物価上昇は一時的なものとみられ、短期間のうちに物価上昇は抑制可能であるとしていた。しかし結果的には、1年以上に渡って中央銀行の目標とする水準を超える物価上昇が続いたため、今日に至るまでこれら地域における利上げが継続している。図2によると、2021年の12月にイギリスで政策金利が引き上げられたことを皮切りに、アメリカでは2022年3月から、ユーロ圏でも2022年7月からそれぞれ政策金利の引き上げが開始されている。日本においては、大規模な金融緩和政策が継続されていることを反映し、政策金利は-0.1%と変化がない一方で、他の国や地域における政策金利引き上げ開始後のグラフの勾配は急であり、短期間のうちに大幅な利上げが行われたことが示されている。このように、新型コロナウイルスのパンデミックが本格化した2020年3月時点では、日本を除く国地域における政策金利は0%代であったものが、直近の2023年の7月時点ではそれぞれ、アメリカで5.375%、イギリスで5%、ユーロ圏で4%と大きく上昇していることを確認することができる。

図2 主要先進国地域における政策金利の推移



出所) BIS ホームページデータより筆者作成 (<https://www.bis.org/statistics/cbpol.htm>) .

図3 主要先進国地域の長期金利の推移



出所) OECD ホームページデータより筆者作成 (<https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>) .

また、図3より長期金利の推移について見てみると、全ての国地域において2020年まで一貫して低下傾向を示している。しかしその後は2020年を底として上昇傾向に転じており、特に日本を除く国および地域において急上昇している³⁾。

3.2 低金利環境からの転換期における懸念されるリスク

以上より、国際的な金利環境は長く続いた低金利環境からのいわば「パラダイムシフト」ともなりうる一つの転換点を迎えた可能性のあることが浮き彫りとなった。その上で、こうした環境変化は国際経済や国際金融環境に対して、懸念すべき負荷をもたらすうと考えられる。以下では、低金利環境下からの転換期におけるリスクとして、新興国市場における債務危機等の発生リスク、経済政策についての一貫性に関するリスク、金融機関の経営破綻による金融不安のリスクの3点を挙げ、それぞれの概要について整理する。また、これらのリスクと今後の日本における財政金融政策の在り方の係りについては、4章において改めて検討を加える。

まず、1点目の新興国市場における債務危機等の発生リスクについて、Rogoff (2022) では、今世紀に入り、新興国での中央銀行の独立性が尊重されるとともに、自国通貨建てによる資金調達が増加し、また外貨準備の蓄積が進んだことによって、パンデミックの発生前までの時期においては、債務危機の発生が抑えられてきたとしている。その上で、近年では多くの新興国において、公的および民間を含む対外債務がパンデミック前の2019年時点で既に記録的な水準に達するなど高くなっていることを指摘した。また同時に、これらの国においては、所得に対する政府債務の比率も非常に高い水準に達するとともに、債務の利子負担も増加していることが確認される。これに伴い、輸出に対する債務返済比率も近年大きく上昇するなど、一方でリスクが蓄積されていると述べている。更に加えて、債務水準が高い場合、新型コロナウイルスのパンデミックへの危機対応として、拡張的財政政策による短期的なメリットがあったとしても、当該国において市場からリスクの高い借り手と見做された場合、資金の供給が途絶えることにより、債務危機や金融危機等を起こす可能性があることを示している。

このように、新興国市場での対外債務が蓄積されている状況下において、先進諸国地域の金融引き締め政策による利上げが進行することにより、資金の貸し手からこれら新興国がよりリスクの高い借り手と認識され、新興国市場への投資を逆流させる可能性を高めることが指摘できる。世界的な低金利環境からの転換は、これら地域の自国の経済的な目標に合わせた裁量的な経済政策の発動を制約し、債務危機や通貨危機、金融危機等の発生を引き起こす可能性のあることが懸念される。

2点目の、経済政策についての一貫性に関するリスクに関しては、一般的に物価上昇率が高まる局面では、インフレ率を抑えることが優先されるため、政策金利を引き上げるなど、緊縮的な金融政策が採用されなければならない。その一方で、政府が景気後退のリスクをより優先すると、財政政策については、政府支出の拡大や減税と言った緩和的な政策が選択される可能性がある。こうした場合、金融政策と財政政策の間で政策の方向性に関する一貫性が保たれなくなり、インフレ率を抑制可能な水準まで十分に需要を抑制できず、短期間でのインフレの収束が困難となる。更にインフレ率が短期間で十分に低下しない場合には、人々のインフレ期待が高まることを受けて、労働市場ではインフレ期待分の賃上げ要求を貫徹しようという姿勢が強化される。これに対応し、企業側が賃上げを認めると、労働コストの上昇を反映し物価が上昇するという賃金と物価の悪循環が発生し、インフレ率の高い状況がより長期に渡り粘着的に持続し続けるリスクが存在することが考えられる。

加えて経済政策の一貫性についてより問題を深刻化させるのが、当該国の国際収支が経常収支赤字基調におけるケースである。経常収支が赤字の下で前述のような経済政策の不一致があったと認められると、市場からの信認を損なうことによるリスクが顕在化することが懸念される。この場合には、2021年の10月にイギリスのトラス政権下で金融引き締め政策と同時に、景気刺激のための減税案を提案したことにより、債券価格とポンドの価値が急落した現象が発生した所謂「トラスショック」のように、

インフレの長期化のみならず、より経済を混乱させるショックを引き起こす可能性があることを指摘できる。

3点目の金融機関の経営破綻による金融不安のリスクに関しては、2023年3月にアメリカにおいて、中堅規模行であるシリコンバレーバンク（Silicon Valley Bank: SVB）とシグネチャーバンク（Signature Bank）、およびファースト・リパブリックバンク（First Republic Bank: FRC）が立て続けに経営破綻したことによって注目が集まった⁴⁾。これらの破綻の経緯については、アメリカでの資産規模が2022年末時点で16位であったシリコンバレーバンクにおいて、ごく短期間のうちに法人顧客を中心とした大口預金が大量に流出したことに端を発する。こうした動きに対して銀行は、保有する有価証券等資産の売却によって、預金流出を手当てしようとしてみたものの、2022年からの連続的な利上げによる評価損が顕在化するため対応しきれず、数日間の内に経営破綻した。その後、他の金融機関に対しても、シリコンバレーバンクと同様の脆弱性が存在することが懸念されたことにより、シグネチャーバンクも大規模な預金流出に見舞われ、シリコンバレーバンクの破綻の2日後に銀行が閉鎖されるとともに、更に、ファースト・リパブリックバンクも最終的にJPモルガン・チェース（JPMorgan Chase）に売却されることとなった。

これらのケースについては、根本的には伝統的な取り付けによる経営破綻に近いものであったと評価することができる。また同時に、銀行は短期資金である預金を受け入れて、実質的に長期で貸し出し等を行うという一般的な生産構造を持っていることもその背景にあるとうかがわれる。一方で、長く続いた低金利環境からの転換期においては、それまでの環境を前提としたポートフォリオからの転換が追いつかず、金融機関が破綻するなどして、金融システムにストレスを与える可能性があることを考慮する必要があると考えられる。同様に、金融不安を引き起こす程ではなくとも、政策金利が引き上げられることで、金融機関の融資姿勢が慎重になる等、経済成長を鈍化させる懸念があることも併せて指摘することができる。

4. 日本における長期停滞論の再考と今後の財政金融政策の在り方に関する考察

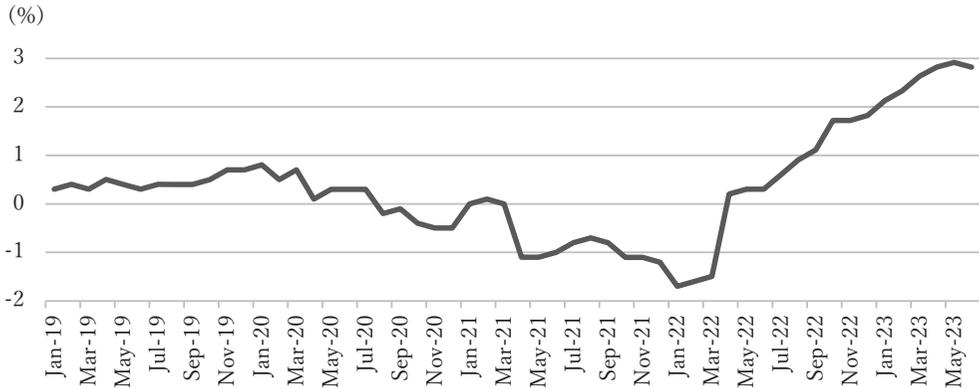
4.1 長期停滞論再考

これまで議論してきたように、新型コロナウイルスのパンデミックを契機として、長期に渡る低金利環境は一つの転換期を迎えた可能性のあることが示唆された。一方で日本では、他の先進諸国地域において物価上昇率を抑制すべく金融引き締め政策が発動されるなかで、依然として大規模な金融緩和政策を継続している点において特殊な状況に置かれていると言える。

その上で、日本においても前述のとおり、直近の2023年7月時点では消費者物価指数が前年同月比で3.3%に上昇していることが観察される。他方、一時は9%を記録したアメリカやヨーロッパでの物価上昇率は低下傾向を示す中で、日本との格差が縮小し、最近では、日本の物価上昇率がアメリカのそれを逆転するまでになっている。当初では、アメリカやヨーロッパに比べ相対的に日本の物価上昇率は低く、また物価の上昇傾向も短期的に収まるという見通しが持たれていた。加えて、経済成長の観点からは不確実性が存在し、物価上昇率見通しについても安定的に目標の2%を超えたとは認められていないことから、金融緩和政策を継続するとしていた。

しかし一方で、今日に至るまで日本における物価の上昇傾向が続いている。図4からは、当初はエネルギーや穀物等を中心とした価格上昇であったものが、企業による価格転嫁も徐々に進展していることがうかがわれる。このように、見方を変えれば、欧米諸国との物価上昇率の格差縮小やアメリカのとの値の逆転もさることながら、そもそも国内物価上昇率がこれまでほぼ0%で推移していた状況から3%

図4 日本の食品およびエネルギーを除く消費者物価指数の推移



出所) OECD ホームページデータより筆者作成 (<https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>)。)

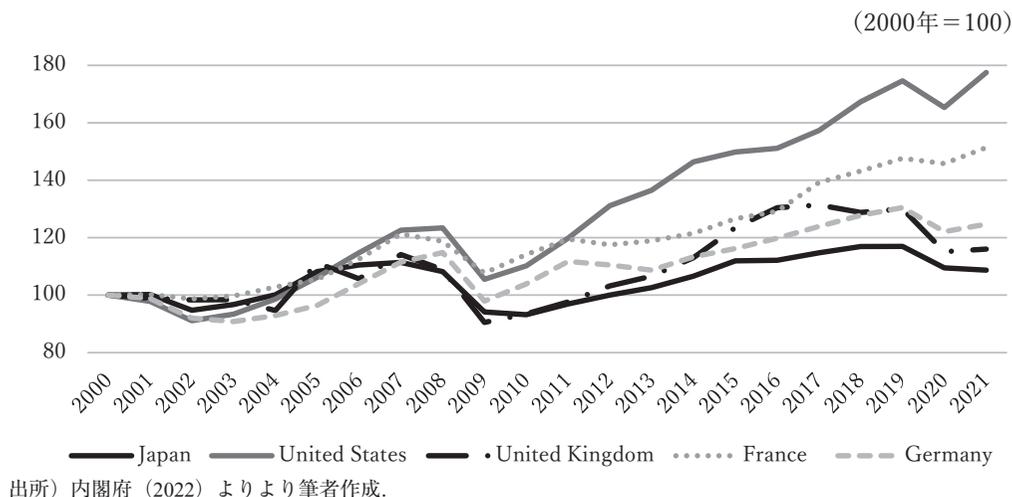
以上に上昇すること自体が、日本における物価動向についての一つの転換点を迎えていると見ることもできる。

以上のように、物価動向の観点からは、日本における物価上昇も一時的なものではなく、粘着性を帯びつつある状況が示唆される。従って、今後の日本の金融政策の方向性については、より明確な政策転換が検討されるべき段階に近づきつつあるよううかがえる。しかし他方では、前述のとおり経済成長の観点を重視することで、機動的な金融政策の修正に慎重になっている可能性も併せて指摘することができる。

この点に関しては、サマーズが長期停滞論で主張したように、現在、日本では、統計指標にも表れているとおり総人口の減少局面に入っている。同時に 1991 年のバブル崩壊後、研究開発等のリスクを伴う投資に消極的となるなど資金需要が減少するとともに、低成長が続いたことから、インフレ率も低い状態が継続し続けた。図 5 から、少なくとも 2000 年以降、日本の設備投資が他の先進国に比べて力強さを欠くものであったことが観察される。以上の点より、IS-LM 分析における IS 曲線の傾きが急であるケースと同様に、経済性成長への見通しが悲観的になる中で、金利に対して投資が非弾力的となり、このことが、これまでに実施されてきた金融政策の効果を十分に発揮させることを妨げてきた一因ともなっていたと考えられる⁵⁾。

翻って、前に述べたとおり、サマーズによる長期停滞論は実際の金利が下限まで低下してもなお完全雇用 GDP が実現されない点において、「流動性の罫」の状況と共通している。これまで日本においては、黒田前日本銀行総裁の就任により積極的な金融緩和政策が採用され、2023 年 4 月に植田新総裁が就いて以降も長短金利操作付きの金融政策が採用されている。しかしながら、依然として経済成長には十分な力強さが備わっているとは言えず、日本においては現在も「流動性の罫」に準ずるような状況にある様子が浮き彫りとなっている。

図5 主要先進国における設備投資の推移



4.2 今後の財政金融政策に関する考察

4.2.1 財政政策

このように、経済成長の見通しについて悲観的になることにより投資が抑制されるにしても、「流動性の罫」の状態にあるとしても、適用される処方箋は共通しており、拡張的な財政政策を発動することとなる。但し、バーナンキが指摘するように、少なくとも政府債務の水準が高い状況において拡張的な財政政策が無条件に支持されるものではなく、また財政政策を発動するに際しては、その運用に関して以下に述べるとおり「効果的」であることが求められると考えられる。

具体的に、「効果的」であるためには、大きく分けて2つの点について考慮される必要がある。まず、1点目についてはインフレ率との関係を考慮することである。前述のとおり、2022年以降、日本の物価上昇率は今日に至るまで上昇傾向が続いている。その上で、今後、物価上昇率は当然将来のある時点を境にいずれ低下傾向を示すことになる。しかし、何れにしても、拡張的な財政政策は物価上昇率がある一定以上高くないうちに発動しなくてはならないことを条件の一つとして挙げることができる。何故なら、物価上昇率がある一定水準を上回ると、政策の優先順位について物価上昇を抑えることに軸足を置かざるを得なくなるからである。実際にヨーロッパでは、経済成長が鈍化する中でも金融引き締め政策を続けている。またBIS (2023) やIMF (2023b) も、インフレ率の抑制が現在の先進諸国地域の優先課題であることを指摘しており、日本においてもできるだけ早期に実効性のある政策を実施することが求められる。

また、2点目については、経常収支が赤字基調にならないように心がけることが挙げられる。日本は基本的に経常収支黒字国であるが、近年、貿易収支を中心として黒字幅の減少傾向が観察される。もし、経常収支について赤字基調となった場合には、市場の信頼を維持する観点から、裁量的な財政政策への制約が強化されることが懸念される。例えばある時点において、インフレ率の抑制と景気刺激との間の優先順位を誤った場合、3章で述べたように、日本においても経済政策の一貫性の欠如から所謂イギリスで発生した「トラスショック」のような現象が発生する可能性も否定できない。

以上のように、「効果的」な財政政策を発動するためには、物価上昇率が上がりすぎず、また、上昇傾向が定着しないうちに、かつ、経常収支が黒字基調であるうちに実行することが重要であることが示唆される。その上で、拡張的な財政政策が「効果的」であるためには、限られた条件の中でより効果を発揮するような工夫を併せて講じることが求められる。例えば、政府が主導して今後の日本経済を牽引する基幹産業を見定め民間部門と情報を共有し、将来の生産性を向上させる研究開発等への投資を引き出すような焦点を絞った政策を実行することが重要になると指摘できる。

4.2.2 金融政策

金融政策に関しては、これまで議論してきたように、2022年時点において日本の物価上昇率は欧米諸国のそれに比べて相対的に低かったものの、その後、欧米諸国において利上げが進む一方で、日本においては物価上昇の長期化の傾向が示されるなか両者の格差は縮小し、アメリカとの間には物価上昇率の逆転現象まで観察されている。こうした状況下においてもなお、アメリカやヨーロッパでは追加的な利上げの実施が予定されることに対して、日本においては金融緩和政策が当面継続されることが見込まれている。確かに、現在の日本の消費者物価指数の上昇率は3%程度である。しかし前述のとおり、以前に比べその水準は大きく上昇していると言っても過言ではない。更に今日、物価の上昇は企業による価格転嫁の進展も加わり、今後も物価上昇率が高止まりするという見方も存在する。

こうした背景を踏まえれば、日本の金融政策も今後はより柔軟性を持って対応することが求められると考えられる。このような観点から言えば、2023年7月における日本銀行の金融政策決定会合によって今後も金融緩和政策が維持されることが確認された一方で、実質的に長期金利の上限を1%に引き上げたことは、国内外の経済金融環境への対応の一步として評価しうる。その上で、引き続き物価上昇率の2%を超えた上昇傾向が続くとみられるならば、日本においてもより本格的な政策の転換が必要になる可能性のあることが指摘できる。

しかし他方、金融政策の転換を図る上では、政策転換の実物部門への影響も考慮されなければならない。これまで議論してきたように、黒田前日本銀行総裁の就任以来、大規模な金融緩和政策が継続されてきたものの、金融緩和政策そのものの景気浮揚効果については限定的であったことが浮き彫りとなっている。一方で、資金需要の乏しい中での大規模な金融緩和政策は、過度に企業の資金調達コストを下げ市場の機能を歪めると共に、市場の新陳代謝を阻害しかねない⁶⁾。従って、国際的な経済金融環境が大きく転換する中においてこれまでどおりの金融緩和政策を維持し続けた場合には、却って市場に誤ったシグナルを発することにより、市場の活性化を妨げることが懸念される。従って、やはり今後の金融政策の在り方について考えた場合、硬直的に運用されるべきではなく、政策の柔軟性を持って対応することが望ましいと言えることができる。

加えて、2章における長期停滞論に対するバーナンキの主張のように、今後の金融政策の方向性を検討する上では、国際的な視点も考慮されなければならない。3章において議論したように、国際的な低金利環境からの転換期においては、国際経済環境を混乱させるイベントが発生する懸念が生じる。具体的には、新興国を中心とする債務危機や先進国を含めた国での金融不安等が発生し、国際的な需要が抑制されることにより日本の経済成長に負の影響をもたらす可能性が存在する。しかしこの場合においても、本稿の議論からは現在の日本の経済構造の下、主に景気を下支えしうる政策は財政政策にあることが導出されており、金融政策については、あくまでも物価動向の推移を最優先に注視しながら政策判断すべきであると考えられる。前述のとおり、物価水準が上昇しているにも関わらず、国際的な需要環境

の悪化を優先して、硬直的に金融緩和政策を継続し続けることは、却って、市場の新陳代謝を促すことによる市場の活性化と、企業部門の生産性向上を妨げかねないという、長期的な経済成長に影響を与える構造的な問題を未解決のまま残存させる可能性があることを指摘することができる。

5. 総括

今世紀に入り、特に2008年の世界金融危機以降、先進諸国地域で長期に渡り持続してきた低金利環境は、2020年の新型コロナウイルスのパンデミックを契機として大きく変化した。パンデミック後の経済活動の再開による需要増加と供給制約、および2022年2月以降のロシアによるウクライナ侵攻に伴い、欧米諸国を中心として大きく上昇した物価を抑制すべく、これらの国々において政策金利の引き上げが続いている。一方で、日本に限っては今日もなお、長短金利操作（YCC）付きの量的緩和政策が継続しており、今後の金融政策の方向性について注目が集まっている。

これらを問題意識として、本稿では低金利環境からの転換期における国際経済および金融環境に関して懸念される問題点について確認した。また、大規模な金融緩和政策を維持する日本経済の構造的な問題を考慮した上で、今後の財政金融政策の在り方について考察することを研究目的とした。

以上に対応し、まず第2章では、アメリカを始めとする先進諸国地域において長期に渡り持続した低金利環境の背景に関して、2010年代にローレンス・サマーズとベン・バーナンキとの間で展開された長期停滞論をめぐる議論について整理した。サマーズの主張は、国内の実物部門に焦点を当てた上で、人口増加の鈍化や資本収益率の低下によって「均衡実質金利」が0%を超えて低くなる可能性がある一方、金融緩和政策により引き下げ可能な金利には下限があるため完全雇用が長期に渡り達成されないというものであった。実際の金利が下限まで低下してもなお完全雇用が実現されない点では、「流動性の罍」の状況とも共通しており、長期停滞を脱却するための処方箋も流動性の罍のそれと概ね同様に、拡張的な財政政策が有効であると主張された。

一方、バーナンキの場合は、国際的な視点を重視している。アメリカについては、国際的な貯蓄超過が低金利の原因であるとし、貯蓄超過国からの資本流入によって国内金利が低下するとともに、外国為替市場ではドル高となることから、貿易収支は赤字化するとしている。このようにして結果的に長期停滞論と同様に、低金利と低成長、低インフレを説明できるとした。

これらの主張に関連してIMF（2023a）では、過去40年に渡って自然利子率が低下してきた要因として、人口動態の変化と生産性の低下が大きな影響を与えていたことを示すと同時に、国際的な要因も存在することが挙げられている。従って、サマーズとバーナンキの両者の主張を合わせ考えることによって、先進諸国地域における低金利環境の背景について多面的にとらえることが可能になることが浮き彫りとなった。特に、サマーズの長期停滞論については、日本への適用可能性が高いことが指摘されていることと併せて、バーナンキの主張からは、政府債務の水準が高い場合には、無条件に拡張的な財政政策が支持されないことが示唆された。

続く第3章においては、新型コロナウイルスのパンデミックを契機とした先進諸国地域における金利環境および金融政策にまつわる政策転換について概観した。その上で、低金利環境からの転換期において今後の日本の経済政策の方向性にも影響を与えうる、懸念される3つの問題点である新興国を中心とした債務危機等の発生リスクと先進国を含む経済政策の一貫性に関するリスク、および金融不安の発生リスクについてそれぞれ確認し、概要を整理した。

4章においては、2章および3章の議論を踏まえた上で、大規模な金融緩和政策を継続する日本経済

の構造的問題を考慮し、今後の財政金融政策の在り方について考察した。サマーズの長期停滞論との関連からは、日本において総人口が減少局面に入るとともに、金融緩和政策によっても経済成長への見通しが悲観的であったため、投資が抑制されるとともに、物価の低い状態が続いたと考えられる。つまり、「流動性の罫」に準ずる状態にあったと同時に、民間投資が金利に対して非弾力的であったことが言えるとともに、こうした問題に対する処方箋として、拡張的な財政政策が有効であることが示唆された。但し、本稿の議論から導出された重要な点は、バーナンキの主張と同様に、拡張的な財政政策が無条件に支持されるものではないということである。具体的には、物価の上昇傾向が続く局面では物価抑制を優先すべきであり、かつ、経常収支が赤字基調にならないうちに焦点を絞った「効果的」な財政政策を発動しなければならないという条件が付くことを確認した。

他方、日本の金融政策については、物価上昇率の上昇傾向が続き、欧米諸国との物価上昇率の格差が縮小している環境において、この先、政策転換を伴うより柔軟な対応が求められる可能性があることが浮き彫りとなった。国際的な低金利環境からの転換期においては、3章で確認したとおり、新興国を中心とした国による債務危機や先進国を含めた国による金融不安等によって、国際経済環境が負の影響を受ける可能性も考えらえる。しかしこの場合においても、物価上昇率が高止まりするか、若しくは上昇傾向を示し続ける場合においては、金融政策は物価抑制を最優先すべきであることが示されると同時に、硬直的な金融緩和政策の継続が、解決されるべき日本経済の構造的問題を先延ばしする恐れがあることを指摘した。

このように、新型コロナウイルスのパンデミック以前においては今後も長期に渡って継続すると見られてきた国際的な低金利環境が、予期せぬ形で大きく転換した。この金利をめぐる環境変化がどの程度の期間持続するかについては別途議論が必要となる。しかし、少なくとも日本において長期に渡り低位に留まっていた物価上昇率への期待は、一連の国際経済金融環境の変化によって、変化しだした可能性がある。今後の経済政策の在り方については、本稿において確認された制約の中で、どれだけ産業構造を高度化させるような、研究開発等の設備投資を含む民間投資を引き出すことができるかが、長期的な日本経済の経済成長を展望する上で重要となる。このためにも、政府による焦点を絞った機動的な財政政策を効果的に用いられることが期待される。

注

注1) 両者の議論はブログや講演会等の場を通じても展開され、それらの議論は Lawrence H. Summers, Ben S. Bernanke, Paul Krugman and Alvin H. Hansen, 山形浩生 編訳・解説 (2019) 『景気の回復が感じられないのはなぜか』にまとめられている。

注2) IMF (2023a) によれば、自然利子率とは、経済を刺激することも抑制させることもなく、潜在的な産出量と安定的なインフレ率に対応した実質金利の水準と定義されている。

注3) 実質金利(10年物)についても、例えば、アメリカセントルイス連銀のホームページから取得可能なデータ (<https://fred.stlouisfed.org/series/REAINTRATREARAT10Y>) より、アメリカでは1980年代中盤以降、一貫して下落傾向にあったものが、2020年8月の-0.4%を底として、直近の2023年9月時点の1.7%まで急勾配での上昇傾向を示していることが確認される。

注4) 2023年3月から発生した銀行破綻についての概要については、BIS (2023) にまとめられている。

注5) 内閣府 (2022) においても、バブル崩壊機構、長引くデフレの下で形成された低い国内需要に対する

先進諸国地域における低金利環境からの転換と日本における財政金融政策の在り方に関する考察（橋本）

期待成長率を背景に、企業の国内への投資が慎重化したことが指摘されている。

注6) 内閣府（2022）によれば、2008年以降のデータで、日本においては、他の先進国（アメリカ、イギリス、ドイツ、フランス）に比べて企業の開業率および廃業率がともに最も低く推移しているため、開業率と廃業率を足し合わせた代謝率も最も低くとどまっていることが示されている。

参考文献

内閣府（2022）『令和4年度 年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）一人への投資を原動力とする成長と分配の好循環実現へー』2022年7月、内閣府。

Bank of International Settlements (2023) *Annual Economic Report*, June 2023, Bank of International Settlements.

Haldane, Andrew G., (2015) “Stuck,” Speech at The Open University, Milton Keynes, 30 June 2015, Bank of England.

International Monetary Fund (2023a) *World Economic Outlook - A Rocky Recovery-*, April 2023, International Monetary Fund.

——— (2023b) *World Economic Outlook Update -Near-Term Resilience, Persistent Challenges-*, July 2023, International Monetary Fund.

Rogoff, Kenneth (2022) “Emerging Market Sovereign Debt in the Aftermath of the Pandemic,” *Journal of Economic Perspectives*, Volume 36, Number 4, Fall 2022, pp. 147-166.

Summers, Lawrence H., Ben S. Bernanke, Paul Krugman and Alvin H. Hansen, 山形浩生 編訳・解説（2019）『景気の回復が感じられないのはなぜか』世界思想社。

