

「金利のある世界」パネル討論  
一橋大学政策フォーラム(2024年度第3回)  
2025年1月30日@千代田キャンパス

福田慎一

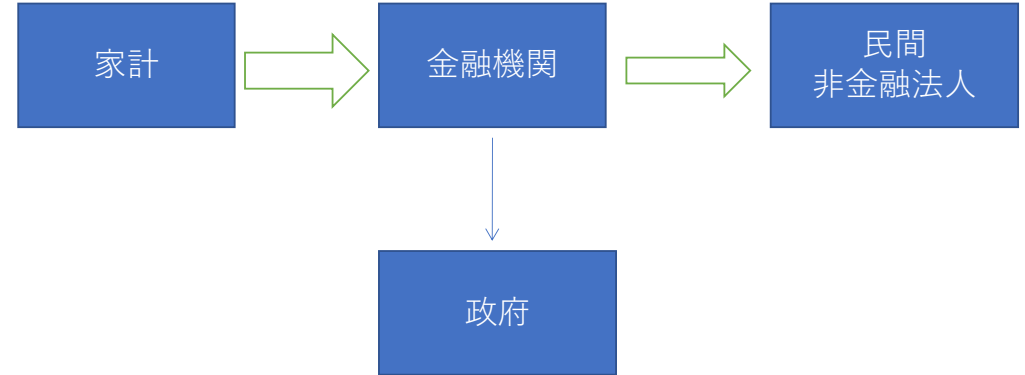
東京大学大学院経済学研究科

# 1. 長短金利はどこまで上がるか？

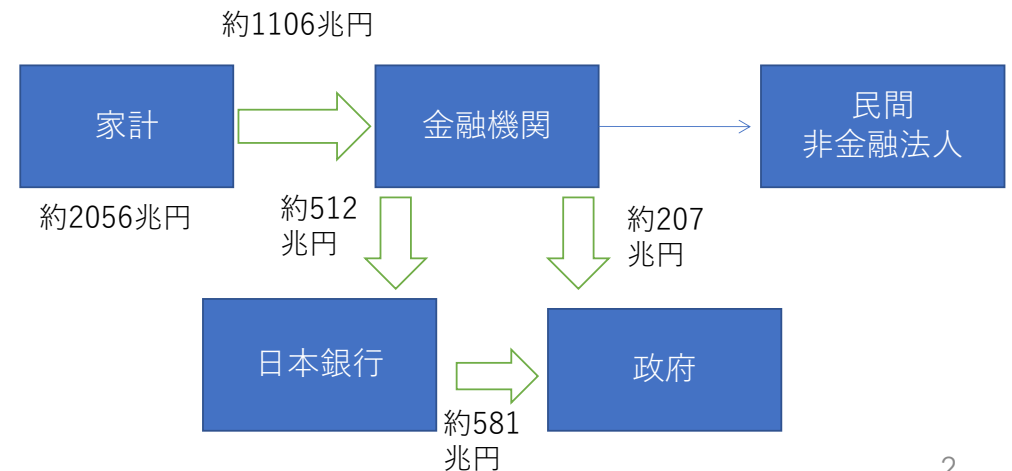
長短金利が他国と同様に上がる経済構造を実現することが重要

- バブル崩壊以前は、このような資金フローが成長を支えた！
- しかし、1990年代以降、日本国内で大きな資金余剰が発生
- その結果、余剰資金の多くが政府セクターに流れ、成長資金は民間企業に流れなかった！
- 原因1：弱い企業の資金需要
- 背景：不確実性、新陳代謝の遅れ、スーパースター企業の不在
- 原因2：家計セクターの予備的貯蓄
- 背景：漠とした将来不安、将来の高齢化
- 原因3：巨額な財政赤字
- 背景：社会保障関係費の増大等、日銀のサポート

わが国の資金フロー（概念図）  
バブル崩壊以前

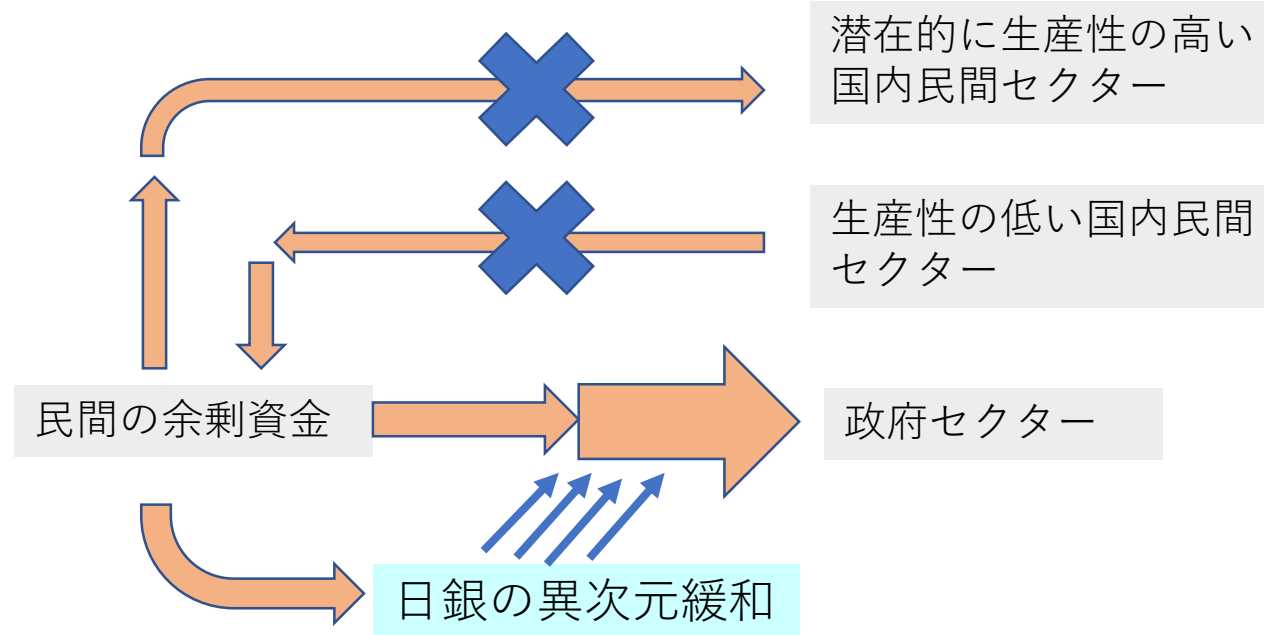


2000年代（2022年度）



## 異次元の金融緩和の生産性への含意：財政ファイナンス以外の副作用

- 超低金利の長期化は、低収益企業の退出を妨げる。
- 低収益企業の存在は、潜在的に生産性の高い企業の参入を遅らせる。
- 結果的に、民間セクターへの資金フローではなく、政府セクターへの資金フローをよりスムーズにした可能性
- 異次元緩和は、生産性の高い民間セクターへの資金供給を減らした可能性
- 金利のある世界は、この悪循環を改善する余地がある



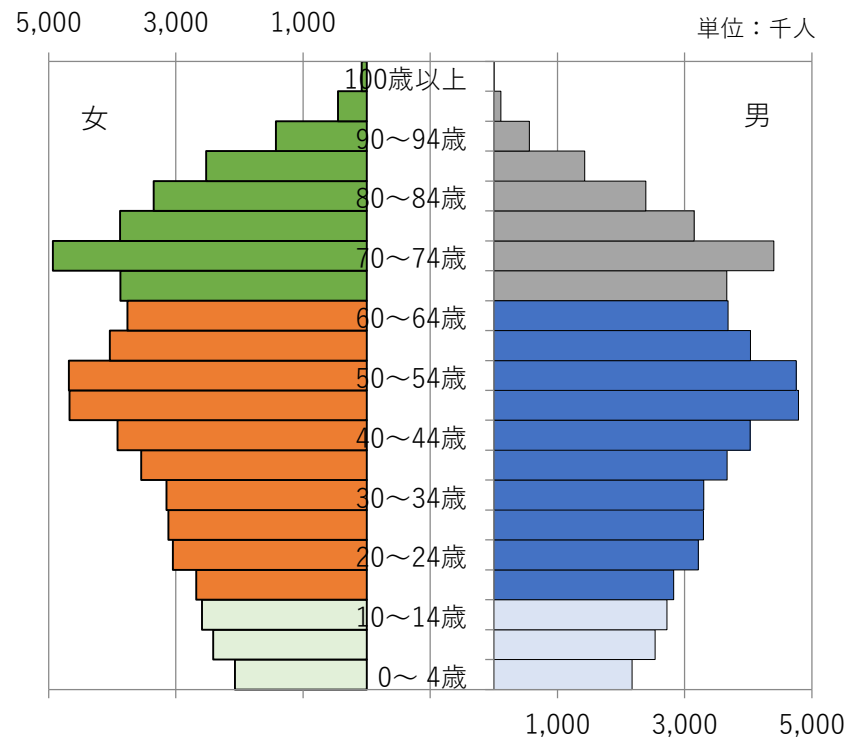
## 2. 財政の持続可能性は大丈夫か？

国内の貯蓄超過が続くかどうか依存

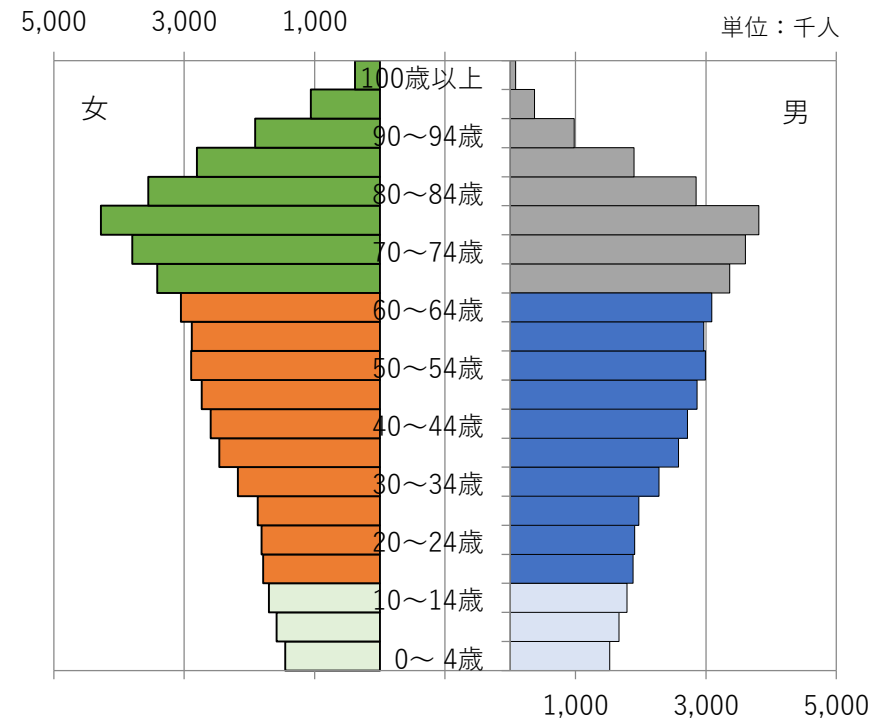
いままでは慢性的な貯蓄超過

少子高齢化が急速に進行するなか、永久に貯蓄超過が続くとは限らない

2022 (令和4)年 日本的人口ピラミッド



2050年 (令和32) 年



### 3. 日銀単体の財務状況を問題にすべきか？

日銀の財務状況は、中央銀行としては異常  
 しかし、中央銀行は、財務状況よりも、「信認」が重要  
 ただし、財務状況の悪化によって「信認」を失うことも

#### 日本銀行のバランスシート

2019年（令和元年）9月30日現在。

(単位：10億円)

資 産		負債および純資産	
国債	479,681	発行銀行券	107,168
貸付金	47,801	当座預金等	436,385
外国為替	6,649	政府預金	15,675
金銭の信託	28,830	売現先勘定	106
社債	3,142	その他負債	52
CP等	2,191	引当金勘定	6,242
その他	1,509	純資産	4,173

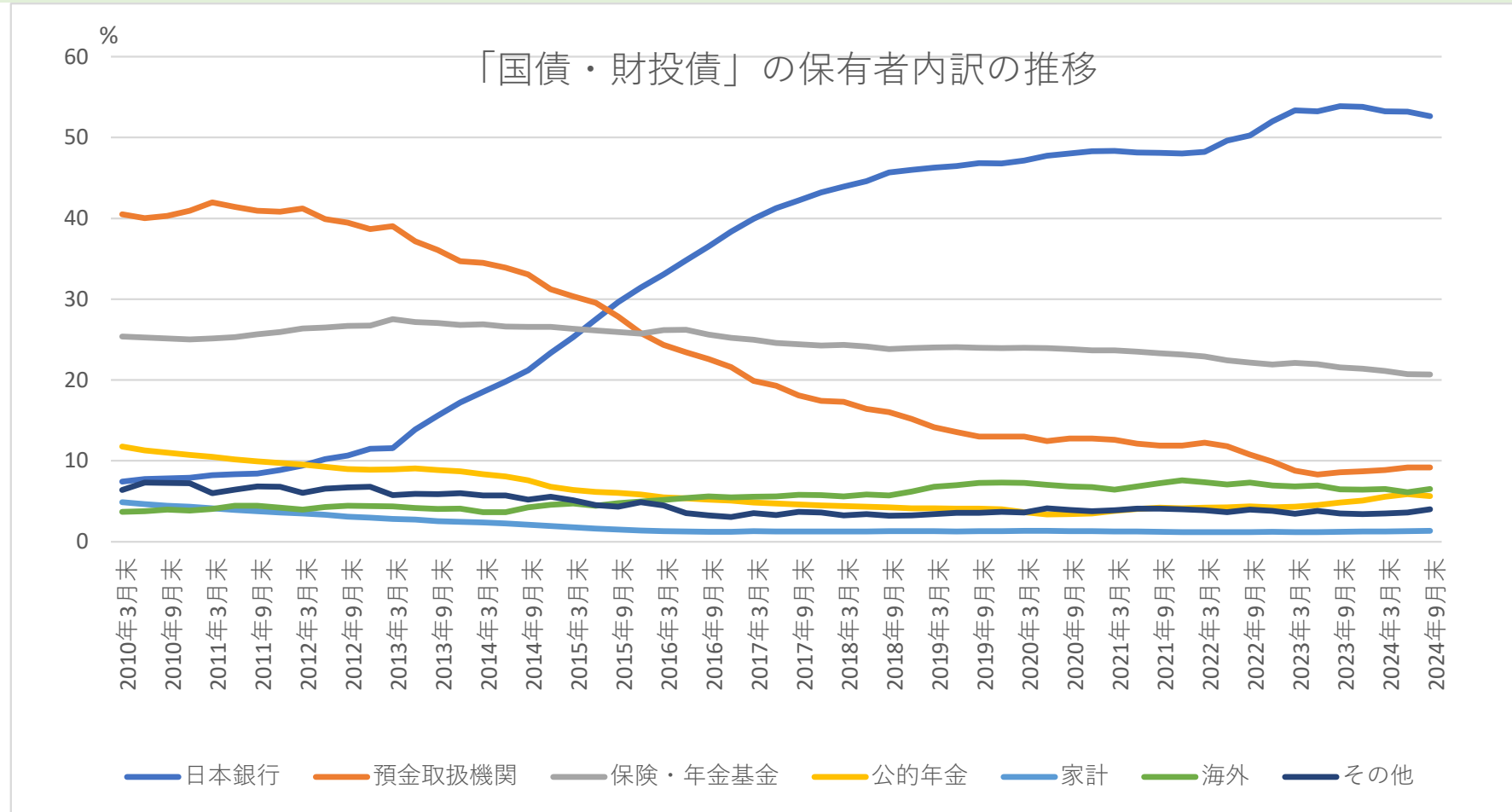
2024年（令和6年）9月30日現在。

(単位：10億円)

資 産		負債および純資産	
国債	585,454	発行銀行券	119,337
貸付金	109,917	当座預金等	593,301
外国為替	10,587	政府預金	3,602
金銭の信託	37,945	売現先勘定	21,289
社債	5,500	その他負債	199
CP等	1,907	引当金勘定	10,072
その他	19,809	純資産	5,499

## 4. 民間銀行の備えはできているか？

- マクロ経済全体では、民間銀行の市場リスクの大半を日銀が肩代わり
- 民間銀行の当座預金~日銀の国債保有残高 ⇒ 民間銀行の日銀を通じた国債の間接所有
- ただし、一部の民間銀行はリスク管理が不十分なところも



日本銀行「資金循環統計」

## 5. そのほかに潜んでいるリスクは？

今日の世界経済はリスクが満載、日本はその備えが全く十分ではない！

- (1) マクロ経済政策の限界
- (2) 日本経済の構造的な問題

- マクロ経済政策
- 財政政策も金融政策も、追加的な緩和余地が主要国で最も小さい！
- 為替リスクもきわめて大きい（リーマンショック後の教訓が全く活かされていない）
- 構造問題：「必要条件」と「十分条件」を巡る誤解
- 長い間、物価の低迷が続いてきた日本では、賃金や物価の上昇は必要
- しかし、賃金や物価の上昇は、好循環の「必要条件」だが、「十分条件」ではない
- 1990年代の不良債権問題⇒日本経済低迷の大きな要因
- しかし、2000年代の不良債権処理は、復活のための必要条件だったが、十分条件ではなかった
- 「好循環」を生み出すには、経済の「新陳代謝」（新興企業の参入と古い企業の退出）が必要
- 金利のある世界で、経済の新陳代謝を促進することこそが重要