

第2章 提言：日本金融市場の競争力強化に向けて

清水啓典

1. 過去30年間の日本はデフレの下、地価・株価（担保価値）の下落、低金利、不良債権管理規制強化等により、金融機関がリスクを負担して貸出を積極的に増加させ、収益を上げ得る環境になかった。この間の邦銀の世界的地位低下と日本の低成長には因果関係がある。
2. 金融機関の役割は短期資金原資に長期資金を貸出す期間変換であり、イールドカーブのフラット化は収益低下の要因である。イールドカーブのステイプ化は長期資金貸出を増加させ、資本性長期資金を必要とする中小企業やスタートアップ成長促進の契機となる。
3. 長期的・政策的な継続的低金利は現在所得の将来価値を引き下げ、貸出のインセンティブとリスク負担能力を低下させて、成長資金供給の阻害要因となった。そのため、日銀による大量の資金供給は銀行に滞留し、家計の現金保有も増加して貨幣の流通速度が低下し、マネーサプライが増加せず、長期間デフレ脱却が出来なかった。
4. 低金利のフォワードガイダンスやイールドカーブコントロール(YCC)によるイールドカーブのフラット化は、金融機関の収益を減少させ、リスク負担能力を低下させて、成長資金供給の減少により成長阻害要因となった。利子率上昇は投資家の期待将来収益上昇させ、借入れによる投資資金需要を増加させる。低金利は短期的には借入需要を増加させる反面、長期的には再投資を意図する借手の資金需要を低下させる。長期的低金利維持を目的とするフォワードガイダンス、及び市場金利の自由な動向を制約する YCC は、時間を掛けて国民の予想を形成しつつ撤廃すべきである。
5. 長期的視点から次第に利子率を引き上げて、金融機関に貸出増加のインセンティブを与え、リスクプレミアムが保証される環境を整える必要がある。リスクプレミアムの上昇によって債権の証券化を促進し、証券市場におけるリスク分散を通じて金融市場全体としてのリスク負担能力向上を可能とする環境を整える。これは同時に投資家の投資機会拡大を意味し、資金需要を増加させて成長率向上に寄与する。個人資産が預金に滞留する要因の一つは、資本市場に投資家にとって有利な商品が乏しい点にある。
6. 証券化による金融市場全体としてのリスク負担能力拡大のため、銀行と証券の垣根規制を撤廃する。国民の潜在的不安への対応としての同一グループ内での情報共有規制は、政治的配慮に根ざしており、現実的・経済的意味が薄い。国全体としてのリスク負担能力を高め、国民により良い投資機会を提供するためにも、政治的に取り組むべき不可欠の改革である。
7. 銀行・証券・保険市場は一体の金融市場であり、国際的競争力強化のためには規制体

系の一元化が必要である。預金保険で守られている預金を基礎とする銀行のリスク負担には限界があり、資本市場との一体化と連携強化が必要である。リスクを負担できる強い金融市場は経済成長の基盤であり、その育成は経済政策の中核とすべき政治的課題である。その欠如を遠因とする長期の低成長、低金利環境は財政規律弛緩の誘因となり、国力の衰退に繋がる。30年にも及ぶ低成長は政治的最優先課題である。経済的側面だけからの検討では解決できない。その根本的原因として、結果的に金融市場全体としてのリスク負担能力強化を妨げて来た政治的要因を究明し、その改革が必要である。

8. 低金利政策は短期的対策であり、長期間政策的に継続すべきではない。標準的経済理論では、長期均衡において成長率は利子率に一致する。低金利の下では将来所得より現在所得が有利となり、全国民の将来所得獲得行動は減退して、借手の投資意欲と資金需要の低下、貸手の貸出意欲減退を生み、結果として成長率は低下する。30年間は十分に長期である。日本の長期低成長は、短期的現象への対応が継続して長期に及んだ低金利政策による、国民の将来所得獲得行動減退の結果として理論整合的な説明が可能である。
9. マイナス金利はそれ自体が金融機関に与える直接的影響は小さいが、異次元の政策が国民全体の行動や期待に及ぼした影響が大きく、インフレ予想を低下させて2%目標達成を遅らせる要因となった。マイナス金利は現在所得の価値が将来所得より高いことを意味し、経済全体の投資インセンティブを低下させ成長阻害要因となった。
10. 量的緩和政策と質的緩和政策（利子率コントロール）の同時実施は、自由な市場調整機能を制約する成長阻害要因となる。量的緩和政策とは市場への貨幣供給量増加を意味し、日銀による銀行への資金供給増加を意味するものではない。この意味での量的緩和政策が実施されたとは言えない。
11. デフレ脱却の原則は銀行貸出を通ずる安定的貨幣供給量増加である。円安による物価高と長期継続目標であるインフレ目標は峻別すべきである。
12. 金融政策の使命は、生涯を見渡す長期的予想に基づいて消費・投資行動を行っている国民が、結果的に誤った行動を取らない様な安定的金融環境の整備であり、物価安定も2%インフレ目標もそのための一手段である。予想外の政策変更による悪影響は、突然の引き締めによる、バブル崩壊から現在まで続く日本経済の停滞からも経験済みである。サプライズを伴う裁量政策は安定的金融を破壊し、国民の長期的投資・消費行動を混乱させ、経済の安定的成長を阻害する要因となる。
13. バブル崩壊や金融危機に対応したリスク管理強化の金融行政や裁量的金融政策が、金融機関や国民のリスク回避行動を生んだ影響の永続性は否定できない。経済を動かすのは国民一人一人の将来を見据えた行動である。金融規制や政策運営は目先の目的だけに捕らわれず、規制対象主体や国民全体の反応を慎重に見極めた上で、経済構造の変化をも視野に入れつつ、短期的・政治的背景から距離を置いて、経済全体への永続的影響に配慮する視野を持つべきである。

参考文献

清水啓典 (2017)、「日本の金融政策と成長戦略」、2016 年度金融調査研究会第 1 研究グループ報告書・第 2 章、金融調査研究会、(2017 年 7 月 14 日)。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/affiliate/kintyo/kintyo_2016_1_7.pdf

Shimizu, Yoshinori(2019), “Monetary easing policy and stable growth: a theoretic approach”, *International journal of Economic Policy Studies*, 13: 359-382, Springer.

<https://link.springer.com/article/10.1007/s42495-019-00020-2>

清水啓典 (2008)、「わが国金融資本市場の競争力強化に向けて」、金融調査研究会報告書、(41)、第 1 章、19-29 頁、金融調査研究会、(2008 年 12 月)。