

## 産業の新陳代謝、財政規律と 市場メカニズムの重要性

小黒 一正

企業も産業も成熟化に伴い、収益率は低下する。収益率が低下して儲からなくなった企業は、市場メカニズムの下で自然に退出する。これは産業も同様で、この新陳代謝の機能によって、資本や労働といった経済的な資源が、より収益率の高い新たな企業や産業に移動する。

現在の日本が低成長に陥っているのは、この市場メカニズムが十分に機能していないからだ。岸田首相が掲げる「成長と分配の好循環」を実現するためには、まず成長が必要であり、この市場メカニズムを強化する必要がある。

では、市場メカニズムの根幹は何か。それは、市場がもたらす「規律」だ。すなわち、より少ないコストで質が高い財・サービスを供給する企業を競争で選別する一方、非効率な経営を行う企業を淘汰する機能だ。このような財・サービス市場における競争が、経営者に対して規律付けを行うことは確かであるが、労働市場の需給がもたらす賃金の変動のほか、株主や銀行なども規律を促す。このうち、最も強い規律を促すのは、株主や銀行などが資本の借り手である企業に要求する資本のリターンや金利である。

このリターンや金利に見合わないプロジェクトを企業が行う場合、そのプロジェクトは基本的に実行できず、経営者に強い規律が働くことになる。しかしながら、現在の日本経済が直面する状況のように、異常なまでに金利が低い水準にあると、そのような規律は働かず、非効率なプロジェクトでも実行できてしまう。

一般的に「リスクと期待リターン」は比例関係にあるから、高いリターンが見込めるのはリスクが高いプロジェクト(①)であり、低いリターンしか見込めないのはリスクが低いプロジェクト(②)である。バブル崩壊前のように一定の金利が存在する状況では、②のプロジェクトを実施することは採算が合わず、①のプロジェクトを実行するしかない。

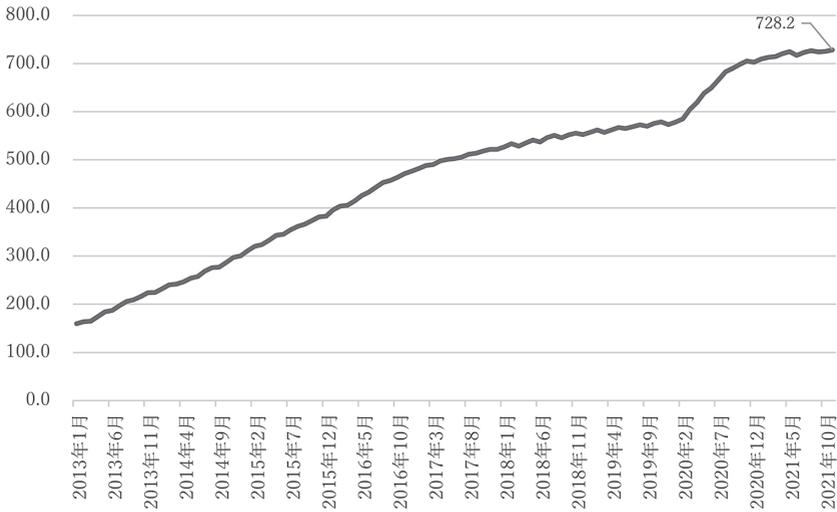
しかしながら、現在のようなゼロ金利の状況では、①よりも②のプロジェクトを実行する方が、

経営者はリスクをとらず、より安全に収益を得ることができ、市場メカニズムで淘汰されるべき産業の新陳代謝も進まないことになる。このような状況が継続すれば、日本の産業競争力が弱まり、低成長になるのは自然ではないか。

また、低金利は産業の新陳代謝のみでなく、政規律にも大きな影響を及ぼしている。先般、政府は二〇二二年度予算案を取りまとめた。予算規模(国の一般会計)は一〇七兆円超だが、先の臨時国会(二〇二一年二月)で成立した二〇二一年度補正予算は、補正予算の規模としては過去最大の三五・九兆円で、財源不足の二二兆円は国債発行する。

この結果、国債発行も急増する。例えば、二〇二一年度当初予算における新規国債発行額は四三・六兆円であったが、二一年度補正予算での追加発行を含め、その規模は六五・六兆円に膨張し

図表 日銀バランスシート規模の推移



〔出所〕 日本銀行ホームページから筆者作成

ている。二〇二二年度予算の国債発行も含め、相  
 当なボリユームの国債を市場で消化する必要があ  
 るが、スムーズに国債の消化が進むのは、日銀が  
 「異次元」の金融緩和で市場から国債を大量に購  
 入しているためである。このため、長期金利は概  
 ねゼロで推移し、財政規律も働かない。

周知のとおり、この異次元緩和は二〇一三年四  
 月にスタートしたのだが、その副作用や限界が  
 明らかにになり、二〇一六年九月の金融政策決定会  
 合で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に  
 変更し、国債買入れに関する「年間約八〇兆  
 円」の保有残高増の用途を設定する等、軌道修正  
 を図っていた。

しかしながら、二〇二〇年一月頃から日本でも  
 顕在化した新型コロナウイルスの感染拡大で  
 この目算が狂い、コロナ禍での日本経済に対する  
 負のショックを緩和するため、二〇二〇年四月の

金融政策決定会合で、この八〇兆円枠の撤廃を決めた。

この撤廃は必要なものだが、その裏側で日銀のバランスシートが再び急速に膨張し始めている。

コロナ前の二〇一九年一月末時点における日銀のバランスシート総額は五七八兆円でGDPと概ね同程度の規模であったが、コロナ後の二〇二一年一月末時点における日銀のバランスシート総額は七二八兆円でGDPの一・三倍超まで膨らんでいる。この膨張の多くは日銀が保有する国債の急増だが、異次元緩和スタート前（二〇一三年三月末時点）のバランスシートは一六四兆円であったので、現在のバランスシートはその約四・五倍にまで拡大していることになる。

これは単純計算だが、日銀のバランスシートの膨張スピードが二〇一九年一月末から二〇二一年一月末までと変わらない場合、二〇三〇年末

における日銀のバランスシートは一四〇〇兆円を超えることになる。これは現在のGDPの二・五倍超であり、まさに未知の領域に突入することを意味する。

いずれにせよ、岸田首相の掲げる「成長と分配の好循環」の実現には、まず成長が必要であり、日本経済の成長力を高めるには、産業の新陳代謝や財政規律を取り戻す必要がある。その鍵を握るのが、金利などの市場メカニズの正常化に思えてならない。

大規模な金融政策や財政政策のみで日本経済の活力を取り戻すことは不可能であり、新たな変異株（オミクロン株）に対する警戒もあるが、ワクチン接種や治療薬の開発が進み、新型コロナウイルスの収束に向けた一定の「希望」も見え始めている今、この問題に対する検討も徐々に進める必要があるのではないか。

産業の新陳代謝、財政規律と市場メカニズムの重要性

(おぐろ かずまさ・法政大学教授)