

金融政策と産業構造

早稲田大学政治経済学術院

小倉義明

金融政策は、総需要を管理することでインフレを制御し、貨幣価値の安定を図るものとして、総需要への影響に力点を置いた議論がなされるのが一般的である。しかし、金融政策は企業の投資行動の変化を通じて産業構造や生産性など供給要因にも無視できない影響を与える。近年、後者の視点からの理論と実証が蓄積されつつある。

不況が低生産性企業の退出を促すクレンジング効果が持ちうることは、古くから指摘されてきたところである。不況を緩和するための金融緩和は、このクレンジング効果を意図的に抑制するものである。最も単純な理論からは、金融緩和が企業の資本コストを低下させ、生産性の低いプロジェクトやリスクの高い事業の実行を促す結果、生産性の分布が低位方向に広がる可能性が示唆される。さらに、有形資産（担保余力）や自己資本の規模など、生産性とは異なる要因で資金制約に差がある場合、金融緩和は資金制約の緩い企業の投資を増加させる一方で、潜在的に生産性が高いにもかかわらず資金制約が強い企業の投資をさほど増加させないというルートで、資金制約の変化を介して、経済全体の生産性を低下させる可能性も指摘されている。資金制約の影響が強い場合、金融緩和は規模の大きい企業を益々拡大させて、産業集中度を高める効果も持ちうる。

中央銀行の役割は、総需要管理が主で、生産性への影響はその副作用であるとの見方が現在では主流であるが、産業構造の調整（「ボトルネック」の解消など）による生産性向上を狙う政策の一端を、中央銀行が担うことも理論的には可能である。実際に1950年代以降の融資自主規制委員会における産業間の資金割当調整への日銀の関与や、その後の「窓口指導」はそのような政策の一種と理解することが可能である。直近の「成長基盤強化支援資金供給制度」（2010-21年）やその後継である「気候変動対応を支援するための資金供給」（2021年）などの対象を限定した資金供給も、過去に比べればかなり抑制的ではあるが、そのような政策の一種として理解される。

地域経済を企業間ネットワークとして捉える理論モデルからは、サプライヤーとして、あるいはバイヤーとして影響力の強い企業や産業の成長を促すことが、地域経済の成長につながることを示唆される。ただし、特定の産業に介入する政策には、政治的圧力の介入による歪み、政策当局の情報不足、対象企業のモラルハザードなどの問題が付きまとうため、対象となる企業や産業の選定は、原則、民間の判断に委ねられるべきである。その際、民間金融機関はこうしたネットワーク全体を観察し、そこに関与できる立場にあることが望ましい。この点で、地域金融機関の経営統合には意義がある。現在進行しつつある脱炭素化は、次の「産業革命」とも呼べるものであり、大規模な投資と、企業・産業間の調整が必要となることが想定される。それに耐えうる経営体力と体制を金融機関は備えておく必要があるであろう。