

# 長期デフレからの本当の出口

2024年3月19日、日本銀行（日銀）は8年以上続けたマイナス金利を解除し、17年ぶりの利上げを決めた。賃金と物価の好循環の強まりが確認され、前年比2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくと見通せるからだという。確かに春闘賃上げ率は中小企業を含めて2年連続で明確に高まっており、財だけでなくサービスを含む一般物価の上昇定着——大問題だったデフレの終焉——が見込まれる。ただ、ここ数十年の経緯は、所期のもくろみ通りとは言い難く、金融政策だけでデフレ脱却はできないことも証明した。

もちろん、今回と今後の利上げが倒産を増やして景気を冷やす可能性や、為替市場を通じた影響、あるいは資産市場に調整局面をもたらすリスクに目配りが必要である。だが、利上げ前の短期金利（無担保コールO/N物）は2024年に入ってから平均で▲0.009%であり、差し当たりこれを0～0.1%に引き上げたにとどまる。これまでと同程度の長期国債の買入れも続けられることから、予想インフレ率を考慮した実質金利が極めて低い状況は当面続く。むしろ、2021年末までインフレを一時的なものに見誤り、その後に急ピッチの利上げを強いられた米国FRB（連邦準備制度理事会）と同じ轍を踏まないよう注意すべきかもしれない。

金利が上昇すれば金融資産を持つ主体の利息取

入が増え、負債を持つ主体の利払い負担が増える。それぞれの金額は金利情勢や各主体の貯蓄・借入行動によるが、基本的には企業と政府・日銀の利払いが増え、家計や保険・年金基金や投資信託などを含む金融機関の利息収入が増える。

ただし家計への恩恵は50歳代以上に偏り、住宅ローンを抱える30～40歳代は利払い負担が増えるだろう。賃上げムードが広がっているのは心強いが、名目賃金の上昇はサービス価格を通じて物価全体を引き上げる。真に必要なのは実質賃金の上昇継続であり、それを決める生産性の向上が伴わなければ賃金と物価の好循環は生まれない。約7割が利用している変動金利型ローンの影響には注意が必要だろう。また金融機関のうち、満期の長い債券保有を増やして超低金利環境下での収益を確保してきた銀行は、債券価格の下落で損失を被る。それを利息収入でカバーできず自己資本を毀損する恐れがあるケースにも要警戒だ。

利払いが増える主体はどうか。財務省「法人企業統計調査」によると、2022年度の法人企業の経常利益は、2000年度の2.7倍になっている。対して、国の一般会計税収は1.4倍で、経常的な収支差が赤字基調のままゆえ政府の金利上昇への耐性は脆弱である。しかも日銀による長期国債の大量買入れは、政府が長期化に腐心した債務の満期構成を超短期化させたに等しく、今後は膨れ上がった日銀準備預金への付利が拡大する。最近の米国と同じように中央銀行が逆鞘に陥ると国庫へ

の納付金が減るため、政府の負担は自身の利払いだけにとどまらない。政府と日銀を一体と考えれば公的な債務の利払い負担は無視できるなどという見方は、もともとおかしい話だった。

これまでのイールドカーブ・コントロールと称する債券相場の操作は、財政の節度を少なからず忽せにし、プライマリーな財政赤字の計上を常態化させて、財政に依存した自律性に欠ける経済社会構造を定着させた。また、それは将来不安による消費低迷を招き、先行きの不確実性を増すことで企業の設備投資を抑制した。これらが民間経済のダイナミズムを失わせることで景気と賃金の長期低迷をもたらし、異例な金融緩和の必要性を激しく長引かせるという自縄自縛の構造を形作ったと考えられる。

このような構造からの脱却こそが長期デフレからの本当の出口であり、金融政策の変更と財政改革の加速は一体で進められなければならない。黒田東彦前日銀総裁も強調していたように、金融政策の効果を発揮させる上で財政規律の維持は大前提である。だが結果的には、2023年度末の国と地方の長期債務残高は2000年度末の2.0倍（GDP比で1.9倍）に膨脹した。民間部門だけでなく政府部門が金利上昇を受け入れられるようにするには、無用なプレミアムが発生しないよう財政の信認を得る政策努力がこれまで以上に必要となる。

財政改革はあらゆる歳出分野について必要である。最近では防衛力の強化、GX投資の拡大、こども・子育て支援の推進など、財政需要の著しい強まりもみられる。中でも、その規模の大きさと伸び率の高さという点で最も重要であるのは社会保障分野の歳出改革である。官製市場である医療や

介護の領域には、サービス水準を引き下げずに効率化・合理化できる余地が相当ある。

社会保障の改革は社会保険料の伸びを抑制することで、家計の可処分所得を下支えする。2000年から2023年にかけて、家計が1か月当たりに負担する消費税は税率を引き上げたことで1.0万円増え2.3万円となったが、社会保険料は1.9万円増えて6.7万円になった（2人以上の勤労者世帯について、総務省「家計調査」より大和総研試算）。特に低所得者にとって、重税感が今強いのは社会保険料である。社会保障の給付改革を進めるとともに、財源について保険料、消費税、自己負担のバランスを再構築することが不可欠だ。

財やサービスに広く中立的に賦課する一般間接税（日本でいえば消費税）の存在感が大きい国で、経済や社会がうまくいっていないというエビデンスはない。「消費税増税がデフレ脱却を妨げた」「消費税は格差を拡大させる税である」など、うまくいかない責任をあれもこれも消費税になすりつけている場合ではない。

[著者] \_\_\_\_\_  
鈴木 準 (すずき ひとし)



常務執行役員 調査本部  
リサーチ担当