

今年のわが国経済最大の課題は、10年間継続してきた日銀の金融政策の変更だ。4月に任期を迎える黒田総裁の交代を機にどう変化するのかという点である。

2012年12月に、大胆な金融緩和（2%の物価安定目標）と機動的な財政出動、民間活力を引き出す成長戦略の「3本の矢」によるアベノミクスが打ち出され、わが国の経済・社会の景色は大きく変化、円安による企業業績の回復や株高、雇用の改善などの成果を残した。しかし、想定したトリクルダウンは生ぜず、国民の実質賃金は停滞し、資産や所得の2極分化が進んだ。

財政は、コロナ対策で大きく水膨れし、税収の上振れ分は補正予算で使いはたされ、財政健全化目標年次は先送りされた。潜在成長率の停滞や賃金の伸び悩み、国民の将来不安からくる消費の低迷など持続的な経済成長への道筋は不透明なままである。

このような中、パンデミックによるサプライチェーン

の分断やウクライナ戦争による資源高から世界規模のインフレが生じ、先進諸国の金融当局は急ピッチでの利上げによりインフレ抑制を図っている。一方わが国の物価上昇は3%程度、日銀展望レポートの物価見通しでは、今後輸入物価の押上効果が減衰し、2023年度にはまた2%を下回るといふ。カギを握るのが賃金動向で、春闘で賃上げ率5%（ベア3%）が実現すれば、いよいよ金融正常化が始まる。

長期にわたる金融緩和の継続にはさまざまな弊害が生じている。まずは金融機関の収益悪化で、貸出姿勢の消極化が経済全体に悪影響を波及させる。次に、経済のシグナルである市場機能を失わせ、市場により淘汰される事業が、低金利により延命し新陳代謝が遅れ経済の生産性が低迷している。

最大の問題は、低金利で国債発行が可能になるので、実質的な財政ファイナンスが行われ、政府の財政規律を弱めたことだ。日銀のイールドカーブ・コントロール（YCC）により10年国債が利回りゼロ%近辺で無制限に購入されている。結果、政府の債務残高は、わが国が1年間に生み出す付加価値であるGDPの2倍をはるかに超える水準となっている。また日銀の保有国債残高も550兆円と、GDPと同額に膨れ上がり含み損も生じている。このような弊害が顕

在化する中、どう正常化していくのか、金融政策の「出口」が大きな課題だ。

金融緩和政策の変更には大きな痛みを伴う。いまだ力強い回復に至っていないわが国経済へのダメージだけでなく、日銀や政府に大きな負担がのしかかる。日銀は当座預金金利を引き上げる必要が生じるので、毎年1兆円程度の日銀国庫納付金は吹っ飛んでしまう。また金利上昇による国債利払費は毎年大幅に増えていく。財務省の公表試算では、

金利が1%上がると国債費は翌年から0.8兆円、2.1兆円、3.7兆円と増加する。2%の引上げでは、1.7兆円、4.1兆円、7.5兆円と増加する。国債費が雪だるま式に増えれば、それを賄うために新規国債発行という悪循環に陥ってしまう。

2013年1月、政府と日銀は共同声明を発表しそれぞれの役割を明示した。日銀は2%の物価目標の早期達成、政府は経済成長力を高める構造改革の推進と持続可能な財政基盤の形成である。しかしこの10年、政府の役割である構造改革や財政健全化は進まなかった。金融政策の出口で英国のような市場の混乱を起こさないためにも、政府は改めて財政健全化にコミットする必要がある。しかし昨年の補正予算や防衛費の財源スキームを見る限り、それは高望みに思えてくる。

第  
190  
回

金融政策の出口と財政健全化

連載

# 税制之理

東京財団政策研究所研究主幹  
森信茂樹