

## 日本はフロントランナー

インフレで家計負担が増す中、減税論が台頭。しかし、日本は政府債務という「長期的リスク」を抱えている。

**森田長太郎**

オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう  
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影・大澤 誠



日銀が行った異次元緩和により、インフレ時に柔軟に最善の策を取ることができないリスクがある

### 本

稿執筆時点では、参議院選の結果はわからない。ただ、野党各党が掲げた公約には、消費税減税、所得税減税、社会保険料削減といったメニューが並ぶ。家計の負担軽減のために財政資源の投入を求める大きな世論が存在していることは疑いがない。

家計の負担軽減を求める世論が強まっている大きな理由は、2022年以降続くインフレで実質賃金が減少していることにあるだろう。この間、名目賃金は大幅に上昇しており、実質賃金の低迷は円安や資源高などによる外生インフレが主因とみるのが妥当だ。そうであれば、経済政策的には低所得者支援などの分配政策に集中すべきで、一律の大規模減税による需要刺激が正しい解とは思えない。

そういった純粋な経済政策の議論とは別に、昨今の各政党の主張

には、欧米の政治的論調に単純に追随する傾向も見られる。「移民排斥」に類する主張などは典型だが、「中間層が虐げられている（「サラリーマンへの過重な負担」）↓「だから減税が必要」といったロジックも、「白人中間層の没落」といった欧米社会の認識に似通う面がないわけではない。

ここで冷静な認識が必要なのは、日本は欧米各国の先を行くフロントランナーということだ。日本の金融危機（いわゆるバブル崩壊）は1990年代に起きたが、これは欧米の金融危機に十数年先行した。日本の金融危機は、30年代の世界恐慌から約60年が経過して起きた、先進国で最初の本格的な金融危機だった。日本の経済成長は金融危機の後、停滞期に入っただが、欧米でも同様の成長停滞がやはり十数年遅れて生じた。欧米の成長停滞期にインフレ率の低下が見られたのも日本と同様である。経済政策においては、日本は90年代以降、急激に政府債務を拡大させた。同時に日本銀行が、ゼロ金利政策や量的緩和といった非伝統的金融政策を、欧米の中央銀行に先駆けて実施している。欧米で金融危機が発生した後、各国政府あるいは各国中央銀行は、00年代までに日本で実施されていた一連

のマクロ経済政策を意識的に踏襲した。

日本がフロントランナーという認識が逆転したのは、10年代の金融政策においてだった。日銀が金融危機後の欧米の金融政策に劣後し、後れていると批判されて取り組んだのが、異次元緩和だ。フロントランナーが、前方に見える周回遅れの集団に追いついたとき、最下位集団と見なされてしまったようなものである。

日銀の異次元緩和に対する歴史的な評価は、現時点ではまだ固まっていない。しかし金融政策が正常化するには今後まだ数年、場合によっては10年を要すると予想されている。このことから、日本経済に「長期的なリスク」を残したままであることは確かだろう。

ただ、この「長期的なリスク」という言い方はいかにも抽象的で、異次元緩和が実績として日本の経済成長や株式市場をある時期に押し上げた効果を積極的に評価すべき、との主張もある。異次元緩和が残した「長期的なリスク」をより具体的に言い換えてみると、「将来、日本経済あるいは日本経済を取り巻く環境が大きく変化した際、日銀が過去に行った政策に大きく拘束されているため、最善の策を柔軟に取ることができない

リスク」だ。日銀自身が説明しているように、本当にインフレへの対処が必要になったとき、過去の政策の残滓が障害にならないかということである。

## 日本の財政収支は改善？

ここに至るまでの日本の財政政策に関する政治的な主張を見ると、10年代の日銀の金融政策が置かれていた状況が想起される。日本の政府債務の状況は欧米各国に十数年先行して悪化しているにもかかわらず、現在強まりつつある欧米各国の財政拡張の方向性に対してむしろ日本が後れていると見なされつつある。

実際、G7（主要7カ国）財政赤字（名目GDP〈国内総生産〉

比）の順位を見ると、昨年の日本はカナダに次いで2番目に財政赤字が小さい財政優良国となっている。かつてG7では最下位が指定席だったが、コロナ危機後、日本の財政収支は相対的に改善が進んでいる。日本政府が積極的な財政再建策を取ったとはいえないが、過去の累積的な政府債務の大きさから、欧米各国のように財政赤字拡大を大胆に容認することを躊躇した面もあるだろう。これは政府債務悪化のフロントランナーであるがゆえの「履歴効果」だともいえる。

財政政策でも金融政策と同様のことがいえる。今後もし日本経済やそれを取り巻く環境に想定外の変化が起きたときに、累積した巨

大な政府債務の存在が、最善の政策対応を取るうえでの足かせとなる「長期的なリスク」があるということだ。例えば大規模災害や安全保障イシューが起り、想定を上回る規模での巨大な財政需要が発生した場合などである。

長期的なリスクマネジメントの観点からすると、政府債務悪化のフロントランナーである日本が再び財政拡張方向に政策を転換していくことは、現在の欧米各国の財政拡張とは大きく意味合いが異なるはずだ。過去の履歴である政府債務の累積残高が欧米各国をはるかに上回っている分、「長期的なリスク」は欧米各国よりも明らかに大きい。そのことを政党も政治家も認識する必要がある。

## 7月28日～8月3日の経済日程

7月29日(火)

経済同友会・新浪剛史代表幹事会見

米FOMC(連邦公開市場委員会、30日まで)

30日(水)

日銀金融政策決定会合(31日まで)

ユーロ圏4～6月期GDP

(域内総生産)速報値発表

米4～6月期のGDP(国内総生産)速報値発表

31日(木)

日銀・植田和男総裁会見

経済・物価情勢の展望

(展望リポート)公表

7月の消費動向調査公表

中国7月の製造業PMI

(購買担当者景気指数)発表

8月1日(金)

7月の新車販売台数発表

米7月の雇用統計発表

