

門間 一夫の  
経済深読み



# 政府債務が減殺する利上げの効果

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2024年4月30日

## 利上げで財政破綻という怖い話は起きない

日本に本格的な「金利のある世界」は来るだろうか。それはまだわからない。市場関係者やエコノミストの間では、日銀の政策金利（オーバーナイト・コールレート）は最終的に1%にも達しないとの見方が多い。筆者もベースケースとしてはそう考えている。

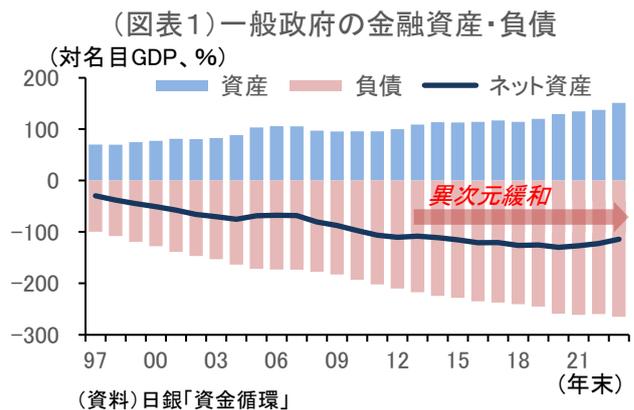
しかし、日銀の2%物価目標が本当に達成される、つまり普段から2%インフレが当たり前の社会に本当になるとしたら、原油高、円安、好景気などちょっとしたことで、インフレ率が基調的に2%から上方へ乖離するリスクも出てくる。その場合、日銀は実質金利がプラスになるぐらいまで、つまり政策金利を2%超まで引き上げて、インフレを抑える必要が出てくるかもしれない。

それがたまたま今年後半や来年に起きた場合、その時点で政策金利はまだゼロ近傍だろうから、そこから一気に2%超までの利上げが必要になる。そういう急展開となるかどうかはともかく、2%物価目標がちゃんと達成されるということは、いずれそのくらいの利上げがあるかもしれない、ということである。その場合、長期金利は2%を超えるだろうし、3%超えだってありうる。

そんなに金利を上げたら日本の財政は大変なことになる、という議論がある。確かに日本の政府債務（一般政府ベース）は非常に大きく、グロスで名目GDPの265%、ネットで114%となっている（2023年末、図表1）。債務残高が大きいので、金利が上がれば利払い費は大きく増加し、それにより財政赤字がさらに拡大して債務残高はどんどん増えていく、日本という国への信認が失われ、国債価格と円の暴落でインフレが止まらなくなる、

と「怖い話」は続いていく。だから日銀はあまり金利を上げられないのではないか、という議論もある。日銀は国の財政状況に縛られて動けない「財政従属」の状態にあるというわけだ。

しかし、「利上げの必要性が明らかなのに、日銀が国の財政状況を心配して利上げしない」ということはさすがにないと思う。必要性が明らかなのに利上げしないということは、中央銀行が物価の番人をや



めるということであり、その方がよほど国の信託を損なうからである。

そもそも、政府の利払い増加でそこまで「怖い話」になる可能性は低い。第一に、日銀が利上げをするのは物価の上昇が継続する時なので、名目成長率が高まり税収の増加が続く時でもある。デフレではないのだから支出面でも「ばら撒き」は必要ない。利払い費が増える局面は、その気になれば財政赤字をむしろ減らしやすい局面だと言える。

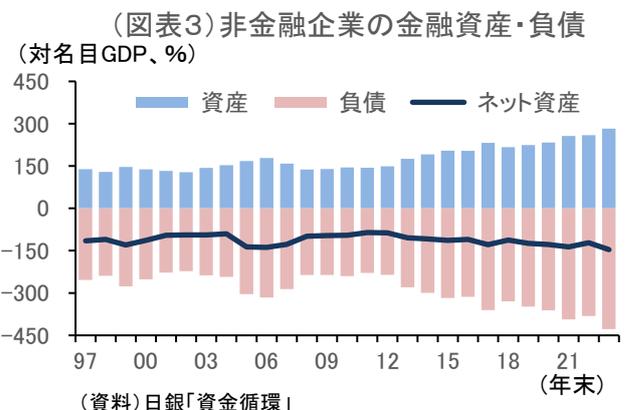
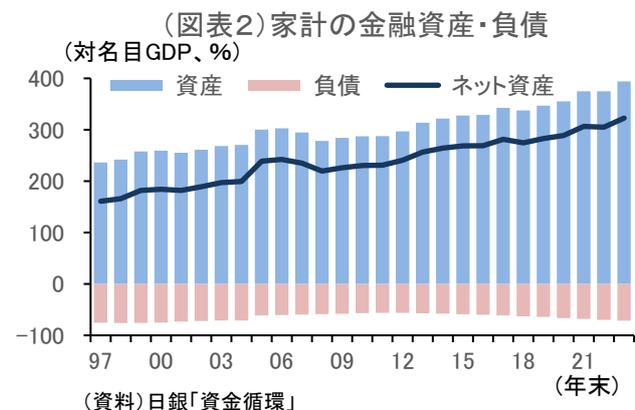
第二に、金利そのものが短期間で上がる場合でも、政府の利払い費はゆっくりとしか増えない。政府債務のかなりの部分が長期債務だからである。その時間的余裕の中で、政府は必要な対応をとれるはずである。

第三に、市場の過剰反応による長期金利の上昇や円安に対しては、日銀の国債買い入れや政府の為替介入という非常手段もある。財政運営がもとで市場が混乱した近年の例として、2022年秋のトラスショックがよく語られる。当時の英国政府がインフレの最中に大型減税を打ち出し、金利上昇と通貨安を招いた事案である。しかし、政府はすぐ政策を転換し、中央銀行（BOE）も一時的に国債を買い支えた。市場の混乱はほどなく収束し、経済に大きな打撃は残らなかった。トラス政権は退陣というコストを払ったし、先進国として恥ずかしい事案ではあったが、「インフレが止まらなくなる」という怖い話ではなかった。

## 大きな政府債務が利上げの効きを悪くする

一方、よく言われる「怖い話」ではなく、あまり言われていない「不都合な話」としては、「政府債務が大きいと利上げが効きにくくなる」可能性がある。

利払いも財政支出の一部なので、その増加は積極財政で総需要を刺激するのと同じである。財務省は、金利が1%上昇すると2033年度の利払い費が8.7兆円増えると試算している<sup>1</sup>。これは8.7兆円の給付金と同じであり、その恩恵はGDP比3倍以上の純金融資産を持つ家計を中心に及ぶと考えられる（図表2）。日銀も最新の金融システムレポートで、金利の上昇は住宅ローンの借り手にはマイナスだが、家計全体の可処分所得にはプラスに働くと試算している<sup>2</sup>。



<sup>1</sup> 財政制度分科会（2024年4月4日）の「資料3 財政総論」。

<sup>2</sup> 日本銀行「金融システムレポート（2024年4月号）」（2024年4月18日）。

企業は純借り入れ主体なので、利上げが企業収益に与える影響はマイナスである（図表3）。しかし、「政府の利払い増は財政赤字の拡大要因」という事実が動かない以上、民間部門全体ではその分必ず可処分所得が増える。だとすれば、政府債務が大きい世界では、利上げが総需要の拡大要因になりうる。

もちろん、標準的な経済理論では、利上げは総需要の抑制要因と考えられている。その時に重視されるメカニズムは、金利が持つ「異時点間の代替効果」である。一般に「代替効果」とは、いろいろなものの価格が変わった時に「相対的にお得感が増したのものへの支出を増やす」という行動原理のことである。

金利の変化は、お金を「今使うか」「あとで使うか」のタイミングの選択に関して、相対的なお得感に影響を与える。つまり金利の変化は、「金利が高い時は支出を控えて貯蓄を増やし、金利が低い時に設備投資や住宅購入を増やす」という人々の行動を引き起こすのである。これが異時点間の代替効果であり、金融政策の効果の源泉とされるメカニズムである。

ただし、理論におけるこうした金利の扱いには留意点がある。「政府債務が大きい」「家計の資産が大きい」などのストック変数が取り込まれていない点である。その結果として、先ほど論じたような「金利が上がれば民間の可処分所得が増える」といった「所得効果」は無いものとされる。

すなわち現代金融政策の理論的基盤は、大きな政府債務から生じる金利の所得効果は、仮にあったとしても、金利が持つ異時点間の代替効果に比べて無視しうるほど小さい、という前提で成り立っている。何十年前であれば、無条件にこの前提を受け入れることができたであろう。しかし、政府債務がこれだけ大きくなった現在においては、「異時点間の代替効果 > 所得効果」という大小関係は自明ではないし、大小関係自体は成立するとしてもその差が小さくなっている可能性は相応にある。両者の差が小さいなら金融政策の効きは悪く、インフレを抑えるには大幅な利上げが必要になる。

ちなみに、高金利の長期化にもかかわらず経済の好調が続く米国では、高金利がむしろ景気を刺激しているのではないかという議論が出てきている。今の整理に即して言えば、「異時点間の代替効果 < 所得効果」と大小関係が逆転し、利上げが逆効果になっているという話である。さすがにこれは「トンデモ理論」の扱いを受けているが、以前に比べると「一理あるかも」と考える人も増えているようだ<sup>3</sup>。

そもそも米国では、政府の「利払い増」以前の問題として、政府支出自体が大きく増加している<sup>4</sup>。利上げの効きが悪い理由としてはまずそれを疑うべきだろう。それでも、多くの先進国において、政府債務から生じる所得効果が無視できない状況になってきている可能性には注意したい。とくに日本では、政府債務が他国より突出して大きいうえに、政府債務が急増し始めた1990年代半ば以降、本格的な利上げの経験は一度もない。仮に今後、「巨額の政府債務と本格利上げ」という未知の組み合わせが現実になる場合、金融政策の効果がどう出てくるのか謙虚に見ていく必要がある。

---

<sup>3</sup> “What If Fed Rate Hikes Are Actually Sparking US Economic Boom?”, Bloomberg, April 16, 2024.

<sup>4</sup> 米国の2023年の実質成長率は+2.5%と好調だったが、政府支出の寄与が+0.7%もあった。過去30年で政府寄与がこれに匹敵する年は、ITバブル崩壊の2001年やリーマンショックの2009年など数えるほどしかない。

## 物価の安定は金融政策に「おまかせ」でよいのか

高金利時における政府債務の持続性という観点から、「プライマリーバランスの黒字化では十分でなく、利払い費を含む財政収支全体を黒字化すべき」という議論がある。ところが、そもそも政府債務の持続性をどう認識するかについて意見に幅があるため、この種の議論は水掛け論に終わることが多い。この点、「政府の利払い増は総需要の刺激要因」という側面に着目すれば、利払い費が増えるのはインフレ抑制が必要な局面なのだから、「プライマリーバランスではなく財政収支全体を見るべき」という主張は説得性を増す。インフレの抑制には利上げだけでなく、財政政策のあり方も重要なのである。

同じことは、低すぎるインフレを上げようとする金融緩和局面についても言える。超低金利政策のもとで「利払い減」の恩恵を受けるのは政府であり、民間全体では利子収入を失う。したがって、利払い減を上回る他の政府支出の増加がなければ、財政赤字が縮小して金融緩和の効果が削がれることになる。

2%物価目標を追求した異次元緩和に対しては、日銀が国債を大量に買い長期金利を抑えたので、財政規律を弱めたという批判がある。しかし実際には、ネット政府債務の増加ペースは、異次元緩和の時期にむしろ鈍化している（前掲図表1）。日銀が国債をいくらでも買うと言っていたのに、政府の方で国債発行を自制したように見える。2%物価目標自体が適切だったのかというのが根源的な問いではあるが、仮に適切だったのなら、財政政策がその実現の障害になった可能性、少なくとも協力的ではなかったことをどう考えるか、という論点はある。

金融緩和方向については、①金利にはおのずから下限がある、②低金利も長期化すれば「異時点間の代替効果」が働かなくなる（今後もずっとゼロ金利なら設備投資を今やる必要はない）、という決定的に大きな問題があり、デフレ対策としての金融緩和の効果はもともと疑わしい。引き締め方向についても、そこまでの問題ではないにせよ、大きな政府債務に伴う所得効果で利上げの効果が弱まる可能性に留意したい。

以上のことは、「物価の安定」を金融政策に全面委任することが適切なのか、財政政策がより積極的に関与する必要はないか、という重要な問いを投げかける。現在は、金融政策が物価の安定に責任を持ち、財政政策はそれ以外の目的に使う、という分業体制になっている。しかし、それゆえに緩和方向では異次元の緩和が、引き締め方向では大幅な利上げが必要になるのだとしたら、そしてそのことが為替相場の振幅を大きくするのだとしたら、この分業体制が最適かどうかには再考の余地がありそうだ。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。