

日本銀行が決断したマイナス金利政策の解除。金利のある世界に戻りインフレを調節し持続的な成長を期すという。「金融正常化の第一歩」と幸先の良さが強調されるが、追われながら先走った感も否めない。

### 浸透するか賃金上昇 鍵は中小企業

「賃金と物価の好循環が強まった」日銀は2024年3月19日、政策決定会合でマイナス金利の解除を決めた。異例の大規模緩和が始まって約11年ぶりの大転換。会合後の記者会見で植田和男総裁は、目標とする2%の物価上昇の定着に「実現が見通せる状況に至った」とし、インフレと賃金上昇の連動に自信を見せた。

マイナス金利はデフレ脱却のための緩和策の一環として2016年1

# 金利のある世界へ 「正常化」がもたらす課題は

経済ジャーナリスト  
八雲豊彦

月に始まった。金利低下で経済活動を活発化させる狙いだったが、金が溢れても企業マインドは向上せずデフレはスパイラル化。学説上、市場に委ねる以外に操作できない長期金利をコントロールするイーールドカー

ブコントロール（YCC）も取り入れ、世界の中央銀行でも例がなかった上場株式投資信託（ETF）の購入も規模を拡大した。この「非伝統的」といわれた大規模緩和策から決別したのが今回の決定だった。

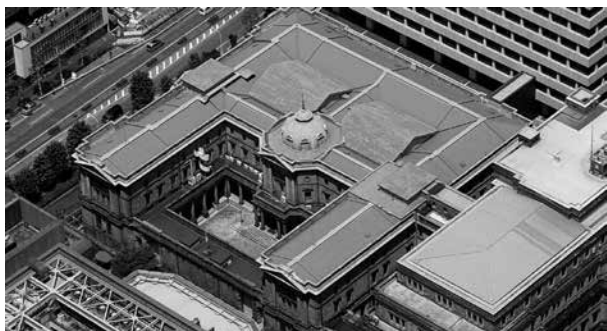
具体的にはマイナス0.1%の金利をYCC撤廃によって0.0.1%まで容認したことで利上げとされるが、国債購入は継続。株価を支えたETFの購入はやめる。

緩和策の恩恵で日経平均株価は3月22日に場中の4万1000円台に到達。逆に物価も上がったが、賃金の上昇で購買力を高めながら景気を過熱させないように調節できる金利を、やっと得たのがマイナス金利の解除だった。

食料品をはじめとしたインフレに悩まされる生活者としては日銀の想定通りに給料アップがついてこなければ意味がない。政策転換を決定づけたのは2024年3月15日の連合の春闘第1次回答で、大企業の賃上げ率は5.28%と1991年以来33年ぶりに5%を超え、植田総裁から自信をもちたといわれる。

今後は末端までの賃金の上昇シナリオの実現が第一関門となりそうだが、連合の賃上げは労働者人口の3割しか占めない大企業組合員のベアスアップ。大多数の中小企業労働者や派遣社員、パートら非正規労働者の賃上げは含まれず、植田総裁も記者会見で中小企業の賃上げに強い関心を示し懸念を残したまま見切り発車した可能性もある。

中小企業の賃上げは、労働組合がない法人が大半で実体がかみにくい。企業は製品価格を引き上げれば賃上げの原資を確保できるが、下請けの中小企業などは元請けの大企業から値上げを認められないばかりか、下請け代金はデフレ経済下で買



日銀は政策決定会合でマイナス金利の解除を決めた



2%の物価上昇定着実現が見通せる状況に至った

いたたきが継続。さらに小売りの末端は消費マインズの低下で価格競争にさらされている。

このため、政府は2023年11月に物価高による原材料の上昇分を、取引先が分担する「価格転嫁」を促す指針を公表。労働組合と財界も含め前向きな姿勢を示した、が、産業別労働組合「U Aゼンセン」の中小を含めた製造産業界部門が2024年1月までに労組に対して行ったアンケートでは、6割が「価格転嫁は進展したが不十分」と回答し、人件費

への補填は行き届かず、大手と中小の賃金差額は23年間で最大3倍になっている。

### 残された株処分と財政不安 見切り発車だったのか

全般に浸透する賃上げを待たずに政策転換を急いだのは、大規模緩和策の副作用である円安による物価高への批判もあった。賃上げは岸田文雄首相が財界に働きかけたり、連合の集会に出席したりして政治サイド

からも要請。異例の賃上げ圧力で、物価だけが上がって賃金が上がらなければ政権維持に大きな影響を及ぼすことに岸田文雄政権が悩んでいるようでもある。

物価高に焦る政府に付度したのか、日銀は1月にマイナス金利解除を狙った。しかし、能登半島地震直後の政策変更が市場の混乱を招く懸念から先延ばしされ、やっと決断できた格好だ。

また、アメリカをはじめとした先進各国が利上げ転換をすでに終え、利下げ時期を探っている。周回遅れの日銀が他国の利下げより前に利上げを決断しなければ、金利差縮小に伴う円高による日本企業の業績悪化の恐怖にも追いつてられる。

課題は懸念材料として残る中小企業を含めた賃上げの波及だけではない。ETFの購入をやめたものの、日銀は東証プライム市場の時価総額の7%強を占める大株主。推定約70兆円にもぼる日銀買入れはいずれ市場で処分しなければならぬ。ひとたび売却方針が伝われば市場に大きなショックを与え、株価下落を引き起こしてしまう。

さらに、利上げ転換は金利上昇を促し、低金利で発行した国債がより高い金利で借り換わるため利払い費が増加。内閣府の試算では、長期金利が2033年度に3.4%まで上がると利払い費は22.6兆円に膨らみ、2023年度の7.6兆円の3倍になるといふ。国債の保有も574兆円にのぼり、日銀が53.9%を占め、10年前は60%を超えていた銀行や生命保険会社など国内の機関

投資家を逆転する。

日銀は利上げをしても金利の急激な変動を避け、債券市場などの混乱を引き起こさないようにするため現状と同程度となる月6兆円程度の長期国債を購入し続ける方針。このため、国債消化がすぐに危ぶまれる可能性は低いが、いずれ日銀が国債の保有額を減らしていく時に誰に買ってもらうかは大きな問題となる。

日銀の利上げで急激な円高が心配されたが一時的に終わり、2024年3月27日に1ドル151.97円に達し、約33年8ヵ月ぶりの円安となった。通貨安は短期的に株高に寄与するが、国際的な金融危機が起きて株価が暴落すれば、大株主の日銀自体の債務超過懸念も浮上。一方で、国債増発に対する後始末が見いだせない政府は景気浮上による税収増に期待するが、末端までの賃上げに伴う需要増大が実現しなければ、絶えず財政不安が付きまとう。

大規模金融緩和のつけであるETFや国債の処分などの問題を先送りしながら利上げに迫られた今回の政策大転換。成功するかどうかは、依然として不透明だ。