

みずほマーケット・トピック(2022 年 6 月 9 日)

黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質 GDI～

黒田・日銀総裁による値上げと家計を巡る発言が波紋を広げている。擁護するわけではないが、今回の発言は従前の政策姿勢と何も矛盾しない。13 年以降、アベノミクスの名の下でリフレ政策が目指したのは拡張的な財政・金融政策により日本の民間部門の粘着的なデフレイマインドを払拭し、インフレ期待を底上げしようという未来だった。今回の発言はインフレ期待の底上げが実現しつつあるという趣旨も含んでいたと思われるが、結局世論には受け入れられなかった。目標実現の暁に待っていたのはバッシングであり、この騒動は「如何に日本という国において物価上昇が受け入れられないか」を示したと言える。同時に、13 年以降から続いてきたリフレ政策が実質的に幕を閉じたと筆者は理解したい。もっとも、表現には不味さもあった。家計は値上げを「受け入れている」のではなく「諦めている」という方が適切。現状、日本経済全体としての所得環境は目に見えて悪化しており、その事実に基づけば「値上げを受け入れさせられている」という表現の方がしっくりくる。この点は実質 GDI(国民総所得)を見ると良く分かる事実。

～リフレ政策に幕～

大々的に報じられている通り、黒田・日銀総裁は 6 月 6 日、東京都内で講演し、商品やサービスの値上げが相次いでいることに言及した上で「日本の家計の値上げ許容度も高まってきている」と述べ、これを持続的な物価上昇を実現する上で「重要な変化」と形容した。予定稿通りの発言であり、黒田総裁による「失言」というのは正確ではなく、純粋に描写が政治的配慮を欠いた(ラフに言えば民意との齟齬があった)という事案と言えそうである。

擁護するわけではないが、今回の発言は従前の政策姿勢と何も矛盾しない。2013 年以降、アベノミクスの名の下でリフレ政策が目指したのは拡張的な財政・金融政策により日本の民間部門(とりわけ家計部門)の粘着的なデフレイマインドを払拭し、インフレ期待を底上げしようという未来だった。それは物価上昇(ラフに言えば値上げ)が普通に行われる社会を目指すということでもあった。物価上昇を起点に賃金上昇も起こり、景気も回復する。物価上昇が「原因」で景気回復が「結果」という思想は明らかに倒錯していると思われたが、その政策思想を民意が熱狂的に支持したのが 9 年前だ。こうした思想の下、世界的にインフレ懸念が高まろうと緩和路線を続けて、円安に配慮することなく指値オペで金利を押さえ続けるという黒田体制の路線は、その是非は別にして、一貫性がある。

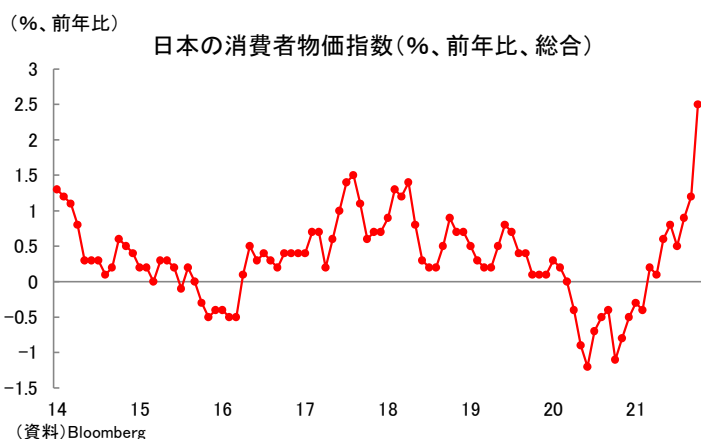
「日本の家計の値上げ許容度も高まってきている」との発言はインフレ期待の底上げが実現しつつあるという趣旨も含んでいたと思われるが、「値上げを受け入れている」とのヘッドラインに変換されたことも相まって世論の大きな反発を招き、新聞・テレビ・雑誌を筆頭に多くのメディアがこの発言を批判的に報じた。正直、言葉尻を捉え過ぎであるようにも感じるが、この騒動は「如何に日本という国において物価上昇が受け入れられないか」という一端を見せたように感じる。2013 年の導入当初こそ民主党政権からの変化の中で熱狂的に受け入れられたが、それが実現した暁には世論の

バッシングが待っていたという意味で 1 つの区切りを迎えたように見える。今回の騒動をもって、2013 年以降から続いてきたリフレ政策が実質的に幕を閉じたと筆者は理解したい。

～「受け入れている」ではなく「諦めている」～

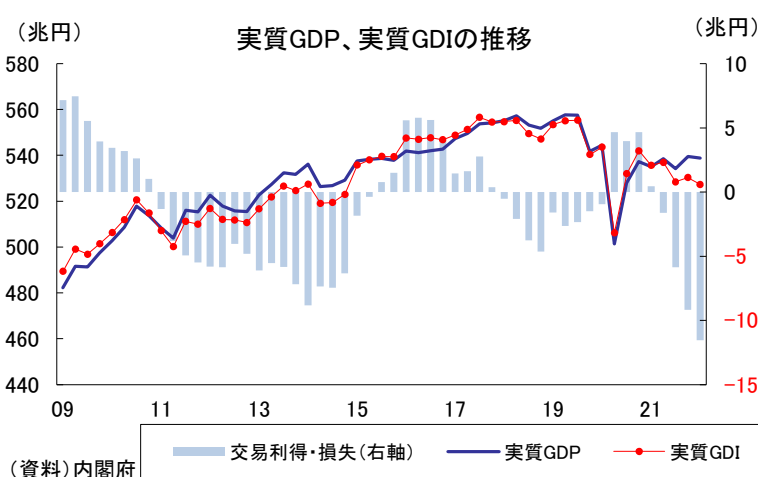
一連の発言に関し、黒田総裁は 7 日の参院財政金融委員会で「家計が自主的に値上げを受け入れているという趣旨ではない。誤解を招いた表現となり申し訳ない」と実質的に発言を撤回している。確かに、発言の趣旨は従前通りでもその表現に不味さはあった。問題となった発言は渡辺努・東京大学教授が 4 月に実施した「なじみの店でなじみの商品の値段が 10% 上がったときにどうするか」というアンケート調査において「値上

げを受け入れ、その店でそのまま買う」という回答が半数を超えたという事実¹⁾に依拠しているとのことだが、方々で指摘されるように、これは「受け入れている」のではなく「諦めている」という方が適切だろう。消費者物価指数(CPI、図)が示すように、なじみの店・なじみの商品という限定をしなくとも社会全体で一般物価が上昇している。こうした状況下でも家計は生きるために消費・投資をしなければならない。むしろ、「値上げを受け入れずに消費・投資しない」という選択肢は徐々に塞がれつつあるというのが今の日本の物価情勢と見受けられる。この辺りの実情に対し、確かに配慮を欠いた発言ではあったかもしれない。



～実質 GDI が示す所得環境の厳しさ～

家計・企業といった民間部門の実質的な所得環境が如何に悪化しているのかということへの問題意識が低かったという見方もできる。現状、日本経済全体としての所得環境は目に見えて悪化しており、その事実に基づけば「値上げを受け入れさせられている」という表現の方がしっくりくる。この点は実質 GDI(国民総所得)を見ると良く分かる。今の日本経済が直面している問題を正確に把握するには、国内の生産実態を捕捉する実質



GDPよりも、所得実態を捕捉する実質 GDI の方が向いている。過去の本欄でも議論した通り、実質 GDP(国内総生産)と比べて実質 GDI の停滞は著しい。両者の差は交易条件の変化(=交易利

得・損失)であり、海外への所得流出(交易損失)が大きくなれば実質 GDI が低下する。これは当然、物価上昇に伴う実質所得環境の悪化も示している。

巷間言われる「悪い円安」論も結局、家計部門のコスト負担を端的に述べた議論であり、「円安の善し悪し」というよりも「実質所得の善し悪し」が本質的な問題の所在と言える。その意味で円安は輸入物価上昇を通じて交易損失を拡大する方向に作用するので「悪い」という判を押されやすくなる。もちろん、一方で大企業・輸出製造業を中心に企業利潤も増えるため「良い」ということもあるが、経済主体の「数」で言えば恐らく「良い」よりも「悪い」の方が多いからこそ、これほど「円安」や「値上げ」の話に悲観的な空気が充満するのであろう。

いずれにせよ今回の騒動で「世論の物価上昇への嫌悪感」と「日銀の金融政策」という 2 つの論点が接近してしまったのは間違いない。政府・日銀としては極力避けたかった事態のはずであり、金融政策に無関心を貫いてきた政府の挙動に変化があるのかどうか注目したいところである。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分) 週末版(円安相場は終わりのか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか?
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分) 表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ループルにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分) 「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか?
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は?～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子カゲリオン認定