

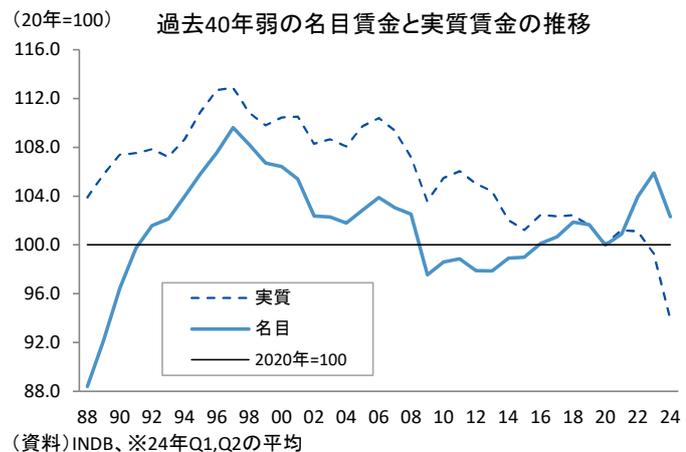
みずほマーケット・トピック(2024年10月10日)

世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」

8月毎月勤労統計では実質賃金が3か月ぶりのマイナスに転落。依然、雇用・賃金環境には底堅さは見られるものの、インフレが家計部門の所得環境を毀損している状況は明らか。この点、石破総裁が述べた「3年でデフレからの完全脱却を目指す」との発言はやはり気がかり。今の国民が望んでいるの「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」だろう。もっとも、「上がる物価(インフレ)」が問題視される現状を踏まえ政府がデフレ脱却宣言に踏み切るのも簡単ではない。恐らく家計部門を中心に「冗談ではない。生活は困窮したままだ」という批判が盛り上がるはずだ。デフレは、そこからの脱却を目標化することも、そこからの脱却を宣言することも世論が違和感を覚えるという難しい状況にある。こうした状況は経済主体によって「デフレの定義」が曖昧なことに起因している。今後、政府は「CPIの低迷」という意味でのデフレはもう終わったことを説明した上で、デフレという言葉から少しずつフェードアウトし、その使用に終止符を打つ必要がある。

～実質賃金のマイナス転落について～

今週8日に厚生労働省が発表した8月毎月勤労統計では実質賃金(速報、従業員5人以上の事業所)が前年同月比▲0.6%と3か月ぶりのマイナスに転落した。6月分が2022年3月以来、実に2年3か月ぶりにプラスとなったことが話題になり、7月分も増勢が維持されたが、この2か月間は特別給与すなわち賞与による一時的な押し上げが反映された結果でもあった。8月も持続性を判断する上で重要とな項目である「決まっ



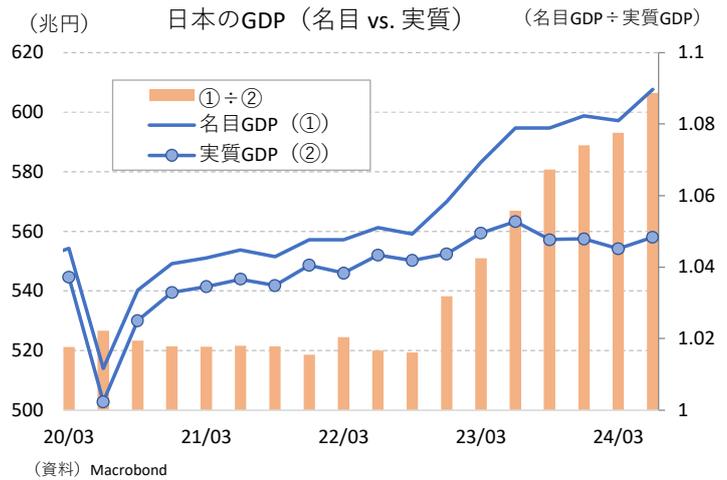
て支給する給与(所定内給与に残業代や休日手当などを加えた給与)」が同+3.0%と32年4か月ぶりの高い伸びを示したものの、持ち家の帰属家賃を除く消費者物価指数(CPI)が7月の同+3.2%から8月は同+3.5%へ加速する中、実質賃金がマイナスに押しやられている。

もちろん、細かく見ればパートタイム労働者の実質賃金がプラスであることや、時間当たりで見た実質賃金は依然プラスであることなど明るい材料も垣間見えるが、円安・資源高発・輸入物価経由の一般物価上昇が家計部門の所得環境を毀損している状況は明らかである。

～国民が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」～

先週の本欄では、石破総裁が総裁選後の会見で述べた「デフレからの完全脱却は首相就任後3年間で達成する」との発言について筆者の不安を吐露した。率直に言って、今の国民が望んでい

るの「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」だからだ。政界全体で物価高対策が争点化し、実質賃金のプラス転化とその定着が希求される状況において、日銀利上げのけん制やそれに伴うドル/円相場の押し上げは明らかに不自然である。現状、日本経済の足枷となっているのは「上がる物価（インフレ）」であって「上がらない物価（デフレ）」ではない。それは GDP の名実格差からも確認できる話だ(図)。



もともと、「上がる物価（インフレ）」が問題視される現状を踏まえ、政府がデフレ

脱却宣言に踏み切るというのも簡単ではない。脱却宣言を受けた家計部門は恐らく「生活は苦しいままだ」と政権への反意を強める可能性がある。だからこそ岸田政権もデフレ脱却宣言への期待が断続的に熾りながら、遂にそこへ至ることは無かった。デフレは、そこからの脱却を目標化することも、そこからの脱却を宣言することも世論が違和感を覚えるという非常に難しい状況にある。

～「デフレの定義」を整理する時～

なぜ、このような難しい状況になっているのか。ひとえに「デフレの定義」が曖昧なまま放置されているからだと筆者は常々述べてきた。何となく景気が冴えない状況を総称してデフレという言葉に集約しているため、あらゆる経済主体にとって非常に使い勝手の良い言葉になりがちなのである。しかし、「デフレの定義」は経済主体にとって異なる(図)。1990年代後半以降、デフレとは政府・日銀にとっては「CPIの低迷」

各経済主体が抱く「デフレ」のイメージ

政府・日銀	CPIの低迷
企業	円高・株安
家計	実質賃金の低迷
海外	円高・株安

(資料) 筆者作成

であり、企業にとっては長年続く「円高・株安」であり、海外投資家にとってもやはり「円高・株安」であったように筆者は思っている。異次元緩和が起動する2013年以前、日本経済にとっては慢性的な円高・株安が宿痾のように考えられていた。実際、過去に行われた日銀の追加緩和はその殆どが円高・株安への対処だった。そして慢性的な円高ゆえに輸入物価も抑制され、一般物価も上がりにくい状況があった(もちろん物価が上がらなかったのは円高のせいだけではないが)。少なくとも約10年前まではデフレという言葉は多くの経済主体にとって最大公約数を捉える非常に便利なフレーズであった。特に「CPIの低迷」という表層的な状況の解決に傾倒したのが政府・日銀が総力を挙げたアベノミクスであり、象徴的には黒田体制下での異次元緩和であった。その余波で継続される金融緩和路線とこれを一因とする円安、さらに資源高の影響も相まって「CPIの低迷」という表層的な状況は現状では解消されているし、円安を起爆剤として株高も実現している。現状、「CPIの低迷」や「円高・株安」という意味でのデフレは脱却は完了していると言って差し支えないだろう。

しかし、家計部門(≡国民)においては「こんなはずではなかった」という感情が強いだろう。それ

は家計部門にとってのデフレとは「実質賃金の低迷」だったからではないかと思う。日銀が四半期に1度実施する「生活意識に関するアンケート調査(2024年6月分)」では、「物価に関する受け止め」に関し84.3%が「どちらかと言えば、困ったことだ」と回答している。そもそもデフレという現象に対し、政府・日銀と家計では問題意識の置きどころが同じではない。物価に関し、前者は上がって欲しいが後者は上がって欲しくないという認識相違があるように思う(家計部門はデフレという言葉の意味をそこまで正確に考えていないとも言える)。

日本の家計部門は長年、名目・実質双方のベースで上がらない賃金を強いられてきた。「慢性的な不況」と「実質賃金の低迷」がデフレという便利なフレーズに押し込められ「デフレを脱却しなければならない」という価値観が家計部門に強く根付いているように思う。その認識でも最近までは大きな問題にならなかったが、インフレが定着したことで、家計部門とそれ以外の間で「デフレの定義」の差異が浮き彫りになってきているのが現状である。

～「デフレ」の使用に終止符を～

今回、石破首相が口にしたデフレ脱却は、本来的に政府・日銀が念頭に置いていた「CPIの低迷」という意味ではなく家計部門が抱えている「実質賃金の低迷」という意味で使ったのだろう。そうであれば誠に正しい認識である。しかし、多くの国民にその真意が伝わっていないかもしれない。額面通り受け止めれば、物価上昇を望む政治からの情報発信のように見えかねないため、石破首相がデフレ脱却を強調するほど、家計部門は「何もわかっていない」という反感を覚えてしまう。

今後、政府は「CPIの低迷」という意味でのデフレはもう終わったということを説明した上で、デフレという言葉から少しずつフェードアウトし、その使用に終止符を打つ必要があるだろう。場合によっては一気呵成にデフレ脱却宣言をしても良いかもしれない。その上で本当の問題はインフレ脱却、これに伴う「実質賃金の低迷」の解消であることを強調しても良い。そうすれば無為に日銀の利上げをけん制して円安相場を促すこともないし、その火消しに通貨政策を動かす必要もなくなる。

そのように何らかの形でデフレというフレーズに対する意識変革を起こさなければ、多くの国民が小さくない違和感を抱きながら、政治のデフレ脱却論議に付き合わされる状況が続くことになる。現状では「実質賃金の低迷」の遠因となっている円安およびこれとセットと考えられている円金利の長期低迷に終止符を打つことが、迂遠な道に見えて実は王道なのではないか。もちろん、日銀が連続利上げに邁進するのは難しいだろう。ただ、わざわざ政治的にその運営をけん制するような所作は不必要な円安を招くリスクは周知されても良い。円安は「実質賃金の低迷」を助長するのだから家計部門はそれを良く思わないし、最終的には時の政権への批判に繋がってくるはずである。現状、日銀は内外金融情勢を見極めながら正常化に動こうとしている。積極的に利上げを応援する必要は全くないが、ノイズを増やしてその見極めを難しくする必要もないだろう。

金融市場部

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される翻代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安パブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安パブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしとら」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて