

みずほマーケット・トピック(2025 年 7 月 7 日)

物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～

先週 3 日に公示された参院選は物価高対策が争点化している。具体的には「減税か、給付か」という二項対立を前提に議論が展開されており、その賛否について問われることも増えている。各党もそのいずれか、もしくは両方を主張している。「どちらも不要」という政党は存在しない。しかし、現実的には「どちらも不要」というのが正答だろう。日本社会で物価高が問題視されてから 3 年目に入っており、もはや物価高は短期的な症状とは言えない(ついでに言わせて貰えば、どうやら円安も短期的な現象ではない)。通常、継続的なインフレ圧力の高まりに割り当てられるマクロ経済政策は拡張的な財政ではなく金融政策の引き締めのはずだ。もちろん、利上げをすれば景気は冷え込む。だから世論に支持されることはない。支持されることは無いから政治から独立した中央銀行が経済・金融情勢を客観的に判断して粛々と利上げするのである。今後必要になるだろう利上げの「負の側面」をカバーするとしたいのであれば、現役世代が裨益するような策、端的には社会保障負担の軽減が必須。残念ながらここは全く争点になっていない。残念ながら人口動態の弊害を選挙戦ごとに痛感せざるを得ない。

～物価高対策を巡る不可思議～

参院選が先週 3 日公示され、20 日投開票に向けての選挙戦が始まった。昨年 10 月の衆院選を経て少数与党となった石破政権の実績を問う選挙となる。既報の通り、選挙全体を通じて物価高対策が争点化している印象は強い。共同通信社が 5～6 日

2025年参院選、各政党の物価高対策について

	消費税減税	現金給付
自民党	据え置き	給付(2万円or4万円)
公明党	据え置き	給付(2万円or4万円)
立憲民主党	食品だけゼロ(1年間)	給付金2万円
維新の会	食品だけゼロ(2年間)	なし
国民民主党	実質賃金プラスまで5%へ	なし
共産党	廃止を念頭に5%へ	なし
社民党	食品だけゼロ(恒久)	なし
れいわ新選組	即座に廃止	給付(15歳まで10万円)
参政党	段階的に廃止	なし
日本保守党	食品だけゼロ(恒久)	なし

(資料)25年7月7日時点、各種報道より筆者作成。

に実施した全国電話世論調査(第2回トレンド調査)によれば、「何を最も重視して投票するか」との問いに対し、「物価高対策」は最多の 31.2%だった。厳密には、「減税(厳密には消費税減税)か、給付か」という二項対立を前提に議論が展開されており、その賛否について問われることも増えている。各党もそのいずれか、もしくは両方を主張している。「どちらも不要」という政党は存在しない。

しかし、現実的には「どちらも不要」というのが正答だろう。物価高対策として景気過熱方向のマクロ経済政策である拡張財政が持ち出されることは理論的に矛盾している。もちろん、物価高それ自体が短期的な症状だとすれば、景気下押しを一時的に防ぐ対症療法としての減税や給付金には一考の余地がある。しかし、もう消費者物価指数(CPI)は 2022 年 4 月以降、一度も 2%を割り込んでいない(図)。それどころか過去 1 年間で平均すると+3.1%、年初来 5 か月間(1～5 月)で平均すると+3.7%と欧米以上に際立って高い。連合の第 6 回回答集計ではベアが平均+3.71%という結

果であったため、実質ゼロベアである。日本社会のノルムが破壊され、名目賃金が上昇基調に入った可能性は高く、それは頑なだった日本企業のマインドを変えるほどインフレ機運が定着していることの裏返しでもあるだろう。しかし、そうした企業の行動変容をもってしてもインフレを押し返すことはできていない。日本社会で物価高が問題視されてから3年目に入り、もはや物価高は短期的な症状とは

言えない(ついでに言わせて貰えば、どうやら円安も短期的な現象ではない)。いつまでも拡張財政路線に拘泥する姿勢については、患部と処方箋がずれていると可能性を考えた方が良い。

ちなみに上述の調査によれば現金給付と消費税減税のどちらが望ましいかという質問に対し、「消費税減税」が76.7%で「現金給付」の17.9%を圧倒している。この点、消費税減税に関しては軽減税率(酒類・外食を除く飲食料品などが対象)引き下げを訴える政党が目立ち、その時限性(1年や2年)を主張する政党(維新や立憲など)も複数存在する。しかし、時限を区切ったところでそれが遵守される保証は全くない。収まらない物価高を前にしな

がら、世論におもねった減税が存続する可能性は非常に高いだろう。現に、ガソリンや電気・ガスに対する補助金は何度も打ち切りが検討されながら実現していない。消費税減税ならばそうならないというのか。全く支持はしないが、「出来ない約束」をしない分、恒久的な減税を主張する方がまだ潔いように思える。ちなみに財務省「消費税の使途に関する資料」によれば(図)、2025年度予算における消費税収は20.1兆円が見込まれている。これは社会保障4経費(年金・医療・介護・子育て支援)の合計である34.0兆円に充当されることになっている。増大を続ける社会保障費を打ち返すための財源は今でも足りておらず、これをさらに削減するという話はチャレンジングである。なお、連立与党(自公)は消費減税を掲げず、給付金1本に主張を絞っている。

～普通は利上げする～

通常、継続的なインフレ圧力の高まりに割り当てられるマクロ経済政策は、拡張的な財政ではなく金融政策の引き締めである。経済学部で1番最初に習う話だ。また、日本の直面する物価高に



「『社会保障・税一体改革』による社会保障の安定財源確保」の推移

	社会保障4経費(注2)(兆円)				消費税(注3)(兆円)		スプレッド(注4)	格/A(%)
	年金(注5)	医療	介護	子育て支援	消費税率	軽減税率		
平成26年度	11.4	10.9	2.8	1.3	26.9	11.9	▲15.0	44.3
平成27年度	11.7	11.2	2.8	2.0	27.7	13.3	▲14.5	47.9
平成28年度	11.9	11.3	2.9	2.0	28.2	13.4	▲14.6	47.4
平成29年度	12.1	11.5	3.0	2.1	28.7	13.3	▲15.4	46.4
平成30年度	12.3	11.6	3.1	2.1	29.1	13.6	▲15.5	46.8
令和元年度	12.7	11.9	3.2	2.6	30.3	16.4	▲15.0	50.7
令和2年度	13.1	12.2	3.4	3.0	31.7	17.5	▲14.2	55.1
令和3年度	13.3	12.0	3.5	3.0	31.8	16.3	▲15.5	51.3
令和4年度	13.4	12.1	3.6	3.1	32.2	17.4	▲14.8	54.0
令和5年度	13.7	12.2	3.7	3.1	32.7	18.0	▲13.9	57.6
令和6年度	14.0	12.2	3.7	3.4	33.4	19.2	▲14.2	57.4
令和7年度	14.3	12.3	3.7	3.6	34.0	20.1	▲13.9	59.0

(資料) 財務省⁴⁾

ついて、その根本的な原因を知るほどやはり金融政策での対応が求められそうに思える。

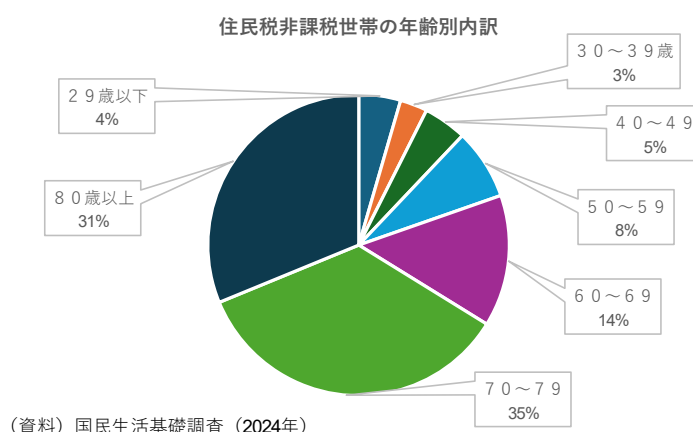
物価高の要因は 1 つではないが、国内要因では人手不足による雇用・賃金環境の逼迫、海外要因では円安によるインフレ圧力の輸入が取り上げられることが多いだろう。しかし、前者はそもそも景気循環において「総需要＞総供給」という状況があるために起きていることである。先週 3 日、高田日銀審議委員は講演で「物価上昇が輸入物価要因だけでなく国内要因による上昇、いよいよホームメイド化する兆し」を指摘している。これはその通りであり、必ずしもインフレ圧力は海外だけに由来しているわけではない。通常、「総需要＞総供給」の不等号を修正するのが金融引き締め、端的には利上げである。また、インフレ圧力の輸入をもたらしている円安の原因も 1 つではなく、筆者が常々に論じている需給構造の変容は底流にあるとしても、円金利が依然低水準で張り付いていることも無関係ではない。ここでも結局、日銀の利上げを正当化する台所事情がある。

もちろん、利上げをすれば景気は冷え込む。既述の通り、雇用・賃金市場に起因するインフレ圧力に至っては「冷え込ませる」のが目的である。だから、日本に限らずこのような政策が世論に支持されることはない。支持されることは無いから政治から独立した中央銀行が経済・金融情勢を客観的に判断して粛々と利上げするのである。世論に配慮する政治が判断すると引き締めが遅れるために主要国は皆、そうした建付けにある。この点はパウエル議長が必死にトランプ大統領に抵抗している現状が雄弁に物語っているだろう。金融政策を引き締めた後、落ち込んだ景気を支えるために財政出動が待たれるわけである。裁量的なマクロ経済政策は景気循環の波を均すために使われるのが王道であり、アクセルを踏み続けるために使うものではない。王道に立ち戻って欲しい。

もちろん、政治が金融政策を語る必要はないので、選挙戦で「利上げすべき」と主張する必要はない。現実問題、関税協定を巡って雲行きが怪しくなっている以上、利上げは当面難しいだろう。ただ、上述のようなオーソドックスな理解に基づけば、物価高対策の答えが拡張財政になるはずがないということは留意したい。

～利上げの得失という視点～

また、日本の場合、長らく「金利の無い世界」に慣らされていたため、利上げによって得られる利子所得の増加という利上げの「正の側面」は殆ど注目されず、住宅ローン負担の増加という「負の側面」ばかりに報道が傾斜しがちである。これも世論ひいては政治に良い影響を与えていないと思われる。しかし、みずほリサーチテクノロジーズによれば、+25bp の追加利上げにより、預金・国債利息収入の増加分と貸出・住宅ローンなど負担増分をネットアウトすると年間+0.6 兆円のプラスになるという試算¹が示され



¹ みずほリサーチ&テクノロジーズ服部直樹『日銀の追加利上げが家計に及ぼす影響家計全体ではプラスだが、負債保有世帯ではマイナス影響大』2025年1月

ている。もっとも、この解釈には一定の慎重さを要する。これは住宅ローンを筆頭に債務を抱えていない層の恩恵が大きく、主に 60 代以上が利益を得る公算である。言い換えれば、利上げは現役世代に限ってはマイナスの影響も大きいため、慎重さを要するという意見にも理はある。

なお、今回、自民党が提示されている案も同様だが、給付金の対象として住民税非課税世帯が選ばれることが常態化している。周知の通り、基本的に住民税非課税世帯は高齢世帯から構成されている。2024 年の国民生活基礎調査によれば、住民税非課税世帯の 75%は 65 歳以上の世帯だ。つまり、今後行われるだろう金融引き締め(利上げ)の影響が最も軽そうな高齢層に対し、最も手厚い財政拡張(給付金)が差し出されているのが現状である。この点からも現行政策の在り方については疑義を抱かざるを得ない。

今後必要になるだろう利上げの「負の側面」をカバーするとしたいのであれば、せめて現役世代が裨益するような策がセットで必要になる。それが増大を続ける社会保障負担への切り込みになるはずなのだが、日本維新の会など一部政党を除くとこれは争点化していない。残念ながら人口動態の弊害を選挙戦ごとに痛感せざるを得ない。

～デフレ脱却宣言はお蔵入りへ？～

最後に思い返して欲しい。昨年 10 月に石破政権が発足した際、経済対策は「物価高の克服」、「日本経済・地方経済の成長」、「国民の安心・安全」の 3 本柱が掲げられ、デフレ脱却を現実なものとするための集中期間として「3 年間」が明記された。当時、赤沢経済再生担当相は「総理の在任期間にデフレの完全脱却を成し遂げたい」とも述べていた。つまり、8 か月前はデフレであり、そこから 3 年かけて脱却することが政権の使命として掲げられていた。その際、本欄では「何となく経済が冴えないことを全てデフレという言葉に集約し過ぎ」と述べ、問題意識が根本的にずれている可能性を指摘した。この点、前回の衆院選では与野党ともに「物価高の克服」と「デフレの脱却」という矛盾したコンセプトが公約に混在している印象が強かったのに対し、今回の参院選では「物価高の克服」が前面に押し出されている。いつの間にかデフレは脱却完了という判定になったようにも見える。

もちろん、政府がデフレ脱却宣言を出す義務はないので、このままフェードアウトしたとしても、それで大きな問題があるわけではない。そもそも、手柄のように脱却宣言をすれば「我々の暮らし向きは改善していない」と反感をかうだけで政治的には何のリターンも無いだろう。しかし、手柄のように宣言できずに「物価が上がってしまいました」とデフレの終了を知らせるだけであれば、インフレへの対策が遅れたこと(ビハインドザカーブ)を喧伝しているだけである。メディアとしてこれを待望する空気は今後強まる可能性はあるものの、政治的な旨味が期待できない以上、デフレ脱却宣言はこのままお蔵入りしても不思議ではない。

国際為替部

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
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貰かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分) 週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分) 週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマંデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラウゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) 日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に拡がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適応する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版