

個人消費の足踏みの真犯人

～2%インフレ目標達成への固執が
マクロ経済を不安定化～

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



河野 龍太郎氏

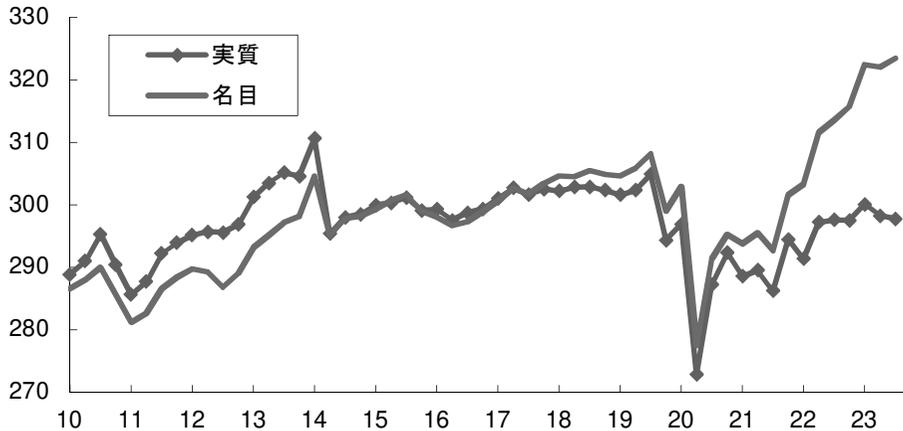
政府・日銀の2023年の景気シナリオにおける最大の誤算は、個人消費が足踏みしていたことだろう。GDP統計で、個人消費は2023年1-3月に前期比0.9%と高い伸びを見せた後、4-6月はマイナス0.6%、7-9月もマイナス0.2%と減少した。コロナ禍の終息で人々が警戒を解き、経済が再開すれば、欧米ほどではないにしても、日本でもpent-up需要（繰り越し需要）によって、個人消費の堅調な回復が期待されていたはずだ。しかし、7-9月の個人消費は、コロナ禍前の2019年平均を未だに1%下回る水準にあり、無残な結果である。以下、改めて日本銀行の金融政策の誤りを論じる。

個人消費は足踏み

日本銀行は、10月展望レポートでも、「個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している」と論じていたが、苦しい説明だ。そもそも日本銀行が公表する消費活動指数で見ても横ばい圏であって、pent-up需要の盛り上がりは確認されない。確かに、落ち込みを見せる家計調査の実質消費は、調査対象に高齢者世帯が多いなど偏りも見られ、個人消費が過小評価されている可能性はある。それを基礎統計の一つとするGDP統計も、個人消費を過小推計しているのかもしれない。

ならば、日銀の消費活動指数が実態を上手く反映しているかということ、これまた問題含みであろう。確かに政府統計も日銀統計も、コロナ禍で広がった新たな業態を十分に捕捉できておらず、個人消費の実態はもう少し強い可能性はある。ただ、日銀の消費活動指数

(図1) 民間最終消費 (季節調整値、兆円)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ作成

は、超円安で大きく増えているインバウンド消費の影響などが、調整済み系列で見ても十分に取り除かれていない可能性もある。横ばい傾向を示す日銀の消費活動指数が、個人消費の実態を過大評価している可能性は排除できない。

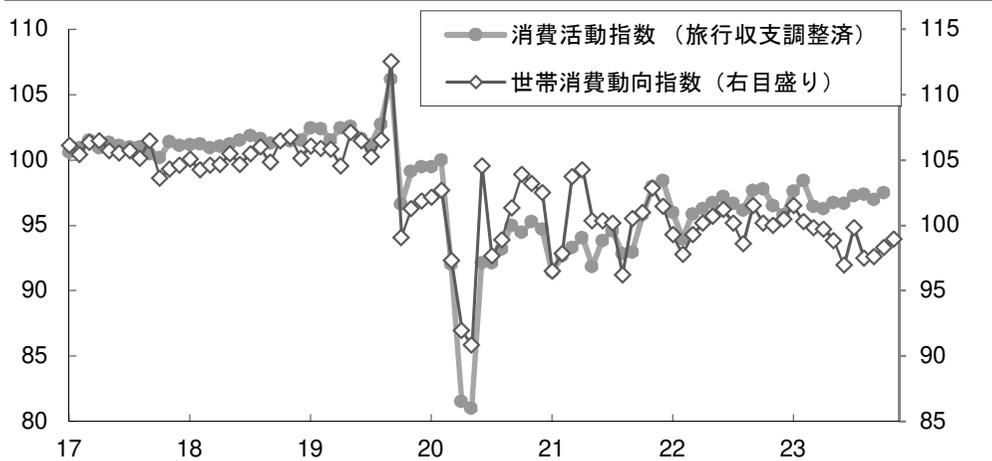
現段階で、「個人消費が腰折れした」とまでは言わないが、「足踏みしている」というのが客観的な評価なのではなかろうか。もちろん、日銀が政策修正の準備の最中に、「個人消費が足踏みしている」と言えないのも理解できないわけではない。7月末、10月末には、10年金利の上限も引き上げている。ただ、個人消費の足踏みの原因が異次元緩和の継続がもたらした超円安にあると正直に説明すれば、必要な政策修正がもっと容易になるのではないか。

個人消費の足踏みの原因は超円安

個人消費が足踏みしている理由は、もはや誰の目からも明らかであろう。円安インフレによって、家計の実質購買力が大きく抑えられていることである。確かに名目賃金も上昇が始まり、雇用者報酬もコロナ前の2019年10-12月と比べると4.9%も回復している。しかし、物価高に全く追いついておらず、実質雇用者報酬は2019年10-12月に比べて、3.8%も減少した。いくら名目賃金が上がったといっても、実質雇用者報酬が3.8%も減少しては、多くの人は、懐が寂しくなったと感じているはずだ。個人消費がコロナ禍前の水準を未だに下回るの、当然と言えるだろう。

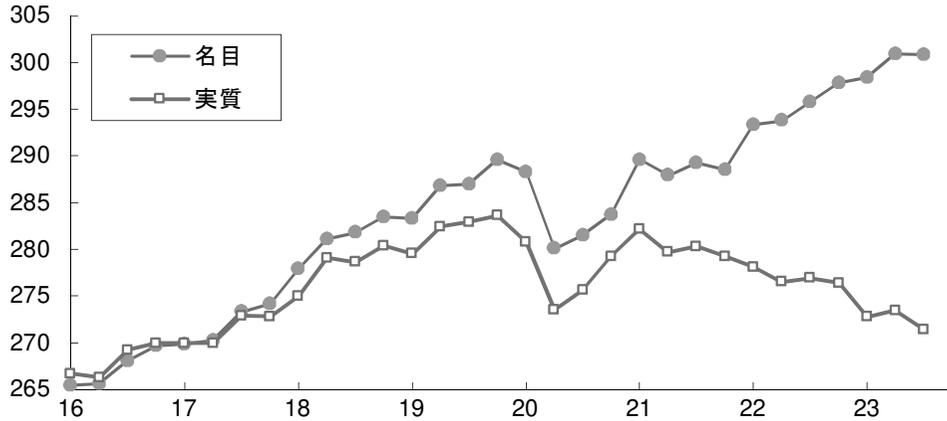
コロナ禍をきっかけに、強制貯蓄なる言葉が人口に膾炙するようになったが、積み上が

(図2) 日銀・消費活動指数と総務省・世帯消費動向指数 (季節調整値)



(出所) 総務省、日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

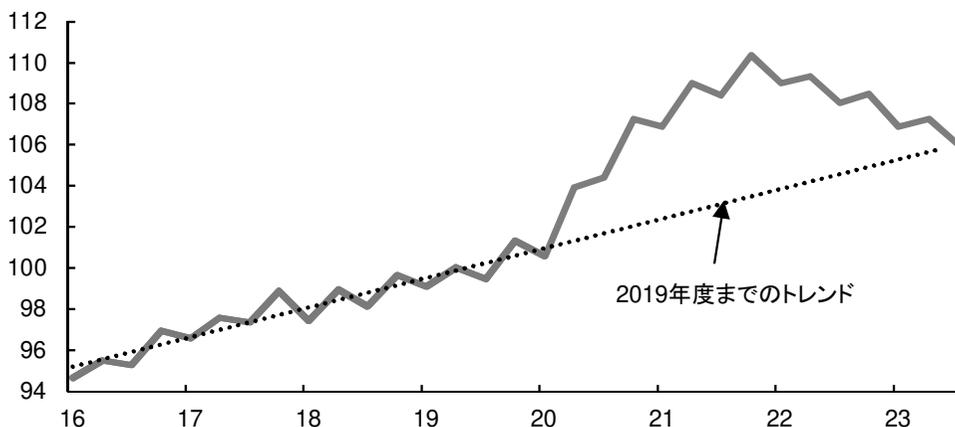
(図3) 雇用者報酬 (季節調整値、兆円)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

っていたはずの強制貯蓄は一体どこに行ったのか。米国では、継続的な利上げにもかかわらず、個人消費が堅調を続けているのは、政府の現金給付だけでなく、巣籠り下で旅行や外食にも行けず、人々の貯蓄が大きく積み上がっていたからだった。強制貯蓄は、かなり費消されたように見えるが、それでも米国の個人消費が堅調なのは、期待実質金利が以前ほどは高くないことや、物価高に賃上げが追いつき、実質賃金が回復してきたこと

(図4) 家計の現預金：実質ベース (CPIで実質化、2019=100)



(出所) 総務省、日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

などが考えられる。

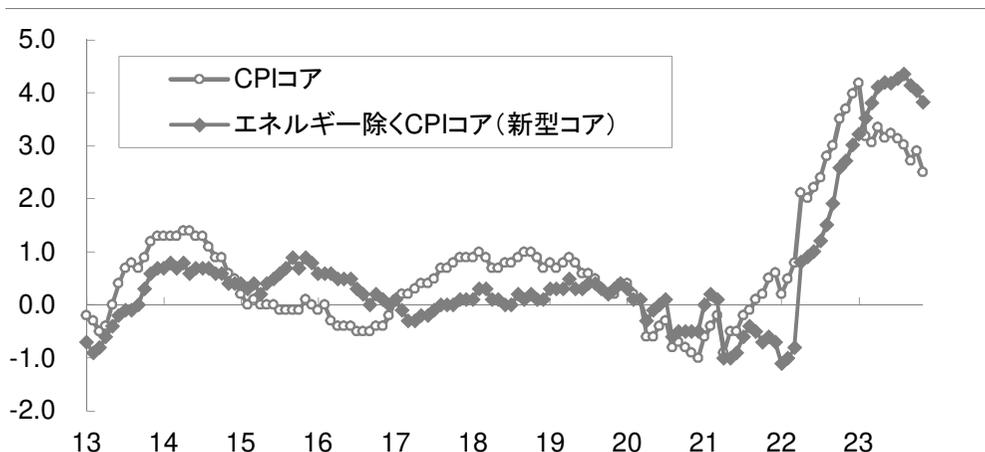
冒頭に述べたように、日本でも、2023年に個人消費の堅調な回復が期待されたのは、強制貯蓄を原資に、コロナ終息後のペントアップ需要が現れると考えられていたからだった。しかし、日本の強制貯蓄は、ペントアップ需要に向かう前に、物価高によって大きく食われてしまっている。もちろん、実質雇用者報酬が大幅に減少しても、個人消費の水準がわずかな減少に留まっているのは、強制貯蓄の存在があったから、とも言える。

今後、個人消費は腰折れするのか。超人手不足が続いていることや、好調な企業業績が続いていることから、今春は昨春以上の高い賃上げが予想され、一方で、円安インフレも徐々に鎮静していくと見られる。その結果、実質賃金は徐々に下げ止まり、個人消費の腰折れは何とか回避されると筆者は考えている (2024年春闘での賃上げ率は4.0%と予想している)。ただし、米国の利下げが遅れ、或いは、日銀の利上げが遅れ、再び円安インフレの第二波 (正確には第三波) が訪れて、高めのインフレが続くと、今度は、家計が目減りする実質貯蓄の水準を維持しようとして、個人消費の水準が切り下がるリスクも排除できないだろう。

2022年の金融政策の失敗のツケ

こうした個人消費の足踏みには、インフレ目標の2%という数字に強く拘り、内外金利差が超円安を招くことを厭わず、日本銀行が異次元緩和を維持してきたことが大きく影響しているのは言うまでもない。

(図5) CPIコアと新型コア(前年比、%)



(出所) 総務省資料より、BNPパリバ証券作成

植田和男総裁の金融政策の舵取りが個人消費の回復を危うくしているのか。いや昨年4月の就任直後、植田総裁はよくやっていると言える。前述した通り、7月末、10月末と2度にわたってYCCの再調整を行い、わずか半年の間に、大きな混乱もなく、長期金利ターゲットを事実上、撤廃した。長期金利をゼロ近傍に抑え込んだままでは、マイナス金利の解除も難しい。10月末のYCCの事実上の撤廃は、マイナス金利解除のための準備なのだろう。遠くない将来に、マイナス金利も解除されるはずである。

しかし、冷静に考えれば明らかな通り、マイナス金利の解除を含め、こうした一連の作業が、黒田東彦前総裁の下、2022年の早い段階から進められていれば、2023年に個人消費は堅調に拡大し、足踏みすることはなかったはずだ。2022年4月以降、CPIコアは既に2%を超えていたのだから、欧米諸国が急激な利上げを始めた後、2%インフレ目標をもっと柔軟に解釈し、金融政策の運営も柔軟化していれば、あれほど急激な円安が進むこともなかったはずである。超円安が避けられていれば、4%の急激なインフレ上昇も避けられていた。だとすれば、ペントアップ需要によって、個人消費は真に着実な回復経路を辿っていたはずである。やはり2022年の日銀の政策対応が誤っていたのだ。

超円安を容認したことで、安定的な個人消費の回復を阻害したのは大きな問題だが、実は、それだけではない。日本銀行からすれば、2%インフレ目標の安定的な達成が見通せないから、超円安を梃に、輸入物価の上昇を促したのだろう。2022年10月以前まで黒田前総裁が円安の進展をむしろ助長する発言を繰り返したのも、記憶に新しい。しかし、当時

も筆者が警鐘を鳴らしていた通り、そうした金融政策がむしろ「持続的な物価の安定」を損なっているのである。超円安や物価の乱高下がなければ、ペントアップ需要で個人消費が回復し、ひいては持続的なインフレ上昇をもたらす。急激なインフレで個人消費が足踏みすれば、価格引上げが困難になり、文字通り、インフレは一時的に終わる。

数字に拘ることがマクロ経済を不安定化させる

もちろん、エネルギー価格の急騰による輸入物価上昇を、金融引締めで対応するのは誤りであろう。しかし、自らの金融緩和が急激な円安インフレを引き起こしているのなら、政策修正こそが経済と物価の安定につながるはずである。なまじグローバルインフレによって2%インフレ目標達成の可能性が出てきたことから、異次元緩和の継続に固執し、かえってマクロ経済と物価の安定を損なっているのではないか。そもそもマクロ安定化政策の要諦は、ショックのスムージングなのであって、増幅ではないはずだ。

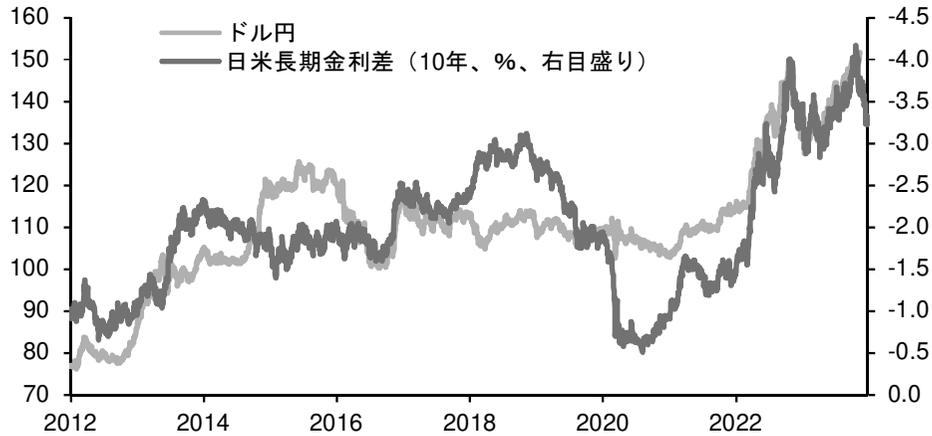
昨年、日銀が繰り返し説明したのは、超円安は、欧米の金融引締めが要因であって、日銀サイドの要因ではない、というものだった。そもそも、内外金利差がこれほど強く為替レートの動きを規定することはあまりない。昨年以降、観測される現象は、歴史的に見ても、異例である。ただ、そうした事態に陥ったのは、欧米の中央銀行が大幅な利上げを続ける中で、日本銀行が異次元緩和の継続に強くコミットしているからに他ならない。米国の大幅な利下げ観測が広がった後も、日本銀行のマイナス金利解除を巡る思惑が為替レートの大きな変動をもたらしている。

第二の誤算は設備投資の低迷

さて、政府・日本銀行の2023年の景気シナリオにおける第二の誤算は、設備投資の回復も足踏みしていることだろう。好調な業績の継続によって、潤沢なキャッシュフローを抱え、一方で人手不足を背景とした自動化対応やデジタル化対応、グリーン化対応などで、二桁近い高い伸びの設備投資計画が掲げられてきた。12月調査・日銀短観でも高い投資計画が示された。しかし、それにもかかわらず、GDP統計では、4-6月の前期比マイナス1.3%に続いて、7-9月もマイナス0.4%と設備投資は減少している。GDP統計の設備投資だけが弱いのではなく、機械受注統計なども弱い結果を示している。

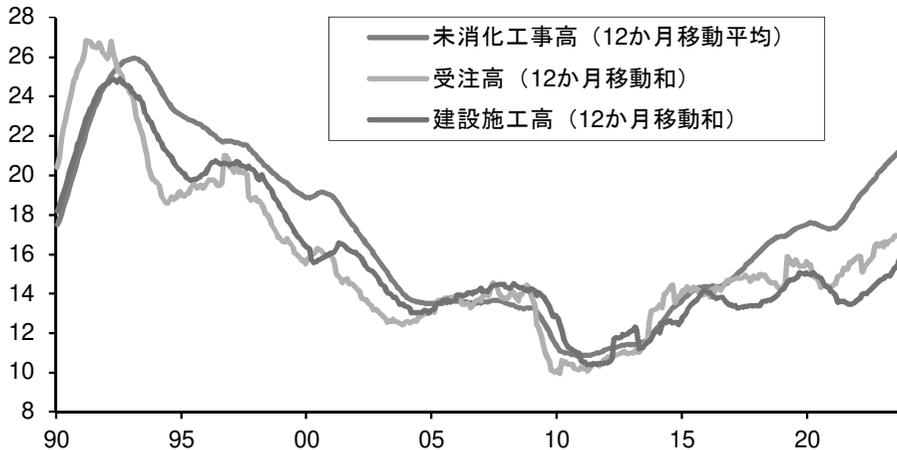
この背景には、製造業のグローバルサイクルが低調に推移していることもあるが、需要の弱さが主因ではなく、人手不足に起因する供給制約も大きく影響していると思われる。つまり、設備投資需要は依然として強いものの、工場の建設や資本財の生産が人手不足に

(図6) ドル円と日米長期金利差



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

(図7) 建設工事受注動態統計 (兆円)



(出所) 国土交通省資料より、BNPパリバ証券作成

よって阻まれ、設備投資の進捗が遅れているのである。実際、資本財の受注残高や建設工事の未消化工事高が積み上がっているのは、そうした見方と整合的であろう。そのことは、日本経済の供給能力が低迷しているから、付加価値の産出が滞っていることを意味する。

政府・日銀は需給ギャップのタイト化を過小評価

筆者は、既に日本の需給ギャップは、コロナ禍前の景気サイクルのピーク水準までタイト化していると考えている。潜在成長率がゼロ近傍まで低下し、経済の供給能力の天井が

改善していないから、コロナ終息で、経済が再開した途端に、あらゆるところで、人手不足が深刻化したのである。

一方、政府と日本銀行は、ようやく需給ギャップがゼロ近傍まで改善したとしている。まだ生産余力が十分にあるということだが、そう判断しているのは、製造業の工場の稼働率が十分に高まっていないことや、非製造業でも旅館やレストランの稼働率に上昇余地があると判断しているからだと思われる。しかし、稼働率の改善が滞っているのは、多くの業態においては、人手が不足しているからであって、需要不足が原因ではない。労働と資本の代替の弾力性は短期的には低く、また前述した通り、工場の建設や資本財の生産ですら、人手不足で滞っている状況である。マクロ経済の稼働率を過小評価しているのではないだろうか。恐らく、いつまでたっても、稼働率は大きくは改善しないと思われる。

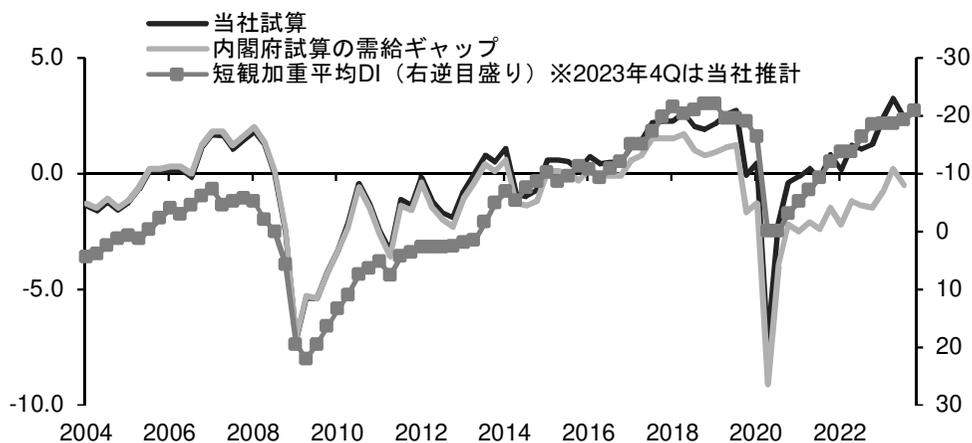
因みに人手不足の原因として、働き方改革の影響も考えられる。日本ではこれまで、景気拡大局面では、正社員が残業時間を増やすことによって業務拡大に対応してきた。しかし、働き方改革によって、以前のような長時間労働はもはや許されなくなっている。政府・日銀は、従来のパターンからすれば、景気拡大局面で、労働時間が増え、稼働率も上がるはずと考えているのだろうが、こうした構造変化によって、追加的な労働供給は以前ほどは増えなくなっているのである。

円安インフレが長引く理由

2023年12月に筆者が上梓した『グローバルインフレーションの深層』（慶應義塾大学出版会）で詳しく論じた通り、そもそも、一時的な効果に留まるはずの円安インフレの影響が長引いているのは、需給ギャップのタイト化によって、円安インフレがホームメイドインフレ化しているからではないのか。その場合、ショックの起点が輸入物価であっても、明らかに金融引締めで対応する必要があるはずである。冒頭で述べた個人消費の足踏みに関しても、需要があっても、供給制約でサービスが供給されていない。或いは、超円安によるインバウンド需要によって、個人消費がクラウドアウトされている（日本人には、高く買えない）、ということもあるだろう。岸田政権が拡張財政を繰り返していることも、需給ギャップのタイト化をさらに助長する。

今や異次元緩和の継続が経済厚生を大きく損なっている可能性がある。2%インフレ目標達成の千載一遇のチャンスをもものにするために、多少の犠牲を払ってでも、異次元緩和を続けるということだったのであるが、日銀の損失関数と日本経済の損失関数の間に乖離が生じていると言わざるを得ない。植田和男総裁は、「物価の安定を図ることを通じて

(図8) 需給ギャップ (季節調整値、%)



(出所) 日本銀行、内閣府、経済産業省、総務省等資料より、BNPパリバ証券作成

国民経済の健全な発展に資すること」とされている日銀法の理念に沿って、2%インフレ目標をもっと柔軟に解釈すべきだろう。1