

門間 一夫の
経済深読み



個人消費の弱さと二つの感想

みずほリサーチ&テクノロジーズ
エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2023年11月28日

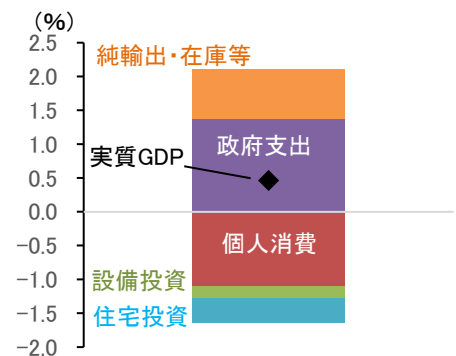
コロナ禍前が遠い個人消費

個人消費が弱い。7～9月GDPの1次速報値によると、個人消費は2四半期連続でマイナス成長となった¹。4～6月、7～9月と言えば「本格的なコロナ禍明け」の半年間だったのに、個人消費はコロナ禍の時よりも減ってしまったのである。あとで確認するが、犯人はほぼ間違いなく物価の上昇である。

少し長い期間をとってコロナ禍前と比較しても、個人消費の回復は非常に弱く、2019年平均をなお2%程度下回っている（実質GDPへの寄与でみれば-1.1%）。「個人消費が下に引っ張る力を政府支出で相殺し、全体ではコロナ禍前の水準を何とかクリアしている」というのが日本経済の現状である（図表1）。

ただ、個人消費がここまで弱いのも、所得という最も基本的な要因だけで十分説明がつく。今年は春季労使交渉で30年ぶりの高い賃上げ率が実現したこともあり、名目ベースで見れば雇用者報酬は順調に増加している。しかし実質ベースの雇用者報酬は、賃金上昇を上回る42年ぶりの物価上昇により逆に大きく減少している（図表2）。実質雇用者報酬が2019年対比で4%近くも減っているのだから、個人消費は2019年対比2%の減少でよく済んでいると言った方が良い。所得対比で見れば消費は強いぐらいなのであり、実質所得があまりに弱いのである。

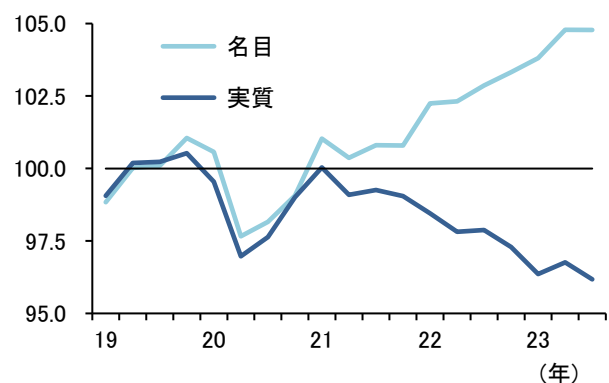
（図表1）コロナ禍前との比較



(注) 2019年平均→2023/Q3の累積寄与度
(資料) 内閣府

（図表2）雇用者報酬

(2019年=100)



(資料) 内閣府

¹ 本稿においてGDP統計をもとにした記述はすべて1次速報時点のものである。

(図表3) 家計の現預金



(図表4) 家計の現預金(実質)

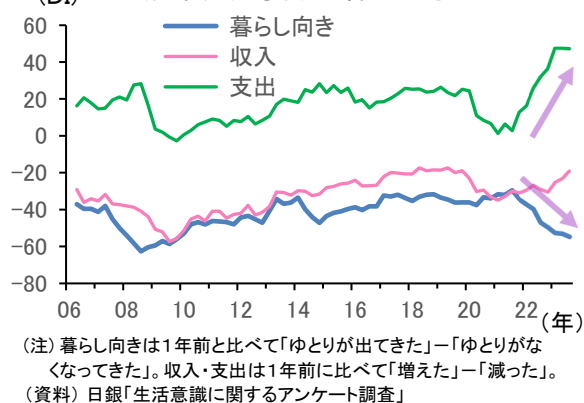


「コロナ禍で積み上がった超過貯蓄がリベンジ消費を支えている」というのもおそらく違うだろう。コロナ禍において旅行・外食・娯楽などの支出が控えられた結果、家計の現預金がトレンド対比で50兆円ほど余分に貯まっているのは確かであり、それを超過貯蓄の存在とみなして良いようにも思える(図表3)。しかし、ここでも物価の影響を勘案しなければならない。物価上昇はフローの所得を目減りさせるだけでなく、蓄えてきた金融ストックの価値を根こそぎ棄損する。現預金を物価変動分だけ調整した「実質」ベースで見ると、いったん増えた超過貯蓄はもうなくなっている(図表4)。「コロナ貯蓄」は使う間もなく物価上昇にさらわれてしまったのである。

このように所得、金融資産いずれの状況から見ても、今の家計はこれでも「無理して」消費している。既に無理している状態なのだから、今後個人消費が上向きには、賃金上昇率のさらなる上昇あるいは物価上昇率の明確な低下(願わくは両方)が不可欠である。

物価が個人消費の足を引っ張る姿は、日銀の「生活意識に関するアンケート調査」にもはっきり現れている。家計が実感する「暮らし向き」はここ2年ほど悪化を続けており、その累積的な悪化幅はリーマンショックが起きた2008年前後にも匹敵する(図表5)。現局面は2008年とは異なり収入は増えているのだが、逆にお金がどんどん出ていってしまう状況にある。お金が出ていく理由が「生活関連の物やサービスの値段が上がったから」であることは、同じ調査の別の設問からわかっている。

(DI) (図表5) 家計の暮らし向き



2%物価目標の「夢」から醒める

以上見てきた個人消費の弱さに対し、筆者が感じることを二つ挙げる。第一に、2%物価目標に込められた夢はいよいよ打ち砕かれるであろう。

2%物価目標は、「それが達成されれば日本経済は良くなる」という夢を込めて2013年に導入された。

その時に抱かれていたイメージは、「物価が毎年2%上がればデフレ下で失われた経済の活力が復活する」というものだったと思う。しかし、今われわれが目にしてしているのは、物価上昇が家計を痛めつける悲しい現実である。

そうってしまったのは、今の物価上昇が基本的にコストプッシュ型のものであり、金融緩和の効果で経済が強くなったことによるものではないからである。「金融緩和で物価は上がる」「物価上昇で経済は良くなる」という二つの連鎖がともに違っていたのだから、10年前の夢は二重に否定されたと言ってよい。

最近の物価上昇の背後に働く力を、日銀は二つに分類して説明している。コストプッシュによる「第1の力」、そして賃金・物価の相互作用による「第2の力」である。そのうえで日銀は、今まだ強い「第1の力」はやがて弱まっていき、入れ替るように「第2の力」が強まり2%物価目標が持続的に達成される、とのシナリオを描く。

しかし、そのシナリオの実現はなお不確実である。より重要な留意点は、「第2の力」で2%物価目標が達成されたからと言って人々の暮らし向きが良くなるとも限らないことである。もちろん、「物価の上昇に賃金が追いつかない」という現状に比べれば、「賃金も物価も同じように上がる」方が良いに決まっている。そうすれば暮らし向きの悪化は止まるだろう。しかし、暮らし向きが改善するには、「物価よりも賃金上がる」というところまで行く必要がある。つまり「実質賃金」の上昇である。ところが、実質賃金が上昇するかどうかは、2%物価目標が達成されるかどうかとは別の話である。例えば、賃金も物価も毎年2%ずつ上昇する場合、2%物価目標は「第2の力」によって立派に達成されていることになるが、実質賃金の上昇率はずっとゼロのままである。

このままでは、2%物価目標は達成されてみたらうれしくも何ともないものだった、という現実には人は気づくだろう。「賃金と物価の好循環」という政府や日銀が好む表現は、2%物価目標を美化するレトリックにすぎない。「好循環」というのは言い過ぎで本当は「ただの循環」である。

2%物価目標が達成されたらされたで、達成される前よりも厳しい現実が待っている可能性もある。地政学リスクの高まりやエネルギー転換など供給サイドの要因により、世界は以前よりもインフレになりやすくなったとの見方が比較的広くある。それが正しいとすると、いったん収まったコストプッシュ型のインフレが、次は42年もの間隔を置かずに再び日本を襲うかもしれない。「第2の力」だけで2%インフレになっているところへ、もう一度「第1の力」が加われば、今度はあっという間に5~6%のインフレになってしまう。日銀は物価上昇率を下げる方向で、つまり金融の引き締めによって、2%物価目標を守らなければならなくなるかもしれない。

1990年代から世界的に広まった物価目標政策は、本来そういう「厳しい事態」を想定してのものであった。高すぎる物価上昇を抑えるには、金融引き締めという不人気な政策を採らなければならない。だから中央銀行の独立性と政策目標の透明性を高め、政治的な圧力があっても2%程度の「低い」物価上昇率を実現する、という話だったのである。

このようにもともと物価目標政策は、「物価を上げて明るい未来を」という淡い夢を語るためのものではなく、中長期的な「物価の安定」という国民のウェルビーイングを、たとえ不人気な政策を使って

でも確保しやすくするためのものであった。「デフレ脱却のため」という変則的な使用法から始まった日本の2%物価目標を、「苦い薬を飲むため」という本来の形で使わなければならなくなった時、日銀はその独立性を初めて試されることになる。

低金利政策も個人消費を弱める一因？

二つ目の感想は、「低金利政策が個人消費をかえって弱めている可能性はないか」である。考えられるチャネルはいくつかある。第一に、円安によりコストプッシュ型の物価上昇が強まる。円安になれば企業収益の改善を通じて賃金も上昇しやすくなるかもしれないが、常識的には物価上昇が先行し、賃金が追いつく保証はない。

第二に、家計は金融資産のネット保有主体なので、低金利政策は家計にもともと厳しい政策である。しかも前述のとおり、最近物価上昇で金融資産の価値が目減りし続けており、現預金の保有者はインフレと低金利で二重に打撃を受ける。言い換えれば「マイナスの実質金利」が家計を苦しめている。日銀が物価目標達成と判断すればいずれ金利は上がるだろうが、それまでに相当のタイムラグがある。

もちろん、以上は低金利の「直接的」な家計への影響であり、間接的な影響も含めたトータル効果がプラスなら全く問題ない。そもそも金融緩和は、ネット借り入れ主体である企業の積極行動を促し、設備投資や雇用増・賃上げなどを通じて最終的に家計にもプラスになることを想定した政策である。しかし、少なくとも過去20~30年の日本において、その最終地点までの波及ルートがしっかり働いていたのかどうかは疑わしい。働いていたとしても家計が実感できるほどのものではなかった。

さらに日本のように政府債務が膨大な国の場合、「低金利の最大の受益者は政府」という現実を無視することはできない。だとすれば、金融緩和の効果を経済全体に行き渡らせたいなら、最大の受益者である政府が低金利を活用して国債発行を増やし、それを原資に総需要を高める施策を打つというチャネルが最も有望である。

この点、日本の政府は20~30年にわたり借金を重ねてきており、そのチャネルは実際に活用されてきたとも言える。ただ、それでも低成長経済は続き、とくにこの10年程度は個人消費が驚くほど弱かった。近年の財政政策に対しては「低金利に甘えて財政規律が弱まった」という批判が大勢だが、「せっかくの低金利を政府は十分活用してきたのか」という方向の議論もあって良い。

そもそも、「金融政策や財政政策には限界があり、構造改革で生産性を高めて実質賃金が上がるようにすべき」というのが正しい答えである。しかし、そこまでは誰でも言える答えであり、その先の効果的な構造改革の立案・実行は困難という現実がある以上、金融政策や財政政策の側にも再考すべき余地がないかどうかは、なお問うてみる価値がある論点である。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。