

2024. 3. 8



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

## 早期のデフレ脱却宣言は困難

～日銀のスタンスとの整合性維持が課題に～

### ポイント

- 政府のデフレ脱却宣言に近いとの一部報道を、政府・与党高官は揃って否定した
- どのみち日銀は、4月までにマイナス金利の解除に踏み切る可能性が有力で、物価目標の達成を認める日銀のスタンスとの整合性維持が問題となる
- 政府自身が設定したデフレ脱却の条件や政治的リスクを考えると、当面は脱却宣言を見送る可能性が高い。踏み切るためには諸条件の幅広い改善、特に実質賃金のプラス転換が不可欠となろう

### 1. 政府・与党高官は早期宣言を否定

先週末に流れた、政府のデフレ脱却宣言に近いとの一部報道に関し、林芳正官房長官は4日、「そうした状態には至っていない」と否定した。新藤義孝経済財政相も5日の閣議後会見で、「今、何か表明することは考えていない」と述べたほか、鈴木俊一財務相も同日「そのような事実はない」と述べた。関係者が揃って否定したことで、近いうちに政府からなんらかの発表がある可能性は遠のいた形になっている。

どのみち日銀は、4月までにマイナス金利の解除に踏み切る可能性が有力である。これは2%の物価目標の達成を日銀が認めることを意味する。その一方で、政府がデフレすら脱却していないとのスタンスを取り続けることは可能なのだろうかという素朴な疑問を持つ向きは多い。正確な言い方は、もはやデフレ的状况ではなく、デフレ脱却に向け着実に前進しているが、まだデフレは脱却していないというわかりにくいものなのだが、マイナス金利解除の折には、改めて二者択一で問われることになるだろう。まだということであれば、日銀との見解の不一致を問われることになる。極端な話、マイナス金利解除を決定する日銀政策決定会合において、政府からの出席者は「議決延期請求権」を行使するのが筋だと言う見方もできなくはない。

こうした事情があるがゆえ、日銀と相前後して、政府も結論ありきでデフレ脱却を宣言するのではないかという観測は根強く残るとみられる。しかし、政府自身が設定しているデフレ脱却の条件と、宣言後の政治的リスク等を考えると、確かにハードルは高い。政府・与党高官が示唆する通りで、早期の脱却宣言は難しく、マイナス金利解除後もしばらくは見送らざるをえないとみている。

### 2. まちまちな4条件の動向

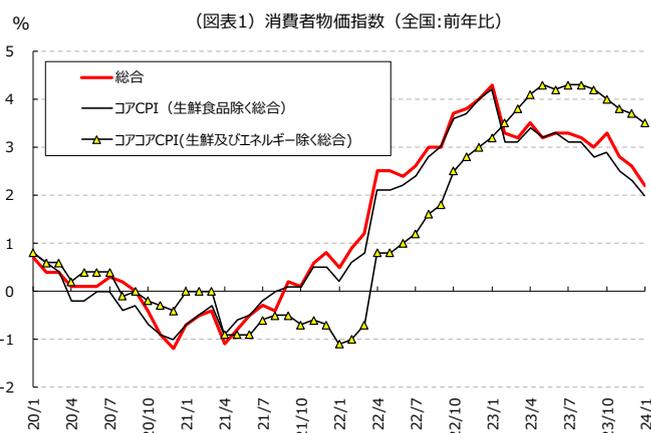
デフレ脱却の定義について、林官房長官は4日、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と述べている。これはすでに2006年の時点で示されていた政府の公式見解である。同

年、政府はその判断材料として、①消費者物価指数が前年比で2%超、②GDPデフレーターの前年比がプラス、③単位労働コストの前年比がプラス、④需給ギャップがプラスという4条件を掲げた。このうち①と②はすでにクリアしていると言っても問題ない。1月のコアCPI（生鮮食品除く総合指数）は前年比で2%ちょうどまで伸びが鈍化しているが（図表1）、2月は政府による「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の開始から1年が経過、比較対象となる前年同月のエネルギー価格が下がるため、再び同+2.8%前後まで加速するとみられる。その後は再び徐々に伸び幅を縮小させるとみられるが、当面は2%台を維持する見通しである。10-12月のGDPデフレーターは前年同期比で+3.8%と、CPIの伸びを大きく上回っている（図表2）。GDPは輸入が控除項目となるため、原油価格が低下に向かい、輸入デフレーターも低下に向かう局面では、GDPデフレーターは逆に上昇しやすくなるという特徴がある。この点を割り引いて考える必要があるものの、輸入品への需要を含む内需デフレーターも10-12月期は同+2.0%で、条件である0%を大きく上回っている。

ただ、あとの2指標は微妙である。潜在GDPと現実のGDPの差を示す需給ギャップは、2023年4-6月期を除けば足掛け4年にわたりマイナス圏での推移が続いている（図表3）。これが安定的にプラスに転じれば、コストプッシュ型の物価上昇がディマンドプル型の物価上昇へと近付いていることを示す証拠の一つとなるが、そうした兆しはまだ見えない。

単位労働コストは、生産性との比較で賃金水準を評価する指標で、単位当たり（一人当たり、時間当たり）の労働コスト（企業が負担する社会保険料等も含めるのが一般的）を、労働生産性で除して計算する。賃金や生産性が上昇に向かうなかで、単位労働コストがプラス幅を広げていく局面は、企業が労働コストの製品価格への転嫁に成功しつつある状況にあることを示唆しており、賃金と物価の好循環を確認する根拠となる。しかし、足元の単位労働コストは0%を挟んで一進一退の推移が続いている（図表4）。

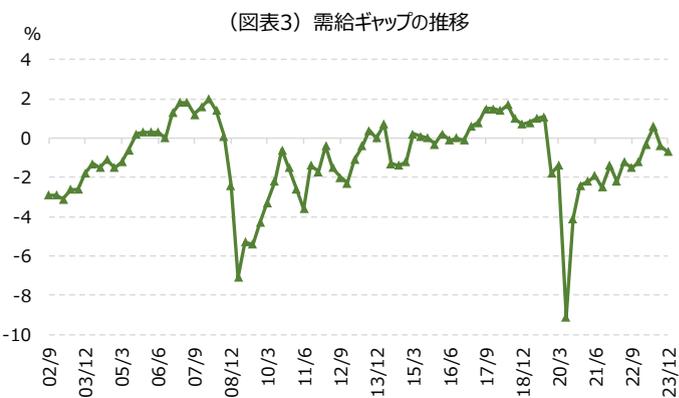
### 3. 条件を満たしたとの理屈付けは困難



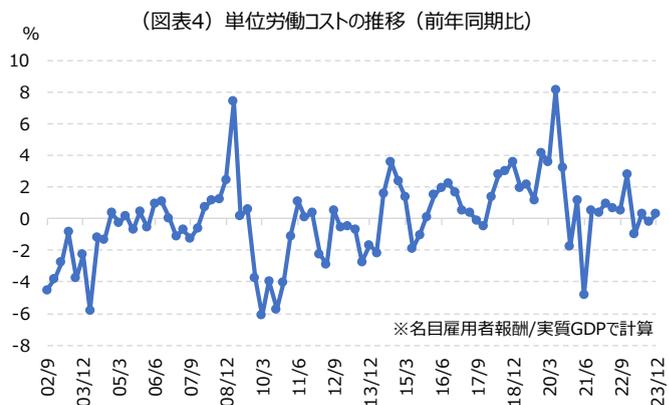
(出所) 総務省「消費者物価指数」



(出所) 内閣府「国民経済計算」



(出所) 内閣府



(出所) 内閣府「国民経済計算」より明治安田総研作成

あくまで4条件を重視するのであれば、デフレ脱却宣言は時期尚早ということになりそうだが、これをしゃくし定規に適用して政策判断の根拠にするのは問題が多いのも確かである。需給ギャップがプラスになったと言っても、それは潜在成長率の低下によるものかもしれない、単位労働コストのプラスは生産性の低下の裏返しである可能性もある。こうした定義や条件を巡る論争で自縄自縛に陥るリスクは政府も早くから認識していただろう。予防線を張る意図があったのかどうかは定かではないが、2023年2月に発表した「日本経済に関するレポート」(ミニ白書)では、「単に、GDPギャップやULC(単位労働コスト、筆者注)上昇率がプラスになったかどうかという基準により、デフレ脱却の判断を行うことには慎重であるべき」とし、実質賃金が上がっているか、企業の価格設定行動が積極化しているか、幅広い品目で物価上昇がみられるか、予想物価上昇率が安定的なプラスを維持するかなど、様々な角度から総合的に確認していくことが重要だとしている。以後、政府高官も「総合判断」を強調する場面が目立つようになってきた経緯がある。

問題は、新たに例示された条件もおしなべて冴えない推移が続いていることである。1月の毎月勤労統計調査における実質賃金は予想以上の改善を示したものの、依然としてマイナス圏での推移が続いている点に変わらない。企業の価格設定行動についても、大企業はまだしも、中小企業はまだ諸コストの製品価格への転嫁に苦勞しているという点に異論を挟む向きは少ないだろう。予想物価上昇率も中長期は2%に届かず、足元では逆に低下しつつあるとのデータもある。予想物価上昇率が2%台で安定しないことには、現実の物価上昇率が2%台で安定する可能性も高くないということになる。こうみると「総合判断」で押し通すのも困難に思える。

足元の数字は弱くても、先行きは改善が予想されるとのフォワードルッキング的な説明も不可能ではないが、予想の根拠の説明には苦勞しそうである。そもそも、需給ギャップや単位労働コストは予想自体が難しい。需給ギャップは潜在GDPと現実のGDPの両方を予想しなければならない。単位労働コストは、分母の生産性と分子の労働コストの両方の兼ね合いで決まる。また、いきなり条件を実績から予想に変更したら、これまでの説明とは違うとの批判を免れない。

#### 4. 早期脱却宣言は難しいが奥の手も

予想が外れた時の政治的リスクも考慮する必要がある。4条件の設定から実に18年越しの脱却宣言ということであれば、メディアの取り上げ方もそれなりに大きくなるのが想定されるが、直後に景気後退に陥ったとなったら最後、政府の経済政策運営への信頼度が大きく下がるのは必定である。国内経済に安定の兆しが見えても、不況はしばしば海外からやってくる。米国経済のソフトランディング失敗、中国の不動産不況の深刻化、地政学リスクの緊迫等で世界同時不況に突入というパターンは十分ありうる。外的ショックは想定外では済まされない。CPIとて、現状ではコストプッシュ的要素が強いのは周知の事実で、今年の後半から来年にかけて再び2%を割り込む可能性も十分ある。

それを言ったら永遠に脱却宣言できないと言うことになるのだが、だからこそ、もう一段強い確信が持てるまで様子を見たいというスタンスなのではないか。当初掲げた4条件は、たとえ一時的でもすべてが条件を満たすのが望ましいし、新たに追加した条件も含めた幅広い改善、とりわけ実質賃金のプラス転換あたりが不可欠な要素になると考えられる。早くても夏場以降になる可能性が高いが、それまで、日銀との見解のずれについては、なんらかのエクスキューズをすり合わせのうえ用意しておく必要があるだろう。「もはやデフレ的な状況でないという見解は一致している」とでも言うのだろうか。

どのみち、大多数の国民はデフレの定義や脱却条件に関心はない。物価高で苦しむなか、デフレ脱却と言われてもピンとこないという向きがほとんどだろう。だからといって政府としてはうやむやにするわけにもいかない。そうであれば、デフレ脱却宣言自体はなるべくさらりと済ませ、4条件を「日本経済完全復活のための〇条件」等に衣替えして、日銀との整合性の問題をクリアするとともに、先行きに対し過度に楽観的といった批

判をかわす案も考えられる。奥の手、奇手の類だが、当方が余計な心配をするまでもなく、政府は現在、なるべく先行きの政治リスクを最小限にしてこの問題を切り抜ける術を模索している段階と考えられる。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411