

日本経済

Point of View~エコノミストの見方~

利上げ織り込みが後退した今、改めて総裁インタビューを振り返る

主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 12月の金融政策決定会合での追加利上げ観測の後退

■ オーバーナイト・インデックス・スワップ(OIS)が示す日銀の次回利上げ織り込み率は、現状(5日時点)、24/12月および25/1月の会合までを含めると8割程度となっている。もっとも、12月会合単体の織り込み状況を見ると、11月の都区部CPIの発表後には7割弱まで高まっていた利上げ織り込みは、足元4割程度まで後退している。

この背景にあるのが、4日に報道された一部の通信社報道である。いわゆる憶測報道と呼ばれるものだが、これまで日銀内部からのリークとみられる報道が散見された経緯を踏まえると、確かに警戒すべきものではあるだろう。実際、市場も円高ドル安で反応した。ただし、筆者は、その報道の真偽についてはいささか懐疑的である。理由は以下の通り。

- ① 11月末の日経新聞の総裁インタビューは何だったのか
- ② 今回注目の経済指標の本丸を前に、あえてポジションをとる理由があるのか

①11月末の日経新聞の総裁インタビューは何だったのか

■ 内容の考察については後述するが、12月の利上げ見送りを正当化するシナリオとしては、総裁インタビューが日銀側の意図に反した形で情報発信がなされたことが想定され、4日の報道はそれを火消した、というところだろう。もっとも、この説にはやや無理がある印象である。そもそも、インタビュー自体は11/28日に行われており、特報発行までの間に植田総裁をはじめ日銀執行部側でゲラの確認など綿密な調整が行われていたと考えるのが自然であり、意図しない形で情報発信がなされたというのは考えにくい。

また、このタイミングでインタビューに応じたという事実に様々な憶測はあるだろうが、特報によって12月の利上げ織り込みが幾分高まることは、日銀にとって想定範囲内であっただろう。因みに、内容を見る限り、目新しいものはなく、11/28日付の拙コラムに記載した通り、日銀は12月決定会合での利上げ決め打ちは行わないとする“フリーハンド”を手放さなかった、と理解する方が自然ではないか。

②今回注目の経済指標の本丸を前に、あえてポジションをとる理由があるのか

■ 植田総裁は、この間の様々な経済指標をみていくことを強調しているが、11/28日付拙コラムに記載の通り、今回、日銀が目している経済指標は米国指標であると考えられ、中でも6日の雇用統計は外せないだろう。7月の追加利上げ直後、日経平均株価が急落する“令和のブラックマンデー”が発生し、市場の一部では“植田ショック”という不名誉な称号まで与えられてしまった。ただし、筆者は——日銀もそう考えているだろうが——、令和のブラックマンデーの直接的な原因は不冴えな内容だった米国の雇用統計を受けたものであったとみている。

このため、6日に公表される11月の雇用統計の結果をみるまでは——その後のFRBや市場の動きも含め——ここで敢えて日銀が“フリーハンド”を手放し、12月利上げ観測を冷ますようなポジションをとることは、通常考えにくい。

2. 日経新聞インタビューを改めて振り返る

- 今回のインタビューは、11/30日の午前2時に出されたものだが、内容自体に目新しさはなく、従来、説明している通りのものだったと感じている。一方で、サービス物価の動向について、「企業間取引では賃金が価格に反映されている動きが出てきている。一方、消費者物価のサービス価格や、企業間取引でも大企業の系列に入っていない会社などではまだ弱い」とのコメントがみられ、これはこのところの SPPI と CPI の動きを踏まえたものだろう。これに加えて、「実質賃金はインフレ率と賃金上昇率の対比だ。財のインフレ率はまだある程度一時的な(上昇の)影響がある。これがもう少し下がれば今後の実質賃金は少し強くなり、消費をサポートしていくと考えている」とのコメントもみられており、11/22日付拙コラムで記載した通り、個人消費の回復モメンタムに不安を持っている印象が窺われ、為替円安をモチベーションとした追加利上げを正当化するものとみる。
- なお、「(量的緩和などの)非伝統的な金融緩和手段はあるが、普通の利下げの完全な代替にはならない。インフレ率が下がってしまうような不況時は普通の利下げができた方が良い」というコメントは、筆者にとってはややタカ派なコメントに感じた。従来行ってきた非伝統的な金融緩和策について、これまでも植田総裁は一定の有用性を認めてきており、今回のコメントはそれ自体を否定するものではないが、改めて伝統的な金融政策への回帰を強調するものであった点は印象的である。こうした点を踏まえると、今後の利上げパスも、現時点で中立金利の下限と推定される1%までは、ある程度の強い信念をもって利上げをしていくスタンスが窺われた。

3. 次のポイントは米国の雇用統計だが、それを受けたFRBのスタンス変化にも要注意

- しかしながら、市場において12月の利上げ織り込みが実際に後退してきている以上、日銀は市場とのコミュニケーションを重視するのであれば、今後、何かしらのアクションが必要となろう。このため、引き続き日銀からの情報発信には注意していく必要がある。

—— ちなみに、ハト派として知られる中村審議委員の広島県金融経済懇談会(12/6日)における講演内容は予想通りハト派的であった。利益面を中心に、やや弱めの結果だった24/7-9月期の法人季報を踏まえてか、拙速な利上げについて慎重なスタンスを維持した形である。

- また、為替との関係でいえば、現状、12月のFOMCにおける利下げ織り込みは7割(FedWatch)に達しており、従来からFRBが示してきた利下げパスとオントラックにきている。もっとも、既に市場は“ハト派なFRB”を織り込んできたわけであり、日銀が警戒するリスクは、短期的にはFRBが“タカ派”に転じる場合のみである。このため、12月FOMC後の会見でパウエル議長がどのようなスタンスを示すかによっても、日銀の出方は変わっていく恐れがある。こうした点を踏まえても、12月の中銀ウィークでは、多少の波乱は免れないだろう。

以上

1 「やや矛盾した表現ではあるが、日銀は消費マインドの悪化の背景にある為替円安への対応として“緩和度合いの調整”の範囲内で利上げを行い、実質所得の明確なプラス圏内への定着を目指し、個人消費の回復トレンドを維持するものとみられる」(11/22日「2024年7-9月期GDP~1次速報のポイント解説~」)。

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。