

## 金融市場

### Point of View～エコノミストの見方～

12月日銀会合レビュー～Fedのタカ派転換でシナリオ再構築が求められる～

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

#### 1. 利上げ”見送り”ではなく最初から利上げする気はなかった

■ 19日に幕を閉じた日米金融政策当局による決定会合は、Fedのタカ派的利下げに対して、日銀は政策金利の据え置きとハト派的な総裁記者会見で幕を閉じた。筆者は、タカ派的なFedの利下げにより円安圧力が強まった中で、経済・物価見通しがオントラックであることを理由に日銀は追加利上げを行うと予想していたが、結果的には予想と異なる結果となった。

会合後の植田総裁の記者会見をみる限り、今回利上げを行わなかった理由は①来年度春闘の帰趨を確認したいということと②米トランプ新政権の出方をみたい、との2つだった。ここで重要なことは、2つの要素はいずれもタイミングの問題であるため、12月決定会合で利上げがないことは少なくとも植田総裁の頭の中では少し前から分かっていたはずである。では、なぜそういった情報発信をしなかったのか。端的に言えば為替対策であったということであろう。植田総裁は、7月会合以降の情報発信の中で、「実質政策金利がマイナス圏にある限り、利上げをしても緩和的な環境が続く」とか、「経済・物価の見通しがオントラックであれば利上げをしていく」という見方を示していたため、筆者は12月の決定会合では、(決め打ちは無いにしても)直前まで利上げの有無を模索する”ライブ”になると考えていたが、実際はそうではなかった。

#### 2. 実体経済からみれば妥当な判断も、のりしろ論との平仄をどう考えるか

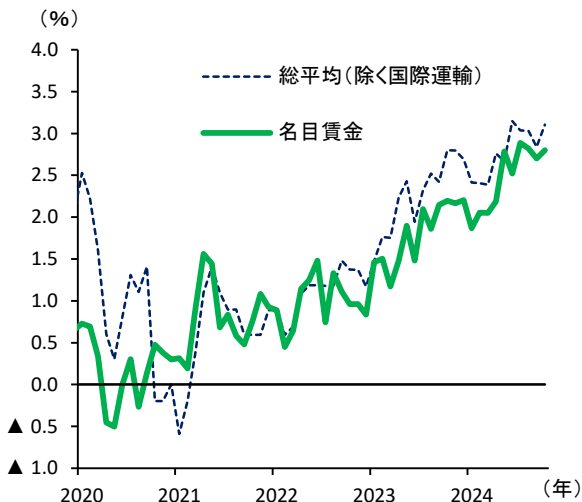
■ そもそも現在の個人消費の停滞感や、賃金上昇分のサービス価格への転嫁状況などを踏まえれば、テンプよく利上げしていくことは難しいというのは、実体経済の側から金融政策を見通すエコノミストの大方の見方だったように思う。その意味で今回の決定に違和感はないが、一方で別の課題も出てくる。

一つは、金融政策ののりしろ論との平仄である。今回の多角的レビューでは、「可能な限りゼロ金利制約に直面しないような政策運営が望ましい」として、非伝統的な金融政策から伝統的な金融政策への回帰が重要であることを先行きへの含意としている。そうであるならば、時機に応じて利上げを行い、可能な限り速やかに中立金利へ近づけるような努力が求められるが、会合後の総裁記者会見では「基調的物価上昇率みたいなものがなかなか加速はしていないということの一つの解釈が、自然利子率がだいたい低いところにあるんじゃないか～中略～推計の範囲の中の下の方にあるんじゃないかというのが一つの解釈だと思います。ただ、より私どもが可能性がありそうだなと考えているのが、物価・賃金が上がりにくいことを前提にした賃金・価格設定行動～中略～基調的なインフレ期待のようなものですが、これがなかなか変わらなかったのが少しずつ変わっている」(日銀 HP より一部引用)と言及しており、“オントラック”どころか、かなり弱気な見方をしているようにも映る。これは、日銀が推計する最低1%程度という中立金利の水準について、ボードメンバーの一部で疑義が生じている可能性があり得る。

もう一つは、為替円安の高進が家計の購買力を低下させているという指摘である。これは、過去の拙コラムでも取り上げてきたが、図表1の通り、企業間取引のサービス物価指標である企業向けサービス価格指数(SPPI)は前年比+3%まで上昇している一方、消費者物価指数の一般サービス価格は24/11月も前年比+1.7%と2%を割り込んでおり、図表2をみても足もとの物価上昇率伸び率の大半は財が寄与している。ここには、好調な企業収益と実質賃金が低迷しマインドが落ち込む家計とのコントラストが表れており、こうした状況下で為替円安による個人消費への影響をどう捉えているのかという点は、今後の展望レポート等での

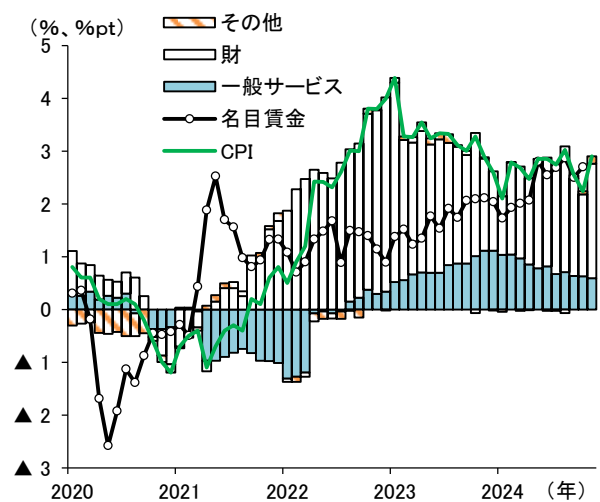
情報発信に注目しておきたい。

図表1 企業向けサービス価格指数と名目賃金



(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」  
 (注) 名目賃金は共通事業所ベースの所定内給与。直近は24/10月

図表2 消費者物価指数と名目賃金



(資料) 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」  
 (注) CPIは総合。名目賃金は、共通事業所ベースのきまって支給する給与の前年比で直近は24/10月

### 3. Fed のタカ派シフトは今後の見通しの大転換を意味する

■ 米国は、インフレとの戦いに目途がつき、雇用情勢とにらみ合いながら段階的に利下げを行うというのがこれまでのメインシナリオだったが、今回の 12 月 FOMC でシナリオが大きく変更された。すなわち、経済見通し (SEP) において、ロンガーラン金利が上振れたこと (2.9→3.0%) をはじめとして、25 年のインフレ率 (PCE) が上方改定 (2.1→2.5%) される中で、同年の FF レート見通しは大幅に上振れた (3.4→3.9%)。これは、従来の想定よりもインフレ率が高止まる見通しの下で、25 年中の利下げ回数が年4回から年2回へと鈍化するシナリオへの転換であり、インフレとの闘いが長期化する予告でもあった。また、記者会見でパウエル議長は、一部の委員がトランプ氏の政策の影響を織り込んでいると回答しており、これは、今後、トランプ氏の政策運営方針が明らかになるに連れて、物価の上振れリスクが高まることを示唆していると言えよう。それまで世界経済のメインシナリオだった米国等の主要国の利下げにより、世界貿易量の改善を通じて製造業が回復するという楽観シナリオは見直しが求められている。また、米国の金利低下を前提にこれまで楽観視されてきた米国の商業用不動産問題の再燃リスクや、中国をはじめとする新興国の利下げ余地の縮小などにも配意が求められる。

■ こうした中、日銀にとっては、またもや想定を上回るような力強さが続く米国経済と Fed の利下げペースの鈍化により、緩慢なペースで慎重に利上げを行う時間的余裕を得たとも解釈できる。すなわち、7月の米雇用統計ショックを振り返ってみても、日銀にとって最悪のシナリオとしては、米国経済が大崩れし、Fedの利下げ加速と急速な円高進行が発生するケースであり、こうなると0.5%の壁で利上げが頓挫した過去と同様、日銀は中立金利に到達する前に利上げを断念せざるを得なくなる。この点、現状の強すぎる米国経済は、日銀が慎重に利上げをしていく上では (最善とは言わないまでも) 次善のシナリオと言えるのではないかと。

懸念すべきは、当然ながら過度な為替円安の進行であるが、12月決定会合後の総裁記者会見をみる限りその危機感はあまり感じられなかった。これは、7月当時と比べると、投機筋の動きを表すとされるシカゴ IMM 通貨先物ポジションにおけるネット円ポジション (12/17 日時点) は僅かながらロング超を維持しており、今夏にみられたような強烈な円売り圧力が緩和しているからであろう。実際、金利差収益を狙うキャリートレードにおいて、この間のスイス中銀の金融緩和スタンスにより、調達通貨として金利先高観のある円からス

イスフランに切り替わっているとの指摘もあり、7月とは外部環境も異なっている。

#### 4. 次回利上げ時期の本音は3月会合か

■ 植田総裁は12月会合後の記者会見において、「もうワンノッチの情報が欲しい」とか、「春闘結果の全容を見なくてもその手前で判断できる」として、25/1月会合での利上げに含みを持たせた格好だが、強い織り込みを行わなかった点は判断に迷いを感じさせられる。今次の政策判断は春闘が絡むため、日銀としてはここで下手に為替市場等を動かして企業の収益計画を乱したくないとの配慮が垣間見え、春闘の着地がある程度見通せる25/3月まで状況を見守りたいというのが本音であろう。

一方、①現時点において経済・物価情勢がオントラックであることや、②12月会合後の為替円安の進行などもあり、引き続き25/1月会合での利上げが有力とみられる。実際、今年の1月会合では、(能登半島地震の影響もあったため、この時は慎重に判断したとみられるも)以下の通り、植田総裁からは既に賃上げ動向に関して前向きなコメントは聞かれていた。25/1月会合でも、年末年始のタイミングで大企業の賃上げの方向性が明らかとなることや、支店長会議で地方企業および中小企業のおおよその方向性が把握できた、というロジックが有り得ることは頭に入れておきたい。

#### ▽ 2024年1月金融政策決定会合の主な意見(シャドーは筆者によるもの)

物価から賃金への波及の面では、春季労使交渉に向けて労働組合側からは昨年を上回る賃上げを要求する方針が示されています。また、大企業を中心に、経営者から賃上げに前向きな発言もみられています。更に、賃金から販売価格への波及も、サービスを含む価格が緩やかな上昇傾向にあるということや、先日の支店長会議での報告などを踏まえると、賃金から販売価格への波及も少しずつ広がっていると考えました。

以上

#### 【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。