

日銀が金融緩和姿勢を堅持する背景

Topics

- ▶ 日銀が政策運営において重視している「物価安定の目標に向けたモメンタム」の改善が2023年に入って確認できたとしても、残念ながら物価安定目標の2%の維持は難しいとみられます。
- ▶ ただし、2%水準の維持は難しいとしても、物価のモメンタムである需給ギャップ、予想インフレ、賃金上昇が改善すれば、日本の根強いデフレマインドの転換につながる可能性があります。
- ▶ 20数年来のデフレマインドに変化の兆しがうっすらと見え始めた今、黒田日銀総裁が緩和姿勢を堅持する背景には、今回こそは緩和の手を緩めずにマインドの転換にしっかりとつなげたい強い意向があるのかもしれない。

エコノミスト 飯塚 祐子

円安進行で注目が集まる日銀金融政策

消費者物価（生鮮食品を除く総合、コアCPI）は、2022年4月に、3月の前年比+0.8%から同+2.1%へ大きくジャンプし、5月も同+2.1%となりました。コアCPIが日銀の「物価安定目標」である2%を超えるのは消費税率引き上げ時を除くと2008年以来のことです。消費者物価が2%へ上昇した直接的な背景は、原油を中心とした輸入物価の上昇、昨年4月の携帯電話通信料引き下げの影響が前年比ベースで剥落したことです。最近の物価上昇は品目の広がりを行っています。ガソリンや電気、ガス等の物価押し上げ寄与は大きいですが、原材料価格上昇を背景とした値上げにより「食料」や、様々な財・サービスを含む「その他」の押し上げ寄与がじわじわと拡大しています（図表1）。

そうした状況下、ドル円レートは6月に入り、約24年ぶりに1ドル=135円を超えて円安が進行しました。背景の一つに、金融引き締めを進める米国と緩和を維持する日本との金融政策の方向性の違いが挙げられます。円安は輸出企業の収益を改善させるメリットがありますが、反面、輸入原材料価格の上昇によるコスト負担を高めます。現状程度の円安水準が継続した場合、商品市況要因による輸入物価の前年比押し上げ寄与が一巡したとしても、円安が輸入物価を高止まりさせる要因となる可能性があります（図表2）。

円安が企業のコストや家計の負担増を助長させかねないといった観点から、日銀も金融政策を変更するのではないかとその思惑が依然くすぶっています。

日銀が重視する物価のモメンタム

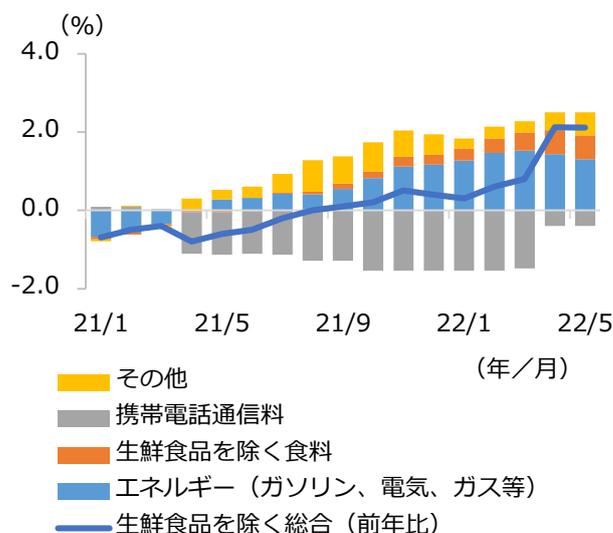
それに対して日銀は、「わが国経済は、依然として感染症からの回復途上にあるうえ、資源輸入国であるわが国では、資源価格の上昇は海外への所得流出につながるため、経済に下押しに作用する。こうした経済・物価情勢を踏まえると、現在の強力な金融緩和を続けることで、わが国経済をしっかりと下支えする必要がある」としています。日銀は、従来から一貫して「物価安定の目標に向けたモメンタム」を重視してきました。日銀の言うモメンタムとは、具体的には①需給ギャップ、②予想インフレ、③賃金上昇を指すとみられます。ここ最近の金融政策決定会合で金融緩和を維持する理由として、これらの項目が弱いことを指摘しています。負の需給ギャップが存在していること、予想インフレ率や賃金上昇率が十分に上がらないリスクなどへの言及がみられます。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

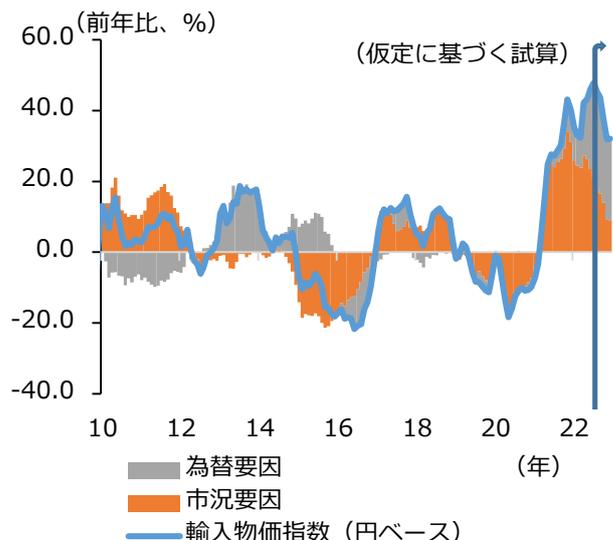
図表1 消費者物価の寄与度分解



期間：2021年1月～2022年5月（月次）

出所：総務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 為替の輸入物価への影響



期間：2010年1月～2022年12月（月次）

注：市況要因は輸入物価指数の契約通貨ベースを使用。

6月以降は試算値。試算は、市況要因は契約通貨ベースの指数が2022年5月の水準で横ばい、為替要因は7月から140円/ドル横ばいで、それぞれ推移と仮定。

出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

日銀の物価モメンタムの展望

日銀はこれら3点について、足元では警戒している一方で、先行きには明るい展望を持っています。

需給ギャップについて、日銀は「2022年度後半頃には明確なプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される」としています(図表3)。なお、当社のGDP成長率見通しを前提とした内閣府ベースのGDPギャップも2024年度に向けて改善していく見通しです。予想インフレ率については、日銀は「企業の価格設定スタンスは積極化しており、先行き、財を中心に、コスト転嫁と価格引き上げの動きが広がっていく」との見方を示しています。また、賃金上昇率については、「こうした現実の物価上昇率の高まりは、適合的期待形成を通じて、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率のさらなる上昇につながり、ひいては、サービスも含めた価格上昇の広がり賃金上昇率の高まりをもたらす」としています。「適合的期待形成」とは、過去の物価上昇率の変動が予想インフレ率に影響するという考え方です。日本では春闘などの賃金交渉が前年度の物価上昇率に影響される傾向があり、この経路が強く働くと考えられます。

もっとも、こうした見通しには、コスト増を受けて企業業績が大幅に悪化する可能性や値上げに直面する家計の消費マインドが慎重化する可能性など、景気を冷やすリスクも多く存在している点には注意が必要です。

物価安定目標である2%の維持は難しい

日銀の見通し通りとなった場合、2023年に入ると、物価のモメンタムの改善が一定程度確認できることとなります。一方で、その時期には、景気の面では利上げを続ける米国の景気が減速する懸念があります。また、原油価格のさらなる上昇がなければガソリンなどのエネルギーの物価に対する押し上げ寄与が低下し、物価上昇率は2%を維持できないとみられます。残念ながら物価安定目標の2%の達成を踏まえた金融政策の正常化は難しいとみられます。

デフレマインドの転換に向けた正念場

物価が2%水準を維持するのは難しいとみられますが、日本の物価観(根強いデフレマインド)が変わるチャンスではないかと考えています。

日銀は、20年以上にわたってデフレ脱却を掲げて金融緩和を実施する中で、2度ほど緩和を解除しましたが、いずれも後戻りを余儀なくされました。

1回目は、2000年8月のゼロ金利解除です。日銀は、1999年2月に先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処するため、ゼロ金利政策を導入しました。翌年8月にデフレ懸念の払拭が展望できる情勢に至ったとしてゼロ金利政策を解除しましたが、その約半年後の2001年2月に再び緩和へ後戻りを余儀なくされました。

2回目は、2006年3月の量的緩和政策の解除、同年7月のゼロ金利解除です。消費者物価指数の前年比は先行きプラス基調が定着していくとして、緩和を解除しましたが、2008年10月にリーマンショックに対応し、金融緩和を実施しました(図表4)。

こうした日銀の金融政策の経緯を踏まえ、黒田日銀総裁は、総裁就任直後の2013年4月の講演で、「日銀はこれまでも、ゼロ金利政策、量的緩和政策、さらには包括緩和政策など、様々な金融緩和を行ってきたが、なかなか結果が出ず、日本は15年近くもデフレに苦しんできた」とし、「デフレ圧力を跳ね返し、日本経済が再び活力を取り戻すことを実現する」との決意を表明しています。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 需給ギャップ



期間：2000年1-3月期～2021年10-12月期(四半期) (年)
注：赤点線は日銀の4月の展望レポートにおけるイメージ。
出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 消費者物価と金融政策



期間：1999年1月～2022年5月(月次)
注：網掛け部分は緩和継続期。消費者物価は、①生鮮食品、②エネルギー、③消費税率引き上げ等の影響を除く。
出所：日銀、総務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

デフレマインド転換に関しては、賃金上昇が鍵を握ります。賃金には人手不足や政策も影響します。3年後の2025年には団塊の世代が後期高齢者に移行し、いよいよ人手不足の深刻化が見込まれています。また、岸田政権は人あるいは中小企業への分配政策を掲げています。

20数年來の根強いデフレマインドに変化の兆しがうつすらと見え始めた今、黒田総裁が緩和姿勢を堅持する背景には、今回こそは緩和の手を緩めずにマインド転換にしっかりとつなげたい強い意向があるのかもしれない。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。