

2023年5月25日

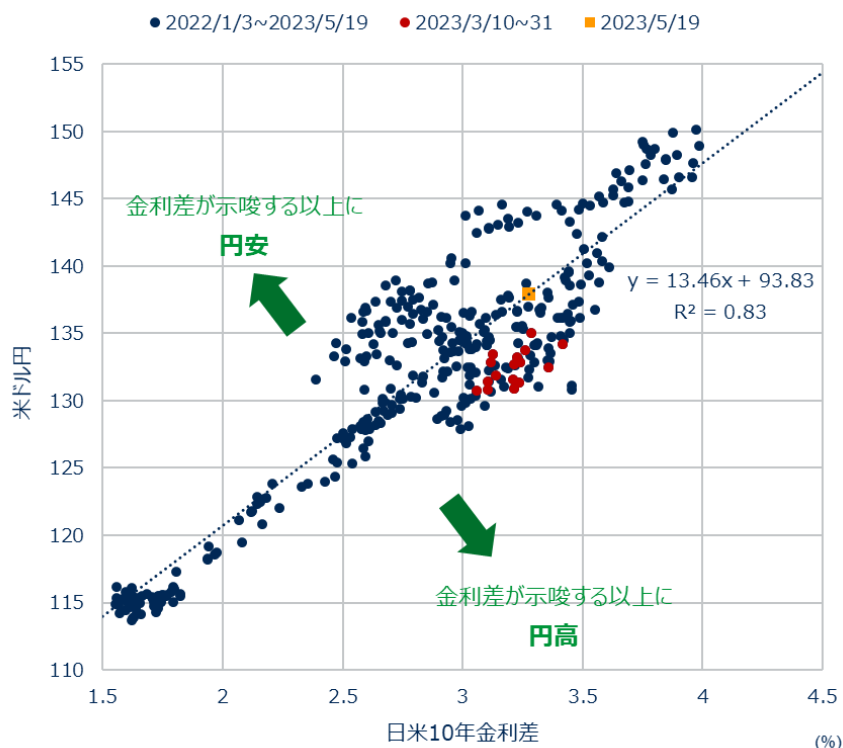


菅原 崇博、CFA
 ヘアリングス・ジャパン株式会社
 運用本部 先進国ソブリン債券チーム

4月末、日銀の植田総裁が就任して初めての金融政策決定会合が開催された。黒田前総裁による10年間の異次元金融緩和を経ての総裁交代ということで、就任前から政策転換への期待が高まっていた。日本の消費者物価指数（CPI）が日銀の物価目標の2%を上回って推移するほか、大企業の春闘賃上げ率が30年ぶりの高い水準になるなど、日銀が望む物価と賃金の好循環が実現したかのように見えた。しかし、政策修正への期待は次第に薄れ、4月の会合で政策変更はなかった。それどころか、日銀は「展望レポート」で、2025年度のコアCPI¹について、目標の2%を下回る1.6%とする新たな見通しを発表した。

日銀が金融政策の正常化になぜこれほどまでに慎重であるのか、理由は主に2つあると思われる。第一に、海外経済の下振れリスクである。主要国の金融引締めにより、2023年の世界経済は減速する可能性が高い。外需に大きく依存する日本経済も当然、この下降トレンドの影響を強く受け、減速していくと考えられる。また、金融市場のリスクオフは円高をもたらし、輸入物価を押し下げること、インフレ率の低下につながる。図1は2022年初めからの米ドル円と日米10年金利差の関係を示している。両者には高い正の相関があり、一般的に金利差が拡大すると米ドル円は上昇する。しかし、3月に欧米で金融システム不安が台頭した際（図中の赤い点）は回帰直線よりも下方に位置しており、金利差が示唆する以上の円高となった。2023年5月19日時点では金融システム不安が一旦鎮静化し、米ドル円はほぼ金利差通りの水準に戻っている。日銀は3月のようなリスクオフ下の円高の進行を警戒していると思われる。

（図1）米ドル円と日米10年金利差の関係



出所：公開データ等に基づきヘアリングス・ジャパンが作成

1. 消費者物価指数（除く生鮮食品）のこと。日銀は「展望レポート」内で、変動が大きくコントロールが難しい総合指数の見通しは公表していない。また、日銀はコアCPIを基に物価の基調的な動きを判断することが多い。

第二の理由は、実質賃金²が低下していることである。日本銀行が実施した3月の「生活意識に関するアンケート調査」では、消費者の6割以上が大幅な物価上昇を実感している一方で、9割近くの消費者が収入の増加を感じていないことが明らかになった。つまり物価上昇に対して賃金上昇が追いついておらず、こうした感覚では消費者の購買力は自ずと衰えてしまう。2023年5月10日時点の春闘での大企業賃上げ率から期待される2023年度の賃金上昇率は、2%程度³である。例年より高いことは確かであるが、足元の物価上昇を踏まえると、実質賃金がプラスに転換するにはまだ時間がかかりそうである。実質賃金が大幅なマイナスである環境が続けば、家計の需要は後退し、日本は結局、長年苦しんできたデフレ環境に逆戻りすることになりかねない。

(図2) 実質賃金総額 (前年比)



出所：厚生労働省

日銀が緩和的なスタンスの継続を強調する理由は、この2つの要因にあると思われる。植田総裁は会合後の記者会見で、金融引締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクより、拙速な引締めで2%の物価安定目標を実現できなくなるリスクの方が大きいと指摘した。これは金融緩和の継続が既定路線であることを示唆している。

しかし、日銀がイールドカーブ・コントロール（YCC）政策を見直す可能性はある。YCCは長期金利を押し下げるメリットがある一方、国債市場の歪みや市場機能の低下を招くというデメリットが以前から指摘されてきた。植田総裁は就任前に、メリットとデメリットを比べることで、政策手段を柔軟に見直す姿勢を示していた。金融緩和姿勢を続けながらも、YCCにメスを入れる可能性は十分あるだろう。ただ日銀がYCCの修正を示唆してしまうと、金利上昇を引き起こし、日銀が金利を押さえつけるために国債を購入する羽目になる。YCCの修正はその性質上、事前アナウンスは困難で、サプライズにならざるを得ない。それゆえ、緩和継続が適切との考えを日銀が示す中でも、YCCの修正はいつ実行されても不思議ではない。

YCCの修正ないしは撤廃が直ちに急速な円高や国内金利の急上昇をもたらすかは疑問である。効果の乏しい政策を長期間取り続けた代償は日本の競争力や成長期待の低下につながっている。日銀が引締めへ慎重なことを鑑みれば、YCC撤廃後の国内金利の上昇余地にも限界があるだろう。急速な円高、国内金利の一方向的な上昇などの過剰反応が生じた場合に大きな投資機会が生じるものと見ておきたい。

2. 労働者が実際に受け取った給与である名目賃金から、CPIに基づく物価変動の影響を差し引いて算出したもの。

3. 春闘の賃上げ率は、定期昇給分とベースアップ分が合算されている。過去10年の春闘賃上げ率と所定内給与上昇率の差の平均を計算すると、約1.7%となる。これが過去10年の定期昇給の平均値と考えられる。2023年5月10日現在の春闘での大企業賃上げ率は3.7%であるので、定期昇給分を引いた約2.0%が今年度の賃金上昇率として期待される。

ベアリングス・ジャパン株式会社

当資料は、ベアリングス・ジャパン株式会社（以下、「当社」）が金融市場動向に関する情報提供を目的に作成した資料で、法令に基づく開示書類あるいは勧誘に関する資料ではありません。当資料は、当社が信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成していますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料に掲載した運用状況に関するグラフ、数値その他の情報は過去の一時点のものであり、将来の運用成果等を予測あるいは保証するものではありません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りします。

金融商品取引業者： 関東財務局長（金商）第396号 加入協会： 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
2923081