

金融市場

Point of View～エコノミストの見方～

7月雇用統計ショックから“基調的な物価”に学ぶ～日銀会合レビュー～

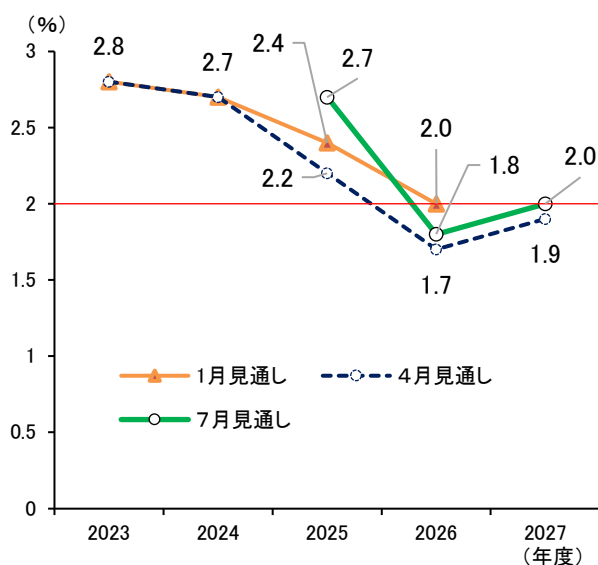
主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 日米中銀とも様子見姿勢を崩さず～政策金利は市場予想通り～

■ 7月末、日銀および Fed はともに金融政策決定会合を開き、結果は市場予想の通り、日銀は 0.5%、Fed は 4.25～4.5%に政策金利を据え置いた。Fedは SEP(経済見通し)の公表回ではなかったため、市場の注目は、32 年ぶりに2名の理事が反対に回ったことや、記者会見でのパウエル議長のコメントであったが、パウエル議長からは9月利下げに対する明確なシグナルがなかったとして、概してタカ派的と捉えられた。

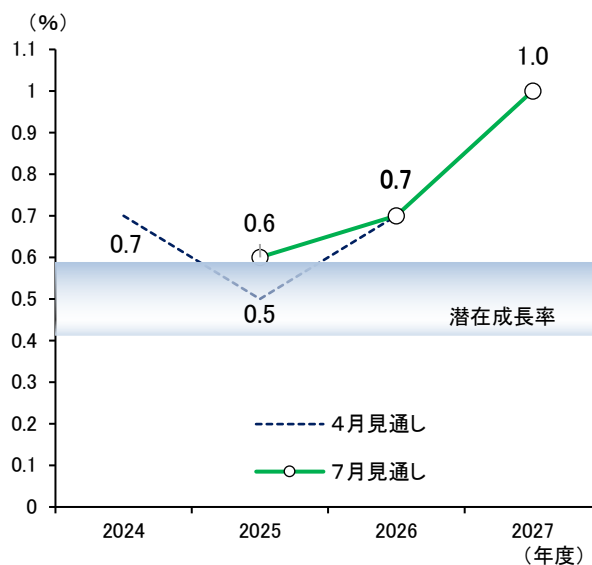
他方で、日銀は、展望レポートを公表し、25 年度の物価見通しを前年比+2.7%と4月対比+0.5 ポイントも大幅に上方修正した(図表 1)。これは、1月見通しと比べても上方改定となっており、食料品を中心としたインフレ率が日銀の想定を大きく上回っていることを示唆している。なお、25 年度の成長率見通しについても、関税にかかる日米合意等を反映してか、潜在成長率並みと呼べる上限レベルの前年比+0.6%に上方修正したが、引き続き先行きの見通しに対して強気とも弱気とも読み取られない中立的なポジションを維持し続けた格好である(図表 2)。

(図表 1) コア CPI 見通し



(資料)日本銀行「展望レポート」

(図表 2) 実質 GDP 見通し



(資料)日本銀行「展望レポート」

2. 植田総裁の記者会見は基調的な物価に質問が集中～意図せずハト派的な回答に？～

■ 金融政策決定会合後の植田総裁の記者会見では、足もとの食料品を中心としたインフレや展望レポートの物価見通しの大幅上方修正を踏まえ、そうした局面にも関わらず、なぜ利上げしないのかという点に集中した。この点に対する植田総裁の説明は従来以上に丁寧な印象で、予想インフレ率や基調的なインフレ率の加重中央値など具体的な指標を交えて詳しく説明していた。もっとも、体感物価が 20%近い現状では、いくら説明を尽くしても、その真意はなかなか伝わらないようだ(その証左として、冒頭の幹事社質問以降も基調的な物価に関する質問が続いた)。

そうした問答の結果、多くの市場参加者と同様、筆者も次回の利上げ時期が遠いというハト派的なスタンスに映った。特に、最近の物価高に関連して、現在の物価高のかなりの部分が供給要因であるにもかかわらず、利上げで対応すると「景気を利上げで冷やして所得が減るから、例えば食料品に対する支出が減って食

料品価格も下がるというルートになります。これは本当に望ましいか」(植田総裁)というコメントは、かなり利上げに対して慎重なスタンスのように映る。というのも、これまでの日銀の現状認識は、実質金利が大幅なマイナス圏にあることを踏まえ、緩和的な金融環境が続いている中での緩和度合いの調整であって、ここで指摘するような話とはやや距離があったはずではないか。

- では、日銀執行部の認識は本当にハト派的なのか、というと、展望レポートを詳細に読む限り、そうではないようだ。以下では、いわゆる“日銀文学”的な範疇を脱しないが、展望レポート内の物価のリスク要因に関して、前回のレポートと文言を比較すると、図表3に示す通り、最近の物価高に対するリスク認識が高まっているように読み取れる。4月の展望レポートの時点で、コメなど食料品価格高騰が家計のコンフィデンスや予想物価上昇率に影響を与える点について指摘していたが、7月の展望レポートでは、帰結部分(図表3の緑字)こそ同じ文言だが、その文章を「もっとも(図表3赤字)」という逆接の接続詞で文章を繋いでいる点はリスク度合いが強まっていると受け取れる。また、その背景に対する説明ボリュームも増加しているほか、展望レポート「(BOX3)最近の食料品価格上昇の背景とその影響」でも、ガソリン価格と食料価格が物価センチメント指数に統計的に有意に影響を与えている点などを指摘している。このため、いわゆる供給要因と言っても、既に食料品のインフレは長期化しているため、警戒レベルを一段高めているように窺える。このため、筆者は、次回利上げ時期を来年1月とみつつも、Fedの利下げ方針やトランプ関税の影響次第では、年内利上げの可能性も十分ある、というスタンスである。

(図表3) 展望レポート—物価のリスク要因の前回との比較

4月の展望レポート	7月の展望レポート
こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価とも上振れていくことも考えられる。この間、このところの米などの食料品価格上昇については、それ自体は天候要因等を背景とするものだとしても、家計のコンフィデンスや予想物価上昇率の変化を介して、基調的な物価上昇率に二次的な影響を及ぼしうる点にも留意が必要である。	こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価とも上振れていくことも考えられる。この間、このところの米などの食料品価格上昇については、天候要因等の影響が大きく、消費者物価の押し上げ寄与は次第に縮小していくと想定している。 もっとも 、最近の価格上昇には、人件費や物流費を販売価格に転嫁する動きも相応に影響しており、企業の賃金・価格設定行動次第では、価格上昇が想定以上に長引く可能性もある。食料品は消費者の購入頻度が高いものであるだけに、価格上昇が長期化した場合には、家計のコンフィデンスや予想物価上昇率の変化を介して、基調的な物価上昇率に二次的な影響を及ぼしうる点にも留意が必要である。

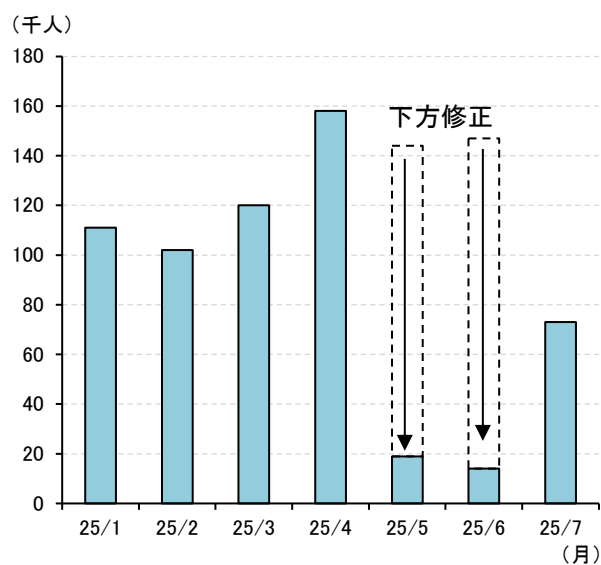
3. 雇用統計ショックに見舞われる Fed～今こそ日銀の“基調的な物価”に学びたい～

- トランプ関税を中心に不透明な経済情勢の中、日銀も Fed も基本的には今後のデータを精査しながら政策を判断する、データディペンデント(データ次第)というスタンスを維持している。ただし、7月の米雇用統計では、図表4の通り、非農業部門雇用者数が5月、6月分とも大幅に下方修正された。このため、実際には雇用環境がかなり軟調だったのではないかという受け止めから、急速に9月の利下げ織り込みが進み、為替も

円高方向への修正が進んだ。今や世界で最も注目される経済統計の一つである米雇用統計だが、Fed がデータディペンデントとして頼りにするにはあまりにも振れが大きいと言わざるを得ず、マーケットにおいても雇用統計への反応が過度になりすぎている印象だ。

この点において、日銀の「分かりにくい」と指摘される“基調的な物価”は、多様な指標を基にして総合判断する姿勢を取っていることから、ブラックボックス的であるとの指摘は想定されるものの、個別の経済指標に対して過度な反応が抑制されている。このため、こうした判断の難しい経済情勢においては、市場の安定化に貢献している面もあるだろう(もちろん金融政策決定会合直前のリーク報道と併せて評価する必要はあるが)。

(図表 4) 非農業部門雇用者数の季節調整済前月差



(資料) BLS

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。