

みずほマーケット・トピック(2023 年 3 月 6 日)

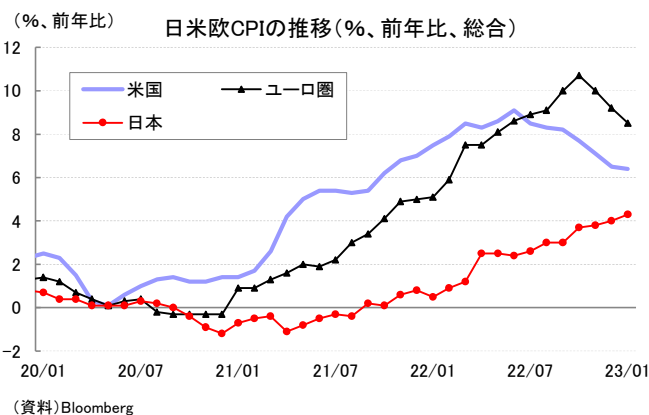
日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望

欧米のインフレ率高止まりが注目される中、日本と欧米のインフレ率格差が縮小しつつある。22 年半ば以降にピークアウトの様相を強めている欧米のインフレ率に対し、日本のそれはまだ加速中。東京都区部の 2 月 CPI を見ると生鮮食品およびエネルギーを除いたコアコアベースが +3.2%と 1 月の+3.0%から加速。「物価上昇の主役がエネルギー以外に移っている」という欧米に共通する雰囲気も感じられる。こうした事実について植田新体制の日銀はどう受け止めるのか。所信聴取において、植田教授は物価の「基調的な動き」を重視する考えを表明しており、この分析が4月以降に注目される。日銀が公表する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」は一部減速の雰囲気も漂っていることや、春闘が CPI の伸びを大幅に上回る可能性も低そうなことから、植田新体制が「賃金と物価の相互連関的な上昇過程が始まった」と判断するハードルは高いのが実情だろう。しかし、欧米対比で日本の物価の強さが注目されるケースは極めて珍しいため、実現した場合は円高材料として相応の迫力を持つはず。

～日本のインフレ率は基調的な強さか？～

欧米のインフレ率高止まりが注目される中、日本と欧米のインフレ率格差が縮小しつつある。約 2 年前(2021 年初頭)からインフレ率の押し上げが見られた欧米に対し、日本のインフレ率は約 1 年前から加速した経緯がある。そうした差異もあって、2022 年半ば以降にピークアウトの様相を強めている欧米のインフレ率に対し、日本のそれはまだ加速している。1 月の消費者物価指数(CPI)は総合ベースで前年比+4.3%(以下、前年比で議論)と前月の+4.0%から加速し、生鮮食品除くコアベースでも+4.0%から+4.2%へとやはり加速している。なお、生鮮食品およびエネルギーを除くコアコアベースでは+3.2%と伸び率が低くなるものの、これも前月の+3.0%からは加速している。基調的に見た日本のインフレは現状のところ加速中である。

巷説で指摘される通り、2 月以降は光熱費高騰を軽減する「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の適用が始まるため CPI は顕著に減速する見込みが立っている。全国に先駆けて公表されている東京都区部の 2 月 CPI は生鮮食品を除くコアベースで 4.3%から 3.3%へ急減速しており、政策効果が早速現れている。今後、こうした動きが全国にも波及することになる。しかし、東京都区部 CPI について生鮮食品およびエネルギーを除いたコアコアベースを見れば 2 月は+3.2%と 1 月の+3.0%から実は加速している。先週はユーロ圏の物価情勢について「物価上昇の主役がエネルギー



一以外に移っている」という事実を指摘したが、類似の事が日本でも起きている機運はある。

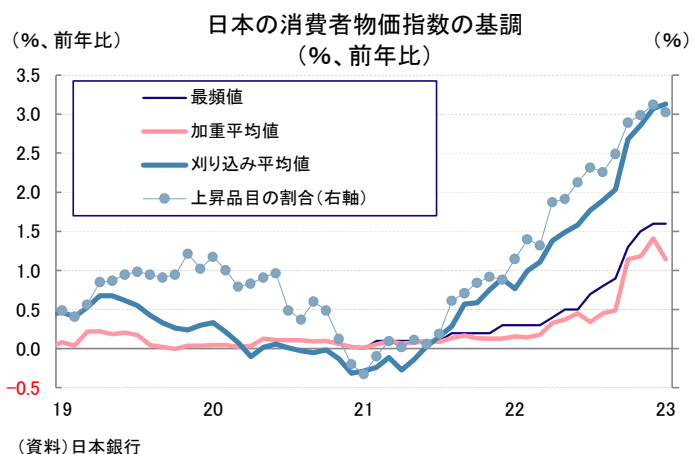
～植田新体制は「基調的な動き」から引き締めを判断～

もちろん、日本の CPI の伸びはユーロ圏のそれほど大きくないが、名目賃金の伸びがユーロ圏のそれよりも低いことから当然である。問題は、CPI の伸び率に関して「コアコア>コア」という構図が続くという事実について、日銀がどう受け止めるかだ。1 月公表の展望レポートで日銀は 2022 年度から 2024 年度のコア CPI 見通しについて「+3.0%→+1.6%→+1.8%」という軌道を予想しており、2023 年度を通じて顕著な減速を予想している。黒田総裁の言葉を借りれば 2% 物価目標に関し「持続的・安定的に達成できる状況は見通せない」というのが現状評価となる。しかし、基調的な動きと考えられるコアコアベースの減速がさほど確認されてこないとすれば、植田新体制が想定以上にタカ派的な一手に踏み込むのではないかと警戒は浮上しやすいだろう。為替市場における想定以上の円高を促すリスクとして注目される。

もっとも、その可能性はまだ高いとは言えない。2 月 24 日の衆院議院運営委員会における所信聴取において植田新総裁候補は物価の「基調的な動き」を重視する考えを表明し、27 日の参議院の所信聴取でも金融政策を引き締め方向へ調整するにあたっては「基調的な物価の判断が大きく改善することが必要」との認識を示している。その上で CPI は足許でこそ 4% 台にあるものの、基調的な動きに着目すれば 2% 目標とは「間がある」と述べている。総裁候補として極力、政策運営の言質を与えないように終始していた植田教授からの情報発信において数少ないヒントと言える。新体制発足後は物価の「基調的な動き」の評価を巡って議論が交錯することが予想される。

～日本における物価の基調とは～

では「基調的な動き」とは何なのか。この点は 2 月 28 日に日銀より公表された「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」が参考になる。ここでは上下 10% の品目を異常値として除去の上、算出する「刈り込み平均値」、品目別の価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率を示す「最頻値」、中央値付近の価格変化率を加重平均した「加重中央値」が紹介されている。いずれの計数も昨年 12 月まで過去最高値をつけていたが、今



年 1 月は「最頻値」が+1.6%、「刈り込み平均値」が+3.1%でそれぞれ前月から横ばいの一方、「加重中央値」が+1.4%から+1.1%へ減速している。また、上昇品目数の割合も 80.3%と、前月の 81.2%から 5 か月ぶりに低下している。直感的に「基調的な動き」の弱まりにも感じられるが、植田新体制がこうした計数の動きについてどのような評価を下すかが注目される。

そのほか春闘の行方も要注目である。CPI に合わせた名目賃金の上昇が確認されれば日銀も動かざるを得ず、実際、ベアの仕上がりで日銀の金融政策運営の関係性について照会は日々増え

ている。万年賃金横ばいの日本において、このような視点は珍しいものである。既に最大手自動車会社が早々に満額回答したことが話題となっているように、大幅な賃金上昇への期待は例年になく高い。同企業に限らず、賃上げ報道は頻発しており、期待できそうな機運はある。連合の要求水準は「ベアで+3%程度、定期昇給込み+5%弱」だが、実際は各々2%ポイントずつ下方(ベアで+1%程度、定期昇給込みで+3%程度)で妥結する公算である。それでも例年にはない上げ幅である。

～実現すれば迫力のある円高リスク～

もちろん、足許のCPIが+4%を超えている以上、「定期昇給込みで+3%程度」では実質賃金は悪化する。実質賃金で見て明確な上昇基調が確認され、植田新体制が「賃金と物価の相互連関的な上昇過程が始まった」と判断するハードルは高く、緩和路線の大幅転換を図る可能性は未だ低いものであろう。しかし、2023年のドル/円相場に関し、円安傾向をメインシナリオとする本欄や『中期為替相場見通し』にとって日本側から想定外の円高要因が出るとすれば、賃金動向も含めた日本の「基調的な物価」について植田新体制がタカ派的な挙動を示すことだろう。その可能性は非常に低いと思われるが、欧米対比で日本の物価の強さが注目されるケースは極めて珍しいため、実現した場合は円高材料として相応の迫力を持つと考える。FRBの早期利下げよりも可能性が低い円高リスクだろうが、メインシナリオに付随して留意しておきたい論点である。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回復報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから