

## Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文  
ストラテジスト



### ちょっと注意したい、最近の日銀のコメント

政府と日銀はデフレ脱却に向け取り組んでいます。政府のデフレ脱却の考え方、日銀の2%の物価目標はともに、数字を満たすだけでなく、後戻りしないという、厳しいともあいまいともとれる条件が付いています。数字の上では2%を超えるインフレ率でも、デフレ対応で導入したマイナス金利は、解除がこれまでも見送られてきました。ただし、最近の日銀のコメントには変化の兆しもみられます。

#### ■ 内閣府によると、日本の需給ギャップは4-6月期にプラスに転じた

内閣府は2023年9月1日、日本経済の供給力と需要の差をあらわす「需給ギャップ(GDP(国内総生産)ギャップ)」が4-6月期にプラス0.4%であったとの推計を公表しました(図表1参照)。需給ギャップがプラスとなるのは19年7~9月期以来です。この需給ギャップを含め政府が脱デフレの判断に重視する4指標が全てプラスになりました。

なお、政府(内閣府)は4指標として①消費者物価指数(CPI)、②総合的な物価動向を示すGDPデフレーター、③賃金動向を映す単位労働コスト、④需給ギャップ、を示唆しています。一方で、デフレ脱却の定義は「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と説明してきた経緯があります。

図表1: 日本の需給ギャップと潜在成長力の推移

四半期、期間: 1980年4-6月期~2023年4-6月期



出所: 内閣府のデータを基にピクテ・ジャパン作成

#### ■ 需給ギャップなどがプラスに転じてもデフレ脱却は遠い可能性もある

日銀の金融政策に直接的な影響はないかもしれませんが、4-6月期の需給ギャップがプラスに転じたことで、内閣府のデフレ脱却の目安①~④がプラスとなりデフレ脱却に近づいたようにも見えます。例えば①のCPIは7月が前年同月比3.3%上昇、生鮮食品を除いたコアCPIは3.1%上昇と、デフレの目安のマイナスはおろか、日銀の物価目標2%をも上回っています。②~④は4-6月期が②は前年同期比3.5%上昇、③は0.7%上昇、④プラス0.4%であったことから、プラス圏を確保しました。

しかし、すんなりデフレ脱却宣言とはならないようです。デフレ脱却の定義の後半部分「再びそうした状況に戻る見込みがないこと」を満たす必要があるからです。この後半部分は定性判断による面もあり、あいまいさが残ることから、デフレ脱却宣言を著しく困難にしている面もあると思われます。

なお、2017年後半頃①~④がすべてプラスとなる時期もありましたが、当時の状況からデフレ脱却の声は小さかったと記憶しています。実際の、その後の展開では、新型コロナウイルスなど特殊要因があった面はあるにせよ、デフレ脱却を宣言しなかったのは結果としては正しかったようです。

なお、日銀の金融政策は物価について「安定的に2%を上回る」ことを目的に運営されており、単に

CPIが2%を上回るだけでは不十分です。そのため、デフレ脱却を目的に導入したマイナス金利政策など極端な政策を未だに継続している背景とみられます。ただし、日銀政策委員会の主要メンバーの最近の発言には微妙な変化も見られます(図表2参照)。メンバーによって温度差はありますが、一部に今後の金融政策に変化の兆しを感じさせる発言も含まれています。

**図表2: 最近の日銀総裁、審議委員の主な発言**

期間: 2023年8月後半~9月前半、月日は講演日、植田総裁インタビューは新聞掲載日、「」は講演場所

月日	氏名/役職	注目点など(要約・抜粋)
9月9日	植田 総裁	「読売新聞インタビュー、9月6日実施」年末までに十分な情報やデータがそろえる可能性はゼロではない
9月7日	中川 審議委員	「高知県」7月の展望レポートで上振れの勢い。しかしこの先は(上下)どちらも同じ確率とみている
9月5日	高田 審議委員	「山口県」(物価目標達成に向け)これから1年間はよく見ていかなければいけない時期
8月31日	中村 審議委員	「岐阜県」物価2%の持続・安定的な実現が見通せる状況に至っていない。欧米型のGDPデフレーターになれば政策正常化が可能に
8月30日	田村 審議委員	「北海道東」来年1-3月頃には解像度が上がってくると考えている。2%の物価安定目標の実現時には、マイナス金利解除も選択肢の一つ

出所: 各種報道等を参考にピクテ・ジャパン作成

## ■ 日銀主要メンバーの最近の発言に微妙な変化がみられる

日銀主要メンバーの発言で、今日、明日の政策変更への言及は皆無ですが、今後の展開をデフレ脱却、もしくはマイナス金利解除への距離という点で振り返ると、比較的近いのは田村審議委員ではないかと思われます。あくまで選択肢ながら、マイナス金利解除について言及しています。また解像度が上がるという独特の表現で、来年春闘における賃金動向が1-3月頃に明らかになるのではとの見通しを述べつつ、賃金の方向性としては賃上げの可能性がある点にも言及しています。

一方、中川審議委員は7月までの物価の上昇を

認めつつも、今後は上下五分五分としています。

高田審議委員は物価上昇に配慮した賃上げが来年以降も続く可能性に言及し達成の芽が出てきたと述べ変化の兆しを指摘していますが、物価目標に向け1年間は見ていく必要性も指摘しています。

中村審議委員は物価2%の持続的、安定的な実現は見通せないと慎重な姿勢です。中村氏の論点の一つに、GDPデフレーターの構成が指摘されています。日本のGDPデフレーターは欧米に比べ賃金上昇の占める割合が低いと正確な指摘しており、この面での改善が求められそうです。

筆者もプラスに転じたとはいえ、4-6月期GDPギャップも再検討が必要とみています。設備投資や個人消費が盛り上がらない一方で、輸出などにけん引され実際のGDPが潜在成長率を上回り、GDPギャップがプラスとなった面もあるからです。

最後に、市場で最も注目されたのは植田総裁の発言です。植田総裁は、物価目標の実現が見えてくるのは、賃金と物価の好循環が金融緩和を止めても自律的に回っていく状況だと説明し、その上で、十分だと思える情報やデータが年末までにそろえる可能性もゼロではないと述べました。また、その段階となれば、マイナス金利政策の解除もオプションの一つと述べました。

これまで植田総裁は、2%の物価安定目標の実現にはまだ距離があり、粘り強い金融緩和を続けることを繰り返し強調してきました。今回のインタビューでも基本同様の姿勢ではあるものの、マイナス金利解除の可能性に言及したこと、情報やデータが年末までにそろえる可能性もゼロではないと時期を含めて言及した点で、今までの違いも見られます。これが、足元の円安へのけん制のための発言なのか、日銀内部での変化を示唆するのか筆者には判断できません。どうやら、今月21、22日の日銀金融政策決定会合に注目する必要性が極めて高くなったことは間違いないようです。

## ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

### 1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様が投資元本が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。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 2. 投資信託に係る費用について (2023年6月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)  
※申込手数料上限は販売会社により異なります。  
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)  
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。  
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。  
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

#### 《ご注意》

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、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様が帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380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 日本証券業協会