

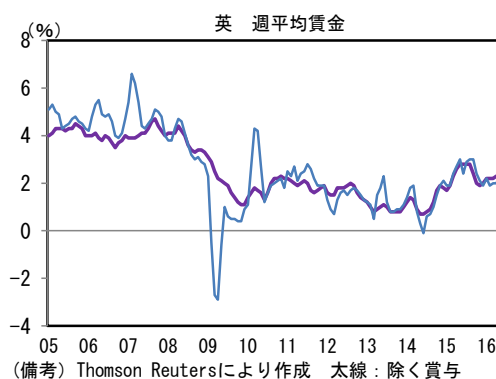
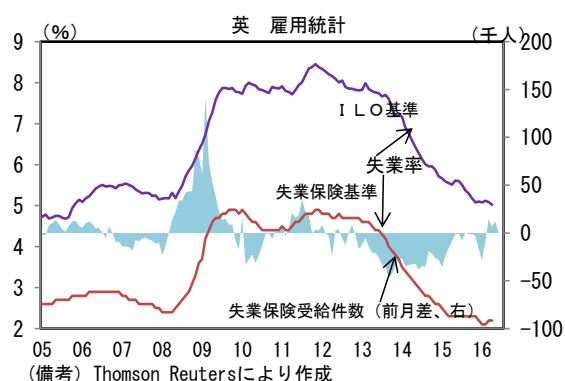
下がるなら 除いてしまえ 帰属家賃

2016年7月21日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- 5月英失業率（ILO基準、3ヶ月）は4.9%と4月時点から0.1%pt低下して2005年10月以来の低水準に到達。就業者数が+17.6万人と強さを取り戻し、失業者数も▲5.4万人と減少した。6月の失業保険基準の失業率は2.2%と5月から横ばいも、失業保険申請件数の増加幅は大幅に縮小。注目の5月平均賃金は全体が前年比+2.3%、除く賞与ベースが+2.2%と過去1年程度のレンジ内で推移。国民投票前の不透明感が労働市場に与えた影響は軽微だったとことが判明したが、次回発表分ではBREXITの影響が少しづつ表面化してくる可能性があるだろう。



- 7月ユーロ圏消費者信頼感指数は▲7.9と5月から0.7pt悪化したものの、市場予想 (▲8.0) は僅かに上回った。BREXITを受けた不透明感が消費者の不安心理を煽った可能性が高いものの、その影響は予想された範囲内である。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- 前日の米国株は9日続伸。この日発表された企業決算の多くがコンセンサスを上回ったほか、原油価格の反発が追い風となった。WTI原油は44.94ドル (+0.29ドル) で引け。原油在庫の減少が予想以上で需給を巡る懸念が後退。
- 前日のG10通貨はJPYの弱さと、GBPの強さが続いた。金融市場が織り込むFEDの利上げ確率が上昇するなか、USD/JPYはBREXIT後の下落を完全に埋めて107に到達。他方、欧州通貨はGBPに連れ高する動きとUSD高に押される動きが拮抗、横ばい圏内での推移となった。
- 前日の米10年金利は1.580% (+2.7bp) で引け。株高・原油高で逃避需要が後退。欧州債市場は、ECB理事会を控えるなかで小動きだったが、コアが軟調、周縁国が堅調。英国 (0.835%、+3.4bp)、ドイツ (▲0.011%、+1.1bp) が小幅に金利上昇となった一方、イタリア (1.241%、+0.6bp) が横ばい、スペイン (1.157%、▲3.1bp)、ポルトガル (3.072%、▲1.3bp) は金利低下。3ヶ国加重平均の対独スプレッドはタイトニング。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株高に追随して高寄り後、日経平均17000が視野に入るなか、売り買い交錯。
- ・本日のECB理事会では金融政策の現状維持が予想される。金融市場でBREXIT後の混乱が終息しているほか、実体経済に与えた影響がほとんど確認できていないことから、追加緩和を急ぐ理由が見当たらない。もともと、総裁会見のトーンはハト派に傾斜することが予想され、場合によっては9月の追加緩和を強く示唆することも考えられる。追加緩和のオプションはQEプログラムの延長（17年3月まで→17年9月まで）およびそれに伴う国債購入ルールの変更が有力視されている。しかしながら、こうした予想はほぼ完全なるコンセンサスであり、市場に織り込まれている。EUR安、株高に繋がらない可能性があるだろう。
- ・ヘリコプターマネー導入の可能性が俄かに中心的な話題となっているが、国策である物価目標の達成に向けて、その前に使える手段は残されている。一つはETF等のリスク性資産に購入の余地があることだが、それは既に当レポートで指摘した。もう一つは物価目標の定義見直しだろう。日銀は、消費者物価上昇率（総合、つまり生鮮食品やエネルギーを全て含む）の前年比上昇率を2%に高め、それを安定的に持続させることを物価目標にしているが、常識的には生鮮食品を除いたベース（いわゆるコアCPI）で議論している。生鮮食品は天候要因などの影響を受けるため、金融政策（および景気）とは関係のない動きをするからそれを除去するとの理解だ。金融政策と関係が希薄な品目は他にも存在する。その代表例が「帰属家賃」。帰属家賃はCPIの2割弱のウェイトを占める重要な品目だが、平成バブル崩壊後は景気の変動とほぼ無関係に下落基調にあり、最近でも物価を下押ししている。帰属家賃を巡っては、資産課税の歪み等に起因する高水準の空家（※特にアパートの空室率）が問題視されているほか、人々が体感するインフレ率に影響を与えにくいキャッシュローを伴わない支出であるため、それを金融政策の目標に採用することに疑問を呈する声もある。また、欧州ではそもそもCPIに採用されていないという事情がある。
- ・帰属家賃とエネルギーを除いた物価は足もとで前年比+1.0%と堅調、15年10月時点では+1.9%とほぼ2%が達成されていた。また、帰属家賃のみを除いた総合は足もとで前年比▲0.5%だが、14年5月には+2.4%に達していた。ヘリコプターマネーを検討する前に帰属家賃を除く議論をした方が現実的ではないだろうか。

