

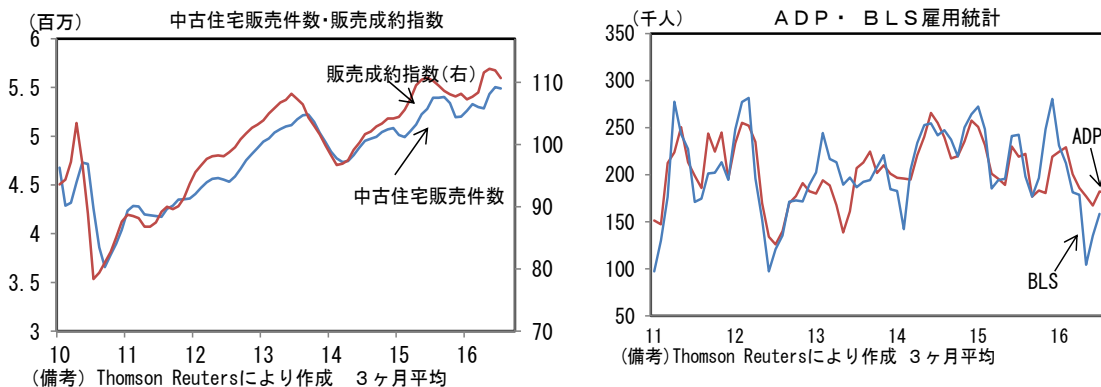
マイナス金利の評判が少し良くなるかもしれない

2016年9月1日(木)

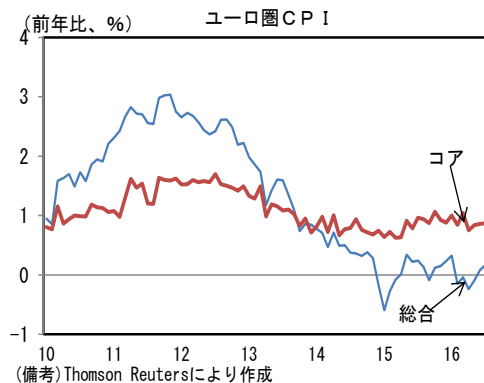
第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 7月米中古住宅販売成約指数は前月比+1.3%と市場予想(+0.8%)を大幅に上回った一方、6月分は符号逆転を伴い下方修正された(+0.2%→▲0.8%)。この指標が実際の販売件数に対して1~2ヶ月の先行性を有することを踏まえると、目先の販売件数はやや鈍化する公算が大きい、それでも目下のレベルは住宅市場の堅調さを裏付けるには十分。NAHB住宅市場指数、新築住宅販売件数など住宅関連指標が好調を維持していることに鑑みれば、住宅市場に対する悲観は不要と考えられる。
- ・ 8月ADP雇用統計によると民間部門雇用者数は+17.7万人と概ね市場予想に一致。同時に7月分は19.4万人へと1.5万人上方修正され、3ヶ月平均は+18.1万人、6ヶ月平均は+17.9万人となった。この指標はBLS雇用統計の先行指標として有名だが、このところ予測精度が低下気味である(BLS雇用統計が異常にボラタイルと言った方が正確かもしれない)。



- ・ 8月ユーロ圏CPIは前年比+0.2%と市場予想(+0.3%)を下回り、7月から横ばいに留まった。エネルギー価格の下落率が縮小した一方、コア物価(+0.9%→+0.8%)が減速。先行きはエネルギー価格の下押し圧力が減衰する下、コア物価が現状程度で推移するとみられ、全体の物価は上昇に向かう見込み。

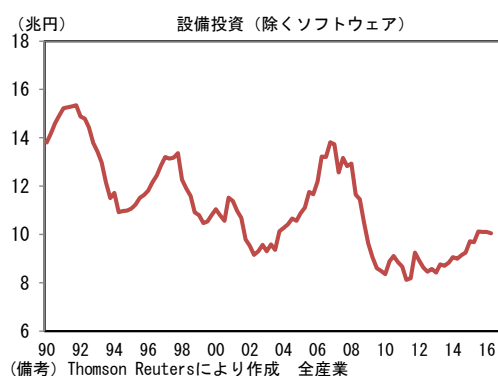
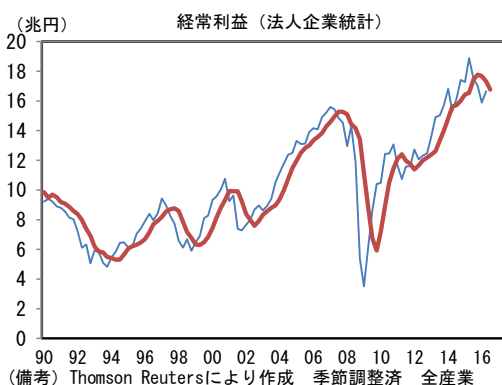


【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・前日の米国株は続落。原油価格の下落が嫌気され、利益確定売りが誘発された。WT I 原油は44.70ドル（▲1.65ドル）で引け。原油在庫が予想外に急増、需給懸念が生じた。OPECを中心とした増産凍結協議が難航するとの懸念も根強い。
- ・前日のG10通貨はまちまちでUSDの強さは中位程度。JPYは浜田内閣官房参与の外債購入に関する言及が材料視されたことが一因となって最弱となったが、下落率は0.45%と小幅。USD/JPYは103前半から半ばへと水準を切り上げた。他方、EUR/USDは1.11半ばで一進一退。原油価格はまとまった幅で下落したものの、資源・新興国通貨は堅調だった（国営企業の苦境が報じられたZARは例外的に大幅下落）。
- ・前日の米10年金利は1.580%（+1.4bp）で引け。アジア時間は動意に乏しくナローレンジで推移した後、米指標を受けて上下するも結局は小幅な金利上昇で引け。欧州債市場（10年）は総じて軟調。ドイツ（▲0.055%、+2.6bp）、イタリア（1.145%、+3.9bp）、スペイン（1.013%、+6.3bp）、ポルトガル（3.040%、+1.4bp）が揃って金利上昇。8月HICP速報は予想をやや下回ったものの、足もとでは金融市場の落ち着きを背景に9月の追加緩和観測が後退しており、債券需給の弛みが意識されている。3ヶ国加重平均の対独スプレッドはややワイドニング。

【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8月米雇用統計の発表を控えた様子見姿勢から小幅高で前引け。
- ・法人企業統計季報（4-6月期）によると、企業売上高（全規模・全産業、以下同じ）は前年比▲3.5%。季節調整済み前期比では▲0.6%と6四半期連続の減少となった。一方、経常利益は前年比▲10.0%。季節調整済み前期比では+4.8%と4四半期ぶりに増加、減益基調に歯止めがかかった。売上高経常利益率（S/A）は5.4%へと0.4%pt改善。製造業を中心に円高で売上高が伸び悩むなか、厳格なコスト管理が利益率改善に繋がったとみられる。他方、注目の設備投資（除くソフトウェア）は前年比+3.1%と緩慢な増加ペースに留まり、季節調整済み前期比では▲0.5%と3四半期連続の減少となった。



- ・9月21日に示される「総括的検証」とそれを受けた日銀の行動について、筆者は、検証結果が日銀の現行緩和パッケージを正当化する内容になると予想。それゆえ、追加緩和なしをメインシナリオにしている。もっとも、このまま現行の物価目標と現行（或いはそれ以上）の金融緩和を続けても、半永久的にゴールが見えないという状況は変わらない。エネルギー価格が急上昇するなどして2%にタッチする可能性は否定しないが、それが本当の意味での物価目標達成でないことは明らか。エネルギー主導の物価上昇で「出口」に向かうことは困難だろう。
- ・とはいえ、日銀は2%の旗を降ろすことなく、擬似的にでも物価目標を達成したと宣言、出口に向かいたいだろう。それを達成するための一つ方法のとして、筆者は帰属家賃など下落のきつい品目を除いたCPIを日銀が重視する可能性を指摘した。だが、それが今回の「総括的検証」のタイミングで触れられるかはわからない。

- ・そこで、もう一つの案として考えられるのが、事実上の物価目標の柔軟化。「消費者物価の前年比上昇率2%」という基本路線は変更せず、新たに賃金目標を追加する可能性だ。これは昨年11月会合及びその前後の黒田総裁の講演でよく議論されていたのだが、端的にまとめると「（黒田総裁がしばしば指摘するとおり）物価と賃金がパラレルなのであれば、賃金上昇率を政策目標にした方が国民（消費者）にとって日銀の政策が受け入れられ易いのではないか」というに考え方に基づく。高齢化によって年金生活者が多い日本では消費者の値上げに対する抵抗感が非常に強いため、現実の物価上昇が消費者の節約志向に火を付け、その結果として寧ろ値下げ志向を強めてしまう側面がある。黒田総裁は、講演で「『量的・質的金融緩和』は、決して無理に物価だけを引き上げる政策ではなく、経済のメカニズムに従って、賃金の改善を伴うかたちで緩やかな物価上昇を実現しようとするものです」と強調しているが、こうした考えが国民に浸透しているとは思えないし、日銀も問題意識を抱えているだろう。国民が望んでいるかもわからない消費者物価の引き上げよりは、賃金を政策目標に追加した方がデフレマインドの払拭に遥かに有効だろう。日銀がそう考えている可能性は十分にある。「賃上げのための金融緩和」となれば、マイナス金利の評判も少しは良くなるかもしれない。