

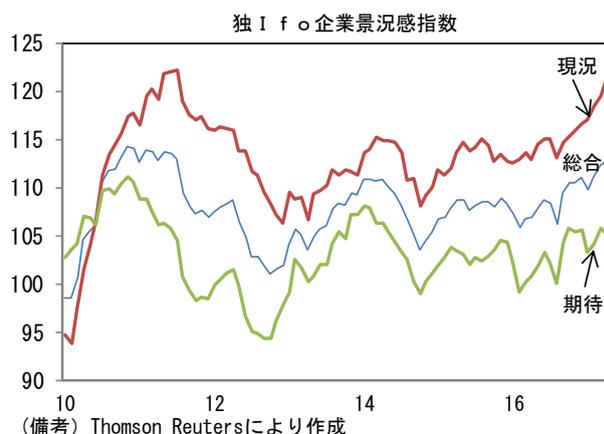
## 日銀が欲しかった内生的インフレ～上昇する企業向けサービス価格～

2017年4月25日（火）

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】

- ・4月独 I f o 企業景況指数は112.9と市場予想（112.3）を上回り、3月から0.6pt改善。内訳は現況（119.5→121.1）が改善した反面、より重要な期待（105.7→105.2）が僅かに軟化。ヘッドラインは2011年来の最高水準にあり、こうした動きはPMI等各種サーベイ指標の改善と総合的で企業の楽観姿勢が窺える。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株市場は反発。フランス大統領選通過後の欧州株ラリーに追随。NYダウは200ドル超の上昇となった。欧州株はフランス（+4.1%）、ドイツ（+3.4%）、イタリア（+4.8%）など主要国株価指数が軒並み大幅高。WTI原油は49.23ドル（▲0.39ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨は欧州通貨（SEK、NOK、EUR、DKK）の強さが目立ち、反対にJPYが最弱となった。フランス大統領選の結果を受けて欧州通貨が全般的に堅調だった一方、調達通貨のJPYは投資家のリスクテイク志向の回復からショートポジションの構築が膨らむ展開に。
- ・前日の米10年金利は2.273%（+2.5bp）の引け。14日発表のCPIを受けて金利低下でスタートした後、株式市場が上昇する下、金利上昇に転じた。欧州債市場（10年）はドイツ（0.329%、+7.6bp）が逃避需要後退で金利上昇となった反面、フランス（0.831%、▲10.9bp）、イタリア（2.181%、▲8.1bp）は金利低下。独仏スプレッドは大幅にタイトニング。

### 【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USD/JPY上昇が好感されるなか、米国株ラリーに追随（10:00）。

### < #企業向けサービス価格 #日銀が欲しかった内生的インフレ >

- ・本日発表された3月企業向けサービス価格指数（除く国際運輸）は前年比+0.8%と2014年4Qと同等の伸び率に回帰。2016年は0%台前半での推移が続いていたが、直近2ヶ月は伸び率が再加速。目先のには価格改定が集中する4月に上昇率が更に高まるか注目したい。

- ・この指標は日本経済がデフレに突入した90年代後半以降、長らくマイナス圏で推移していたが、目下のところ42ヶ月連続でプラス圏を維持し、デフレ脱却を裏付ける有力なデータの一つとなっている。これは空前の人手不足感が顕在化する下、労働集約的なサービス物価と賃金が互いに刺激し合い上昇していることを映し出しており、内生的な物価上昇圧力として認識される。最近の宅配サービスの値上げおよび労働条件の変更は、まさにこうした経済構造を象徴しているだろう。また、深刻な人手不足に直面する中小企業の賃上げ率が、大企業のそれよりも勢いがあることの一部も説明しているように思われる（詳細は3月13日付当社レポート「17年春闘は中小企業に期待」を参照されたい）。同時にこのことは、賃金の決定要素が「業績」から「人手不足」に移っていることを示唆している。日本経済が構造的な人手不足に直面していることからすれば、先行きも賃金上昇圧力が途絶える姿は描きにくい。デフレ脱却を裏付けるデータと言えるだろう。
- ・中曽副総裁は2月9日の講演で「日本経済は、既に『物価が持続的に下落する』という意味でのデフレではなくなっています」としてデフレ脱却に成功しつつあるとの認識を示したが、そうした自信の背景に上記メカニズムがあることは間違いない。日銀の次の一手は出口だろう。筆者は諸点に鑑みて、日銀が2017年を通じて現行金融緩和を継続した後、18年入り後にYCC（イールドカーブ・コントロール）の操作目標を上方シフトするとの見方を再確認する。
- ・なお、26-27日の日銀金融政策決定会合では声明文記載の「80兆円」に変更が加えられるかに注目。筆者は「80兆円」という看板を降ろす、そのこと自体が緩和効果を減退させるとの見方から、日銀がこの文言を維持すると予想しているが、長期国債の買い入れペースが年間80兆円を大幅に下回っている現状に鑑みると、「80兆円を上限に」といった具合に表現を微修正してくる可能性は排除できない。

