

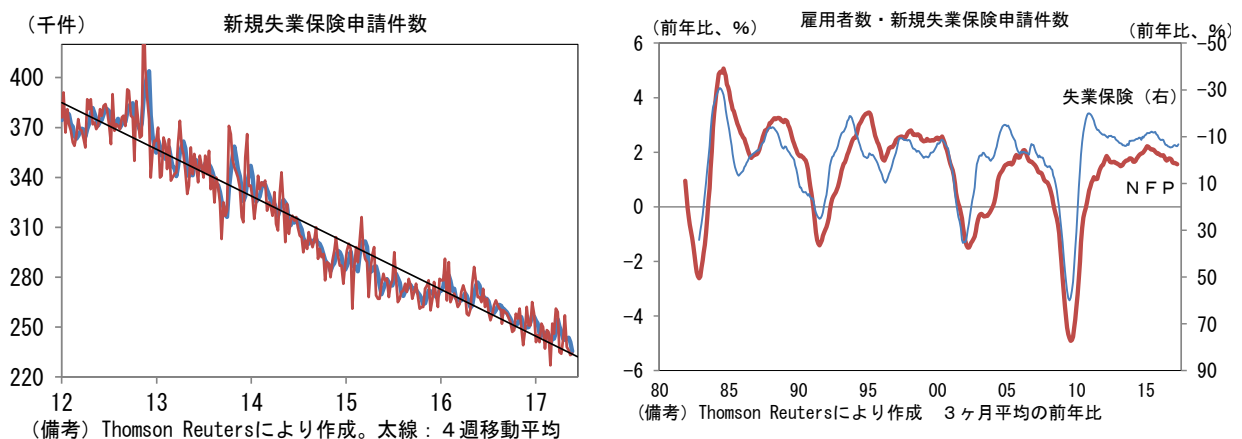
長く続く「一時的」 頻発する「特殊要因」 ～日銀に苦しい展開～

2017年5月26日（金）

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】

- ・新規失業保険申請件数は23.4万件と市場予想（23.8万件）より強めの結果。4週移動平均は23.5万件に減少し、今次サイクルの最低を更新。43年ぶり低水準となった。前年比の減少ペースは再加速しており、雇用統計NFPが15万人超のペースで増加することと整合的な値となっている。



【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5日続伸。OPECの減産合意による材料出尽くし感から原油価格が急落したものの、好調な企業決算を手掛かりに買い優勢。WTI原油は48.90ドル（▲2.46ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はCHFが最強でそれにUSDが続いた反面、原油価格の下落を受けて資源国通貨（NOK、AUD、CAD）が軟調。USD/JPYは111後半で一進一退、EUR/USDは1.12前半で推移。
- ・前日の米10年金利は2.255%（+0.5bp）で引け。株式市場が堅調に推移する下で米債市場は軟調に推移。もっとも24日に明らかになったFEDのBS縮小計画案で、段階的な再投資停止が示されたこともあって米債売りは膨らまず。欧州債市場（10年）はドイツ（0.362%、▲4.1bp）、フランス（0.783%、▲4.3bp）、イタリア（2.119%、▲1.8bp）が金利低下。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は新規の材料に乏しい中、小幅安で寄り付いた後、下落幅縮小（10：30）。
- ・4月の消費者物価は総合が前年比+0.4%、コア（除く生鮮食品）が+0.3%、日銀コア（除く生鮮食品・エネ）が+0.0%と、それぞれ概ね市場予想に一致して3月から小幅に加速した一方、米国型コア（除く食料・エネ）は▲0.3%と加速感がみられず。ベースエフェクトによってエネルギー価格の前年比上昇率が加速する反面、それ以外の品目の上昇率が鈍い構図が続いている。品目別では家庭用耐久財、携帯電話機の下落が効いているほか、サービス物価（除く帰属家賃）も上昇幅を失っており（3月+0.3%→4月+0.1%）、広範な品目が下向きのカーブを描いている。価格改定が集中する4月は、既往の人手不足に伴う

人件費上昇が製品・サービス価格に転嫁されることが期待されたのだが、実際はそれに反する動きとなった。単月データでの判断が拙速とはいえ、今回の結果をみる限り企業の価格設定スタンスが上向いているとは言い難い。日銀は今回の結果に失望したとみられる。

- ・他方、4月企業向けサービス価格指数は前年比+0.7%と43ヶ月連続でプラス圏を維持。日銀が最重要視する消費者段階の物価上昇圧力が鈍い反面、企業段階においては労働コスト増加が価格に転嫁されており、異なる姿が描かれている。建設、運輸、警備といった労働集約的な業種のほか、広告、不動産関連が高い伸びを実現。物価と賃金が互いに刺激し合う形で上昇傾向にあり、デフレの定義を「物価と賃金の持続的に下落」とした場合、現状はそれに該当しない状態にある。
- ・上述のとおり、消費者物価を見る限り企業の価格設定スタンスはかなり慎重で、2%はおろか出口へのトリガーレベルとして意識されている1%の到達すら疑問が投げかけられているが、その一方で企業段階では人件費上昇が労働集約的なサービス価格に反映される動きがみられており、全体としてみれば強弱まちまち。先行きは、失業率が完全雇用水準（2%後半）を下回るなかで労働需給が一段と逼迫し、賃金・物価上昇圧力が加速度的に高まると予想するものの、下図に示したようなかつての傾きで賃金・物価が上昇する可能性は低く、2%目標の達成は困難との見方を維持する。
- ・現時点で筆者は消費者物価が18年初までに1%近傍まで伸びを高めるとの前提を置き、18年春のYCC操作目標の引き上げを予想しているが、最近の消費者物価の弱さはこの予想に後ろ倒しリスクを生じさせている。なお、日銀はエネルギー、携帯電話などの下落について“一時的”、“特殊要因”との見解を示しているが、もはやそれらは“恒常的”になっている。今後も（別の何かが）物価指数を下押しする可能性は否定できない。

