

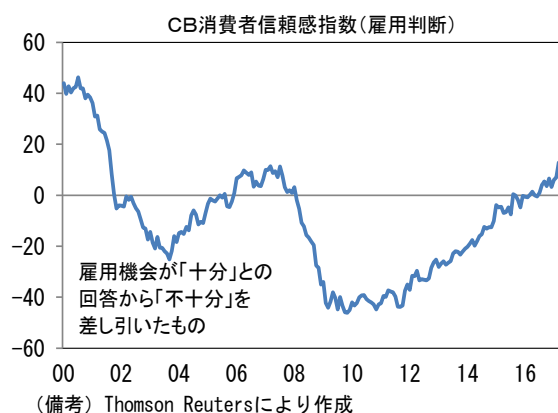
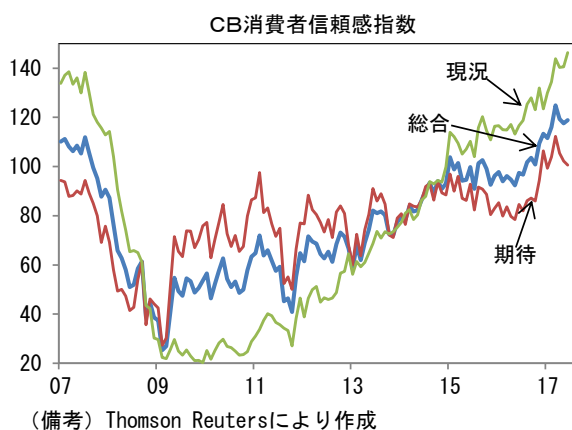
## その時ドラギが動いた ～米インフレ指標が帳消しに？～

2017年6月28日（水）

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】

- 6月CB消費者信頼感指数は118.9と5月から1.3pt改善。3月に記録した異例の高水準には届かないとはいえ、水準そのものは十分に高く、消費者の楽観を反映している。内訳は現況（140.6→146.3）が高水準から一段と改善して約16年ぶり高水準に到達した反面、期待（102.3→100.6）が僅かに軟化。雇用統計の先行指標として注目される雇用判断D I（雇用機会が十分から不十分を差し引いた値）は+14.8と今次サイクルの最高を更新。ここへ来ても労働市場は一段と引き締まっている可能性が高い。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- 前日の米国株は反落。①ドラギ総裁が「デフレ圧力はリフレに変わった」として景気・物価見通しに楽観的な見方を示したことを受けて欧州債が下落すると、それに追随して②米債市場が軟調に推移。そうしたなか③イエレン議長が資産価格について「いくらか高い」との認識を示したことから売りが優勢となった。またNASDAQ主要銘柄は欧州委員会の制裁、規制強化といった問題も意識されて大幅に下落。WT I原油は44.24ドル（+0.86ドル）で引け。
- 前日のG10通貨は上述①を受けてEURを筆頭に欧州通貨が軒並み1%超の上昇を記録した反面、②に足並みを揃えて対JPYでUSDが買われ、USD/JPYは112を回復。新興国通貨は総じてみれば堅調だった。
- 前日の米10年金利は2.205%（+6.8bp）で引け。上述①を受けて欧州時間からほぼ一貫して米債は売り優勢。予想実質金利（0.416%→0.481%）が上昇すると共に、原油価格上昇を背景に予想インフレ率（1.718%→1.723%）も上昇。欧州債市場（10年）はドイツ（0.370%、+12.5bp）が急上昇したほか、フランス、イタリア、スペインも軒並み金利上昇。対独スプレッドはフランス、イタリア、ポルトガル等でワイドニングがみられたが、スペインはタイトニングするなど目立った動きには観察されなかった。

## 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株下落に追随して安寄り後、下げ幅縮小（10：30）。

### < #ドラギ #イエレン #PCEデフレーター >

- ・27日はドラギ総裁の楽観的な景気・物価見通しを受けて欧州債が急落すると、そこを起点に米債市場も売りが膨らみ、欧米株式市場も崩れた。ECBの金融政策を巡っては、6月理事会でフォワードガイダンスから利下げバイアスが取り除かれたのと同時に、テーパリング開始について幾つかのシグナルが発せられたことから、9月理事会におけるテーパリング開始の決定は既にコンセンサスになりつつあった。ドラギ総裁はそれを承知でその地均しをする程度の認識だったのだろう。
- ・とはいえ、金融市場が織り込むECBの利上げ確率は2018年3月理事会が39.0%（26日時点：25.1%）、6月理事会のそれが57.8%（同32.8%）へと急上昇。引き締め順序が①資産購入終了、②政策金利引き上げであることが共通認識になっていることを踏まえると、市場は資産購入の減額・購入停止をかなり織り込んだと言えるだろう。
- ・また、27日はイエレン議長が資産価格について「いくらか高い」と発言したことも伝わるなど、金融市場の引き締めを促す発言が相次いだ。もっとも、議長は「予想インフレ率が低下しているように見受けられれば心配だ。実際にそうなら低インフレの傾向が強まり、根付く恐れがあるためだ。そうした状況を回避したいのは確かだ」として、足もとの物価指標の下振れに懸念を表明。
- ・そうした観点からいつも以上に注視すべきは30日発表のPCEデフレーター。この指標はFEDがインフレの基調を判断する際に最重要視しているため、それが更に低下するようだと利上げシナリオに黄色信号が点灯し、ドラギ総裁発言に端を発した先進国金融市場の引き締めりを帳消しにすることすら想定される。目下、急降下中のPCEデフレーターは、既発表の5月CPIの結果を踏まえると、今回発表の5月分も一段の減速が見込まれ、現時点の市場予想は総合が+1.5%（4月+1.7%）、コアが+1.4%（+1.5%）となっている。予想どおりデフレーターが減速する或いはそれを下回るようだと、イエレン議長が言及した「低インフレ」がFED中枢の懸念事項になる可能性が高まる。
- ・これまでFED中枢の基本見解は飽くまでこうした弱さが「一時的」として、将来的なインフレ率の軌道が上向くとの見解を貫いてきた。しかしながら、一段とインフレ指標が下方屈折するようだと、数名のメンバーがインフレ率の軌道が上向くまで利上げを休止するよう主張することが十分に想定される。
- ・その場合、9月は追加利上げを見送り、バランスシートの縮小開始の決定を下すのみになるだろう。バランスシート縮小については既に詳細が発表されていることから、その決定が既成事実化している印象すらあり、追加利上げよりも無難な選択肢になっているとみられる。このパターンだと次回の追加利上げは12月が想定される。

