

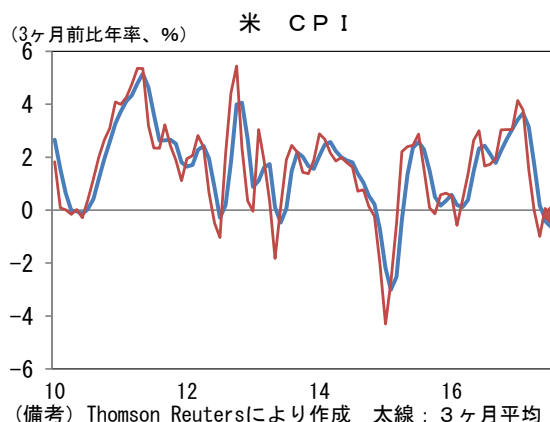
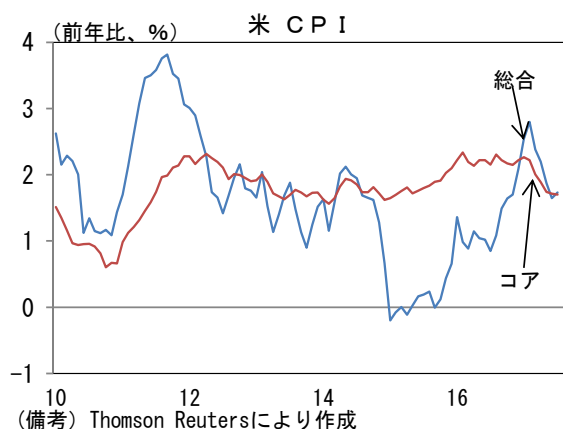
驚きの瞬間風速 驚きの鈍さ（日本GDP 米CPI）

2017年8月14日（月）

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CPIは前月比+0.11%と、またしても市場予想（+0.2%）を下回った。3ヶ月前比年率では▲0.2%（同3ヶ月平均は▲0.4%）へとマイナス圏に沈み、前年比は+1.7%と反発が認められず。コアCPIも前月比+0.11%と緩慢な伸びに留まり、3ヶ月前比年率では僅か+1.2%（同3ヶ月平均は+0.7%）とモメンタムは停滞し、前年比は+1.7%と3ヶ月連続で同水準に留まった。前月比ではコア財が▲0.1%、コアサービスが+0.2%と双方とも鈍い伸び。中古車価格（▲0.5%）の大幅下落に加え、宿泊関連（▲4.2%）の異例の弱さが下落に寄与。



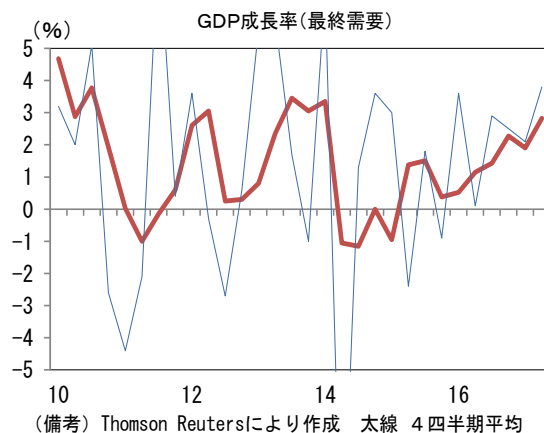
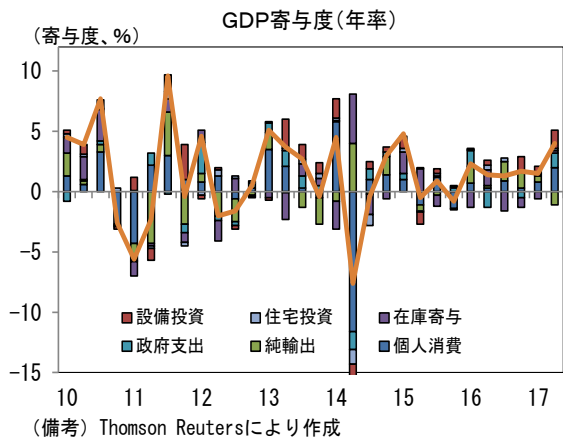
【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- 11日の米国株は反発。北朝鮮絡みの地政学リスクは残存したものの、10日に大幅下落を記録した後とあって買い戻し優勢。WTI原油は48.82 ドル （+0.23 ドル ）で引け。
- 11日のG10通貨はJPYとUSDが強かった一方、その他通貨は弱かった。米国時間朝方に公表されたCPIは予想比下振れで米金利低下・USD安を促したものの、一日を通じてみるとUSDが強さを維持。USD/JPYは米金利低下を横目に一時108台に突入。
- 11日の米10年金利は2.198%（+0.9bp）で引け。株式市場は反発も米CPIが弱く、金利上昇は限定的。欧州債市場（10年）はドイツ（0.415%、+3.3bp）、フランスが金利上昇となった一方、イタリア、スペインが横ばい。対独スプレッドはイタリア、スペインがタイトニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- 日本株は好調なGDP統計を横目に下落。USD/JPY下落、地政学リスクが重荷となっている（10:00）。
- 日本の実質GDP成長率（4-6月期）は前期比年率+4.0%とポジティブサプライズ。市場予想（+2.5%）を大幅に上回った。項目別では個人消費が+3.7%と消費増税後の最高を記録したほか、設備投資が+9.9%と著しい伸びを記録し、住宅投資も+6.0%と好調持続。純輸出（年率寄与度）は▲1.1%のマイナスとなったが、これは過去3四半期に平均+10%の増加を記録した反動であり基調は悪くない。注目の在庫投資は+0.2%と3四半期ぶりに増加したものの、事前予想よりは低水準であった。この結果、全体の

成長率から在庫投資を差し引いた最終需要は+3.8%と力強い伸びを記録。総じてみれば、内外需揃った高成長が持続していると評価できる。



< #驚くほど鈍いCPI #米金利低下 #米インフレ指標 >

- ・ 上述のとおり7月の米CPIは予想外に鈍い結果となり、米長期金利の低下を通じてUSD/JPYを下押しすると同時に日本株を圧迫している。3連休明けの本邦金融市場では、好調な日本のGDP統計をよそに日経平均は19500円近傍へと下落。目先的には北朝鮮絡みの地政学リスクと相俟って円高・株安リスクが懸念される。
- ・ 筆者は先週の当レポートで米CPIが市場予想どおりの結果になれば、米国のデフインフレ懸念が後退することで米長期金利が反転上昇、USD/JPY上昇を通じて日本株に上昇圧力を生じさせる可能性があるとは指摘した。しかしながら、上述のとおり米CPIは予想外に鈍い伸びに留まり、米インフレ基調がなお加速感に乏しいことを浮き彫りにすると同時に、FEDが12月に追加利上げを再開するとの市場参加者(含む筆者)の予想に疑問を投げかけた。
- ・ 7月CPIの結果から判断すると、FEDが最重要視する7月PCEコアデフレーター(8月31日発表)は6月の+1.5%から一段と減速する可能性が否定できない。その後、追加利上げ再開時期と目されている12月FOMCまでに入手できる8~10月データで反発が確認できれば、FEDは2017年入り後のインフレ率低下が“一時的”なものであったとして、予定通り利上げを再開すると思われる。しかしながら、FEDが予想外の低インフレに直面して追加利上げを見送る可能性が高まっていることはもはや疑いようがなく、仮にそうしたリスクが現実になれば、多くの市場参加者が利上げ再開を前提にしたポジションの修正を迫られることになる。FEDの利上げを阻害する要因として最も注視すべきは米インフレ指標(PCEデフレーター、CPI、平均時給、雇用コスト)であろう。