

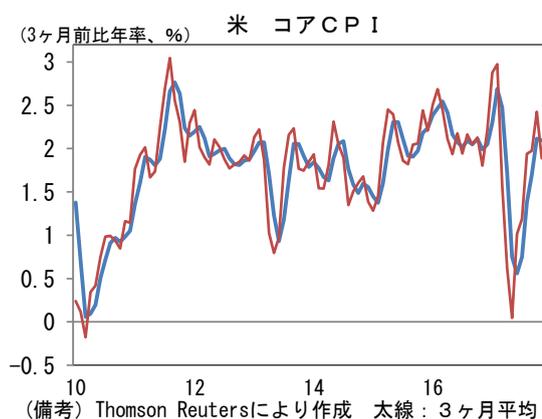
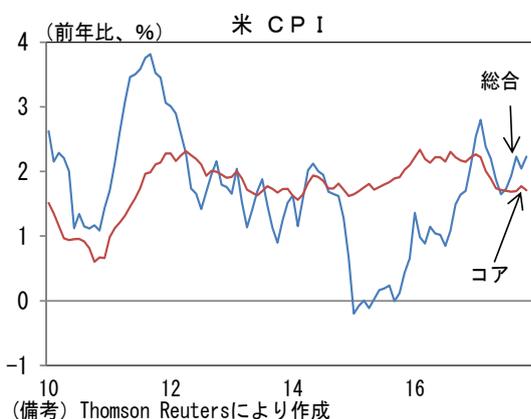
2018年も主役はC P I の可能性 ～F O M C はノーサプライズ～

2017年12月14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】

- ・11月米C P Iは前月比+0.4%、前年比+2.2%と市場予想に一致して前年比伸び率は0.2%pt加速。食料品が前月比+0.0%と横ばいも、ガソリン価格上昇を主因にエネルギー価格が+3.9%と大幅に上昇。他方、コアC P Iは前月比+0.1%と市場予想（+0.2%）を下回り、前年比伸び率は+1.7%へと予想外に減速（少数点2桁では前月比+0.12%、前年比+1.66%）。セール前倒しの影響もあってか衣料品が前月比▲1.3%と大幅に減速し、コア財が▲0.11%へとマイナス転化。その他では宿泊設備が▲1.3%と弱く、コアサービスが+0.2%へと減速。コアC P Iは3ヶ月前比年率で+1.9%、同3ヶ月平均で+2.1%と加速感に乏しい結果となった。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

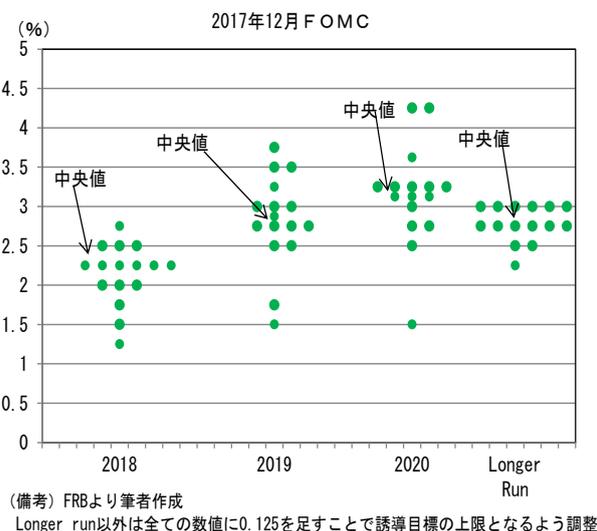
- ・前日の米国株は続伸。C P Iが予想比下振れ、ドットチャートの中央値も引き上げられなかったことから米金利が低下。金融引き締めが遠のくとの見方から株式市場は買い優勢。W T I原油は56.60ドル（▲0.54ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDが全面安。上述の米金利低下に歩調を合わせる形でUSD売りが進行。USD/JPYは113を割れ、EUR/USDは1.18を回復した。
- ・前日の米10年金利は2.342%（▲5.9bp）で引け。上記のほか、アジア時間にアラバマ州上院補欠選で民主党候補の当選確実が伝わり税制改革案への不透明感が台頭したことも金利低下要因に作用。欧州債市場（10年）はドイツ（0.314%、+0.0bp）が横ばい、フランス、スペインが小幅に金利上昇、イタリアが大幅に金利上昇。対独スプレッドはイタリアを中心にワイドニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米株高とUSD/JPY下落が綱引きする形となり、前日終値付近でもみ合い（10：30）。

<#2018年3回 #2019年2回 #主役はC P I>

- ・12月FOMCでは大方の予想どおり今次サイクル5度目の利上げが決定され、FFレート上限は1.50%とされた。利上げの決定にそのものに全く驚きはないが、反対票が2票投じられたことはやや意外であった。反対票を投じたエバンス・シカゴ連銀総裁とカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁のうち、後者はハト派の代表格であり意外感はないが、前者は直近に年内3回の利上げに異議を唱えていなかったこともあって、やや驚きであった。ここ数日に発表されたインフレ指標をみて利上げ反対に舵を切った可能性がある。
- ・注目のドットチャートは2018年が3回、2019年は2.25回の利上げ計画となり前回から不変。他方、2020年は9月時点から僅かに上方シフトして1.5回分の計画が示された。中央値は2018年末が2.25%、19年末が2.8125%、20年末が3.1875%、中立金利が2.75%。平均値は2018年末が2.14%、19年末が2.82%、20年末が3.14%、中立金利が2.78%であった。仮にこのとおりの進捗となれば、20年末までに25bpの引き上げを6.75回計画していることになる。なお、20年末の値が中立金利を上回るというこれまでとは異なる形状が示されたが、これはメンバーの入れ替えによって攪乱されている面があり、さほど本質的な印象は受けない。現在、空席となっている理事や地区連銀総裁の後任人事次第でその形状が変化する可能性があることを踏まえると、現時点で重要なメッセージと認識する必要はないだろう。
- ・2018年の利上げシナリオを展望すると、FEDが3回の計画を示しているのに対して金融市場の織り込みは2回分。年間を通じては1回分の隔たりがあるが、期近に目を向けると3月FOMCの利上げ確率が56.5%と市場参加者の織り込みはますます進んでいる。筆者は、今後も良好なマクロファンダメンタルズが保たれれば、時間の経過と共に織り込み度合いが上昇していくと予想しているが、そうした基本観に対するリスクシナリオとして認識しておきたいのは「低インフレ」の長期化。
- ・現時点でFEDが「低インフレは一時的」として将来のインフレ軌道に自信を持っているのに対して、市場参加者はその見方に半信半疑で、FEDが利上げ（一時）停止を余儀なくされることを織り込んでいる。FEDがフィリップスカーブのフラット化を「謎」としている以上、それが解決しない限り、利上げ継続に疑問符が投げかけられるのは当然の帰結だろう。実際、13日発表の11月コアCPIはFEDの予想に疑問を投げかける結果となり、金融市場は大きく反応した。そのインパクトがFOMCの結果発表直後よりも大きかったことを踏まえると、2018年もCPIが主役級の存在感を示す可能性があるだろう（たとえば、13日の米10年金利低下の過半はCPI公表直後に起きた）。引き続き、インフレ指標に注目したい。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。