

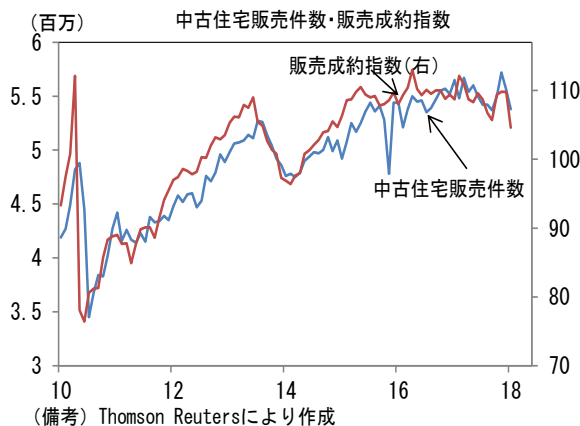
下がるなら 除いてしまえ 帰属家賃
～裏技使うとインフレ率+1.2%～

2018年3月1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】

- ・1月米中古住宅販売仮契約指数は前月比▲4.7%と4ヶ月ぶりに低下。市場予想（+0.5%）を下回ったうえ、12月分も±0.0%へと0.5%pt下方修正された。この指標が実際の中古住宅販売件数に1・2ヶ月の先行性を有することに鑑みれば、先行きの中古住宅販売件数は伸びが鈍化する可能性が高い。



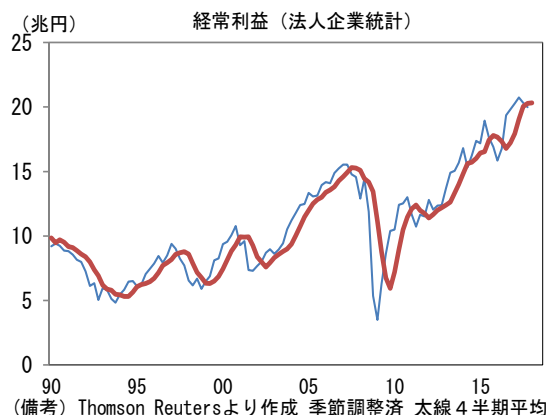
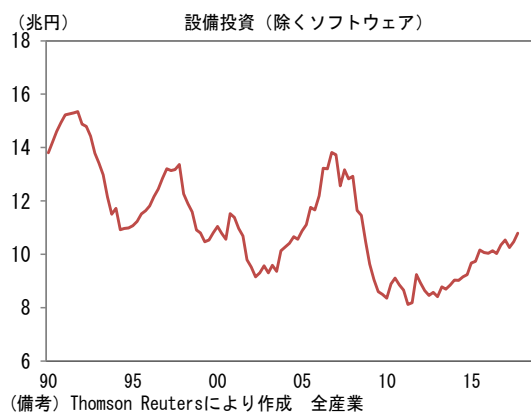
【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は続落。特段の材料がないなかで取引前半は買いが先行していたものの、上値の重さが意識されてか売り優勢に転じた。WT I 原油は61.64ドル（▲1.37ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はJPYが最強でUSDが続いた。欧米金利が低下するなか、JPYは日銀の超長期債オペ減額等を受けて買われ、USD/JPYは107を割れた。他方、EUR/USDは27日からの下落が継続し、1.22を割れる展開に。
- ・前日の米10年金利は2.861%（▲3.3bp）で引け。軟調な株式市場を横目に米債は月末需要等から買い優勢の展開に。欧州債市場（10年）はドイツ（0.668%、▲2.3bp）、フランス、スペイン、イタリアが何れも金利低下。対独スプレッドは概ね横ばい。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米国株下落に追随して安寄り後、USD/JPYの安定などから下げ渋り（11：00）。
- ・法人企業統計によると設備投資（除くソフトウェア）は前年比+4.7%と市場予想（+2.7%）を上回り、5四半期連続の前年比プラス。季節調整済み前期比でも+3.1%と強く伸び、内訳は製造業が+7.7%、非製造業が+0.6%であった。製造業は7-9月期の+3.7%に続き、高い伸びが実現。この間の資本財出荷の増加と概ね整合的で維持・更新投資の他、人手不足解消のための省力化投資などが背景にあるとみられる。
- ・売上高（SA）は前期比+2.3%と6四半期連続で増加。製造業が+2.3%、非製造業も同じく+2.3%であった。他方、経常利益は前期比▲1.7%と2四半期連続で減少。製造業が▲7.6%、非製造業が+1.9%であった。

た。足もとでは原油価格反発、円安基調の反転などから増益モメンタムは一服しつつある。



< # オペ減額 # 帰属家賃除くと # C P I は+1.2% # 出口が近づく >

- ・昨日、日銀は1月9日以来となるオペ減額を実施。残存期間25年超の超長期債を前回から100億円減額して700億円とした。それまでのイールド・カーブのフラット化を踏まえると、減額そのものに違和感はないが、条件反射的な動きから直後の金融市場では円高・株安の反応がみられた（同時時間帯に中国の製造業PMIが低下したことも大きい）。オペ減額をステルス・テーパリングと見做す向きが相当程度存在するのも事実だろうが、いずれにせよ日銀の行動変化が「出口戦略」と捉えられ易い現状がある。
- ・そうしたなかで、筆者は帰属家賃を除いたC P I が伸びを高めていることに注目。日銀が重要視する尺度はコア（除く生鮮食品）と新型コア（除く生鮮食品・エネルギー）の二つが代表的だが、コアは前年比+0.9%、新型コアは+0.4%と、周知のとおり伸び悩み日銀にとって都合の悪い数値となっている。他方、日銀が展望レポート等で問題を指摘している「帰属家賃」とエネルギーを除いた系列の前年比上昇率が+1.2%まで高まっていることは盲点だろう（生鮮食品・帰属家賃を除いた系列は+1.0%、4ヶ月連続で1%超）。帰属家賃は景気循環にほとんど関係なくマイナス圏で推移しており、この点を日銀および統計の専門家が問題視している。また、帰属家賃を除いた数値の方が消費者のキャッシュフローや体感物価に近く、日銀の重視する予想インフレ率の形成に重要であるという点を踏まえると、今後、日銀が帰属家賃を除いた系列を重視してくる可能性はあるだろう。その場合、出口までの距離が一気に縮まることになり、金融市場では出口への布石と見做される可能性が高い。

