

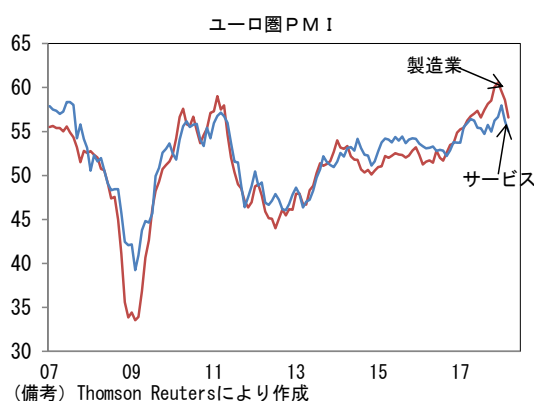
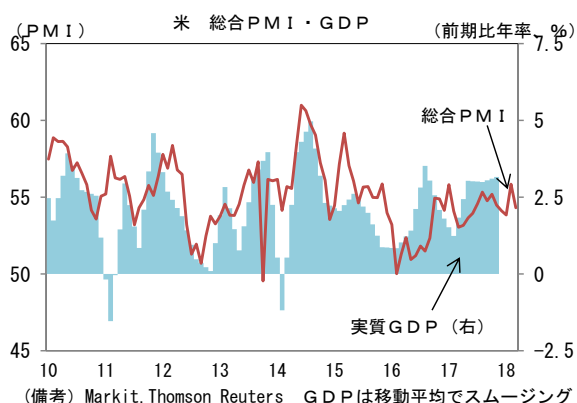
## 物価は念願の1% ～しかしこれでは出口に向かえない～

2018年3月23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】

- ・ 3月米総合PMIは54.3へと2月から1.5pt低下。製造業（55.3→55.7）が改善した反面、サービス業（55.9→54.1）へと軟化。1-3月期平均の総合PMIは54.7で着地し、10-12月期と同等のモメンタムを維持。米経済は金融市場の逆風に持ち堪えた形となる。
- ・ 3月ユーロ圏総合PMIは55.3と2月から1.8pt軟化して直近ピークの1月から3.5pt低下。製造業は56.6と直近3ヶ月で累積4.0pt低下、サービス業は55.0と直近2ヶ月で累積3.0pt低下。水準そのものは依然として力強い景気拡大に整合する領域にあるものの、トレンドは明確に下方屈折しており1-3月期は成長鈍化が予想される。

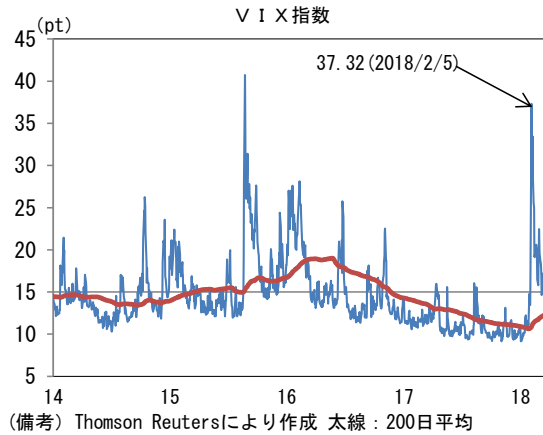


### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

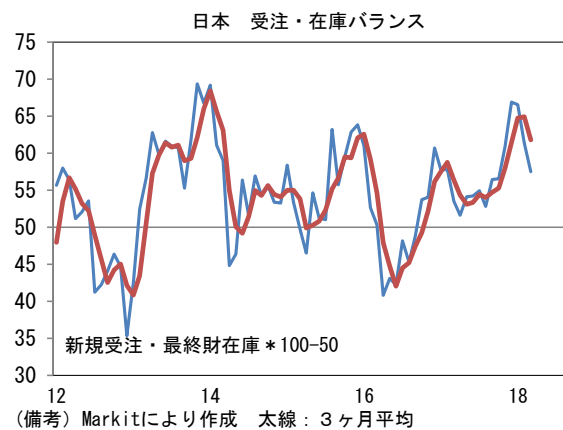
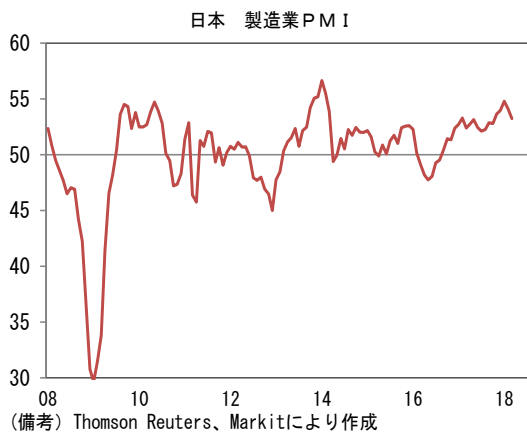
- ・ 前日の米国株は続落。米中貿易摩擦に対する懸念などから幅広い銘柄に売り波及。WTI原油は64.30 $\downarrow$ （▲0.87 $\downarrow$ ）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はJPYが最強でCHFとUSDが続いた。一日を通して米長期金利が低下したが、USDは広範な通貨に対して買われた。反面、USD/JPYは米国時間入り後にリスクオフが強まる下で105前半へと水準を切り下げた。EUR/USDは1.23前半へと水準を下落。その後、USD/JPYは23日の日本時間早朝に104台に突入した。
- ・ 前日の米10年金利は2.824%（▲5.9bp）で引け。アジア時間から一貫して金利低下となりイールドカーブはブルフラット。5年10年スプレッドは20bpへとタイトニング。欧州債市場（10年）はドイツ（0.529%、▲6.3bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも金利低下。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】

- 日本株は米国株の大幅下落を受けて大幅安で寄り付いた後、もみ合い（10：15）。日経平均の下落率は3%超。3月入り後に収束しつつあった米金融市場のボラティリティは再び上昇し、VIX指数は23.34と節目の20を突破。日本株も当面の間、大幅な変動を余儀なくされるだろう。VIXがスパイクした過去の経験則から判断すると、金融市場が落ち着きを取り戻すには3週間程度が必要となる。



- 22日発表の日本の3月製造業PMI（速報値）は53.2へと2月から0.9pt低下し、2ヶ月連続で水準を切り下げた。1月の54.8からは1.6ptの低下である。ヘッドライン、サブインデックスともに水準は良好だが、内訳をみると新規受注・在庫バランスが下方屈折するなど、モメンタム鈍化のシグナルが発せられている。主要項目では生産（53.4→52.5）、新規受注（54.7→53.2）、雇用（54.2→53.1）が揃って低下したほか、購買品在庫（51.9→50.9）も下押しに寄与。サプライヤー納期（55.7→56.3※筆者が符合調整）は押し上げに寄与したが、これが景気拡大のシグナルかは疑わしい。上場企業を対象にしたロイター短観や、消費者に近い立場のビジネスサーベイである景気ウォッチャーも足もとで軟化、3月調査の日銀短観も当社予想が正しければ12月調査対比で軟化する見込み。これら一連のサーベイ指標の軟化は1-3月期に景気の本質が鈍化していることを強く示唆している。



- 2月消費者物価指数は総合が前年比+1.5%、コア（除く生鮮食品）が+1.0%、新型コア（除く生鮮食品・エネルギー）が+0.5%とそれぞれ1月から0.1pt加速して市場予想に一致。主な動きとしては、生鮮野菜が高止まりする下、エネルギーが僅かながら上昇加速、携帯電話関連の下押し一巡などからサービス物価が加速。労働集約的なサービス物価は前年比+0.3%、帰属家賃を除いたベースで+0.5%へと伸びを高めた。季節調整済みの系列は総合、コア、新型コアが何れも前月比+0.1%上昇。このうち新型コアは直近6ヶ月のうち4ヶ月で前月比プラス、3ヶ月前比年率では+0.8%と基調は上向いており、ここから判断すると前年比上昇率は加速傾向を維持するとみられる。原油、為替次第だが、コアCPIは1%近傍を維

持するとみられる。

- ・コアCPIの1%到達が、日銀がYCC微調整を開始するにあたっての条件の一つになると認識する市場関係者は多い（含む筆者）。コアCPIの1%超えが半年程度にわたって持続すれば、日銀が「2%への道筋が確認できた」として金融緩和の度合いを緩めるといったシナリオに基づいている。とはいえ、CPIの1%到達は飽くまで条件の一つに過ぎない。日銀が出口戦略を実行するにあたって最も重要な条件は、世界経済（≒米国経済）が堅調で本邦金融市場が落ち着いていることだろう。目下のように海外経済のダウンサイドリスクが意識されつつあるなかで円高・株安が進行していれば、そうした下で金融緩和の度合いを緩めることは自殺行為にほかならない。筆者は年内に日銀がYCCの微調整に着手するとみているが、その予想は後ろ倒しリスクに晒されている。

