

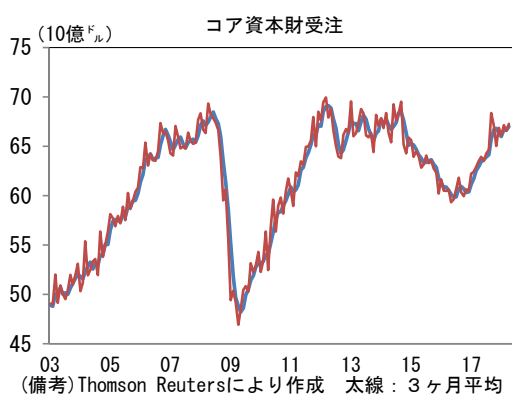
## 出口のシグナル消灯 ～5月消費者物価を受け、年内YCC微調整は困難と判断～

2018年5月28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】

- ・4月米耐久財受注は前月比▲1.7%と予想比やや弱めの結果。民間航空機の反動減が響いたが、輸送用機器を除いたベースでは+0.9%とまざまざ。そこから国防財等を除いたコア資本財受注は前月比+1.0%と強めの数値。過去分が0.5%pt下方修正されたため、均すと予想を上回る強さではないが、それでも3ヶ月前比年率でみたモメンタムは上向きに転じている。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は小幅反落。イランとベネズエラの原油供給減少を補う目的でロシアとOPECに増産観測。原油価格が大幅に下落したことからエネルギー株が軟調。もともと28日にメモリアルデーの祝いを控え、大きな動きは観察されなかった。WT I 原油は67.88ドル（▲2.83ドル）で引け。
- ・前日のG10 通貨はUSDの強さが目立った。南欧諸国を除く主要国金利が軒並み低下するなか、米金利の低下幅が相対的に小さかったこともあってUSDが買われた。USD/JPYは米金利が低下するなかで底堅く推移し109後半で一進一退。米国の3連休を控えていることもあって慎重な展開となった。
- ・前日の米10年金利は2.931%（▲4.6bp）で引け。マクロ面の材料に乏しいなか、月末需要も一部あってか金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.406%、▲6.6bp）、フランスが金利低下となった反面、イタリア、スペインが金利上昇。対独スプレッドはイタリア、スペインが大幅にワイドニング。この日はポルトガル、ギリシャの金利上昇も顕著。イタリアの政局不透明感が南欧諸国の金利上昇を誘発する事態に発展しているが、ここへ来てスペインでも政治リスクが浮上。スペイン最高裁はラホイ首相の元側近や元閣僚等に対し、汚職問題で有罪判決を言い渡した。最大野党の社会労働党（PSOE）はラホイ首相の不信任動議提出の準備を進めているという。

### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は小幅ながら反発スタート（9：30）。一旦は中止となった米朝首脳会談は、再度開催に向けての動きがみられており、それに対する期待感が芽生えている。

< # 5月消費者物価 # 東京都区部CPI # 内生インフレ乏しい # 出口は時期尚早 >

- 先週は米朝首脳会談の中止・延期、米国が自動車の輸入関税を2.5%から25%へと引き上げる案が浮上するなど政治面では慌しい動きがあったが、本邦金融市場に最もインパクトを及ぼし得る材料は5月東京都区部CPIの失望的な結果だろう（ただし、ほとんど話題にならなかった）。この結果を受けて筆者は年内に日銀がYCC微調整に着手するとの見通しを取り下げる。 [5月25日付けの筆者レポート](#)で言及したとおり、原油価格上昇を受けたコアCPI（除く生鮮食品）の加速をもって日銀が“物価のモメンタムは強まっている”と判断するリスクは完全に排除できないものの、価格改定が集中する4月の消費者物価が不発に終わり、5月に一段と減速する可能性があることを踏まえ、エネルギー以外の品目（新型コア）が1%を安定的に上回るとの見通しは描きにくく、日銀が出口へ向かうとのシナリオは修正が必要と判断した。新型コアの1%定着は、日銀がYCC微調整に着手するトリガーになると目されている。
- 5月東京都区部消費者物価はコアCPI（除く生鮮食品）が前年比+0.5%、新型コア（除く生鮮食品・エネルギー）が+0.2%へとそれぞれ0.1%pt減速。内訳は耐久財の弱さが目立ったほか、4割弱のウェイトを占めるサービス（除く帰属家賃）が減速した。労働集約的なサービス物価の弱さは、労働需給逼迫が労働コスト増加を通じて価格転嫁されるという、メカニズムが正常に機能していないことを浮き彫りにしており、デフレマインドがなお根強いことを印象付ける。こうした動きに鑑みると、全国版CPIもエネルギー以外の品目の弱さが続く判断せざるを得ない。コアCPIは原油価格上昇の影響で1%近傍を維持するとみられるが、内生的インフレに乏しい状態が続く見込み。以上を踏まえ、日銀が年内に出口戦略に着手するのは“時期尚早”と判断する。

