

4月の値上げ「不発」はきつかった ～万が一2%目標の修正検討なら混乱は不可避～

2018年6月12日（火）

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】

- ・欧米で主要な経済指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は小幅ながら4日続伸。G7会合では米国の保護主義的な動きが目立ったものの、リスクオフには至らず。他方、イタリアのトリア経済・財務相がユーロ離脱に否定的な見解を示したことからイタリア株が3%超の上昇。欧州株が全般的に買われた。WTI原油は66.10ドル（+0.36ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDが主要通貨に対してまちまちの動きとなるなか、JPYが最弱となった。上述のトリア経済・財務相の発言を受けて欧州通貨が堅調だった反面、CAD、NZD、NOKなど資源国通貨がやや軟調。USD/JPYは日本時間から徐々に水準を切り上げ110を突破した後、ほぼ一貫して上昇。12日のオセアニア時間では一段と水準を切り上げている。
- ・前日の米10年金利は2.952%（+0.6bp）で引け。マクロ面で材料に乏しいなか、株式市場の上昇を横目に金利上昇。欧州債市場（10年）はドイツ（0.493%、+4.4bp）、フランスが金利上昇となった反面、イタリア（2.838%、▲29.3bp）が大幅に金利低下となりスペイン、ポルトガルも追随。対独スプレッドはイタリアを中心に南欧諸国がタイトニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株が堅調に推移した流れを引き継ぎ、小幅高で寄り付いた後、もみ合い（10:00）。

<#日銀会合 #集中点検 #2%目標 #コア物価鈍い>

- ・各種報道によると14-15日の金融政策決定会合では物価の集中点検が行われるという。価格改定の集中する4月の消費者物価では、一斉値上げが不発に終わり、5月の東京都区部CPIでは更なる減速が確認された。消費者物価の伸びが4月に縮小したことについて、日銀内部では「まさか伸び率が縮小するとは思わなかった」との声があがったとも伝えられており、日銀の危機感が窺える。7月に発表する展望レポートでは、賃金・物価上昇率の弱さについて詳細な分析結果が示されると期待されるが、早ければ6月会合の声明文にも何らかの表現変更が加えられる可能性があるだろう。
- ・声明文は景気の総括判断が「所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している」で据え置かれ、消費、生産、輸出、設備投資など主要項目の大半も据え置きが予想される。他方、物価について「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%程度となっている」という現在の表現には僅かながら下方修正の余地があろう。コアCPIは4月に前年比+0.7%まで減速しており、数字を額面通り評価すると「0%台後半」が適当と言える。エネルギー価格上昇によって、先行きのコアCPIが1%程度を維持する可能性が相応に高いことから、現時点で下方修正される可能性は低いものの、エネルギーを除いた新型コア物価が僅か+0.4%に落ち込んでいる現状を踏まえると、何らかの表現変更が加えられる可能性はあるだろう。日銀が事実上の物価目標に採用している尺度がエネルギーを含んだコア物価である以上、日銀としては「物価のモメンタム」が維持しているとの見解を貫くだろうが、消費者物価の内訳を

みる限り、内生的なインフレ圧力が生じている証左はほとんどない。労働集約的なサービス物価は相変わらず0%台前半で推移しており、賃金・物価が互いに刺激し合っている様子は窺えない。報道では、一向にインフレ率が高まらない背景について構造面を含めて包括的に分析すると伝えられているが、インターネット通販の普及や高齢化など、金融政策の効果が届かない構造的要因が指摘される可能性がある。

- 日銀が物価の弱さの理由を構造的要因に求めることは（日銀の）物価見通しの下方修正を通じて、金融緩和の長期化を意識させる。筆者は4月CPIの弱さを受けて、年内にYCCが調整されるとの予想を既に撤回したが、エネルギー以外の物価上昇率が加速しない状況が長期化すれば、今度は追加緩和の可能性を検討する必要がでてくる。金利・量・質の何れも政策余地が乏しいなか、筆者は将来的に日銀がYCCにもオーバーシュート型コミットメントを導入し、日銀が世界一緩和的であるとのメッセージを市場に送る、というシナリオを描きつつある。次の政策変更は引き締め方向ではなく、緩和方向になる可能性が高まっている印象だ。
- なお、万が一のシナリオとして今回の物価の集中点検が、2%目標の下方修正を意識させるものになれば、金融市場の混乱は不可避だろう。為替市場では急激に円高が進行し、株価は大幅な下落リスクに直面する。