

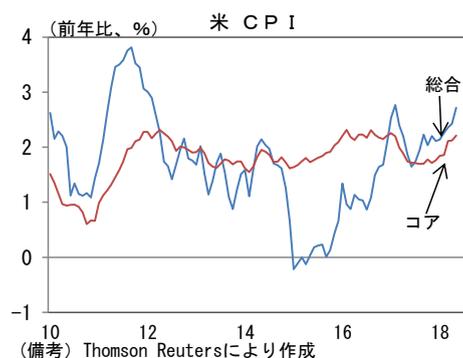
ドットチャートをもて長短金利差はどう動くか ～景気後退のシグナルに注意～

2018年6月13日（水）

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】

- ・5月米CPIは前月比+0.2%、前年比+2.8%と予想に一致。食料が前月比±0.0%と不変も、エネルギーが前月比+0.9%と全体を押し上げた。それらを除いたコア物価は前月比+0.2%、前年比+2.2%と予想に一致して前年比伸び率は4月から0.1%pt加速。コア財は前月比▲0.1%と3ヶ月連続でマイナス、コアサービスは+0.3%と直近のトレンド並み。家賃が年率3%半ばの上昇軌道にあるほか、宿泊設備が前月比+2.9と強かった。一方、中古車は前月比▲0.9%と4ヶ月連続でマイナス。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

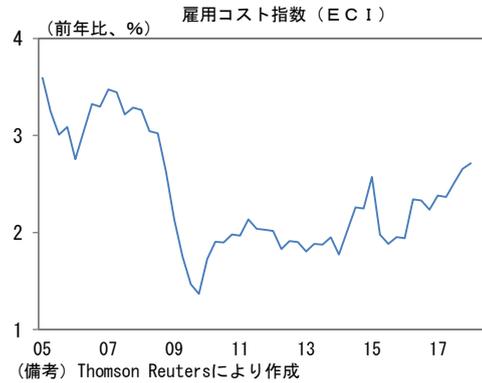
- ・前日の米国株は小幅ながら5日続伸。NYダウは不変もS&P500は新規の材料が乏しい中で買い優勢。WTI原油は66.36ドル（+0.26ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDが堅調。何れの通貨に対しても変化率は小幅であったが「パウエル議長、毎回のミーティングで記者会見を行うことを検討」との報道がUSDの押し上げ要因に。毎回のFOMCで利上げが可能になるとの連想が働いた。USD/JPYは米朝首脳会談が特段材料視される場面もなく110前半で一進一退。
- ・前日の米10年金利は2.961%（+0.9bp）で引け。米CPIは予想に一致して加速を確認したが、特段材料視されず。カーブはフラット化。欧州債市場（10年）はドイツ（0.491%、▲0.2bp）が横ばい、フランスが小幅に金利低下となった反面、イタリア（2.862%、+2.4bp）が小幅ながら金利上昇となりスペインも追随。対独スプレッドはイタリア、スペインが小幅にワイドニング。

【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USD/JPYの安定が好感される下、小幅高で推移している（10:00）。

<#ドットチャート #長短金利差 #CPI #3回のメンバー6名>

- ・上述のとおり米CPIは市場予想に一致してインフレ基調の底堅さを確認させる結果であった。コア財物価は上昇の兆しが見えないものの、堅調なコアサービスの軌道は賃金上昇圧力がサービス価格上昇に転換されつつあることを映し出しており、内生的インフレの強まりを意識させる。雇用コスト指数が3%程度の上昇軌道にあることから判断すると、サービス物価主導でインフレ圧力が増大していく可能性が高い。



- ・こうしたインフレ基調の底堅さを後ろ盾にFEDは6月FOMC（日本時間6/14 03:00）で25bpの利上げを決定する見込み。FF金利上限の2.0%への引き上げは確定事項になりつつあり、市場関係者の関心は声明文とドットチャートに集中している。筆者レポートで指摘してきたとおり、現在のFF金利と中立金利の距離感についてFEDがどういった認識を示すかが注目される。ドットチャートから読み取れる中立金利は3%程度（中央値は2.875%）であるが、自然利子率（アールスター）の推計に取り組んでいるウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁（NY連銀総裁に就任予定）は、現在の中立金利が2.5%程度であるとの認識を示すなど、見方にはバラつきがある。
- ・このように市場関係者の関心が徐々に利上げの「頂点」に移行しつつあるが、2018年の利上げ計画も注目されよう。現在、3回の利上げ計画を提示しているとみられるのはカプラン総裁（5月24日の発言が根拠。以下は日付のみ記載）、ハーカー総裁（6月2日）、ボスティック総裁（5月22日）、ウィリアムズ総裁（6月1日）、パウエル議長（発言なし、不確定要素あり）、ブレイナード理事（18年は具体的言及なし）エバンズ総裁の6名だが、エバンズ総裁については過去の言動から判断して4回への変更の可能性は低いと判断される。またブラード総裁（5月28日）、カシュカリ総裁は利上げ休止を訴えており、引き上げの可能性は極めて低い。
- ・現在のドットチャートの形状では、上記5名のうち1名が4回へ引き上げることで中央値が2.500%（0.125%を足すことで上限になるよう調整）へシフトすることから、その可能性は5分5分といえるだろう。このような状況で18年に4回の利上げ計画が示されたとしてもそれはサプライズではないが、2020年の計画や中立金利が上方シフトした場合は、タカ派として受け取られる可能性が高い。
- ・可能性は低いものの、仮に20年以降のドットチャートが引き上げられた場合、長短金利差の一段の縮小には注意したい。既にイールドカーブのフラット化が進行し、逆イールドが視野に入りつつあることを踏まえると、長短金利差の縮小それ自体が金融市場のリスク回避姿勢を促す可能性がある。長短金利差の縮小ないし逆イールド発生は、銀行の貸出意欲を削ぐことから景気後退の引き金になるとされているが、先見的な金融市場参加者は、逆イールド発生そのこと自体に注目する。

