

物価の弱さが構造要因なら金融政策は限界？ ～5月CPIも冷えていた～

2018年6月22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】

- ・BOEのMPCでは政策金利の据え置きが決定された。金利据え置きそのものは予想どおりだが、事前予想より1票多い3票の反対票が投じられたことは、ややサプライズであった。市場では8月の利上げ観測が上昇し、為替市場ではGBPが上昇。
- ・6月フィラデルフィア連銀製造業景況指数は+19.9と5月から14.5pt低下。市場予想（+29.0）を下回った。もっともISM換算では59.7と高水準を維持し、1-3月平均を0.8上回っている。この指標とNY連銀指数から判断すると6月ISMは5月（58.7）と同等の着地が予想される。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は下落。米指標が軟調だったことに加え、貿易摩擦に対する懸念から建機大手が下押しに寄与。また米最高裁が州政府にオンライン小売業に対する売上税の徴収を認める判決を下したことで関連銘柄が売られた。WTI原油は65.54ドル（▲0.17ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はNOKが最強でそれにBOEの利上げ観測上昇を受けたGBPが続いた。イタリアの政局不安が材料視されたもののEURは上昇し、CHFも強かった。USD/JPYは米長期金利が低下するのを横目に110を割れた。
- ・前日の米10年金利は2.897%（▲4.2bp）で引け。株式市場の下落を横目に金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.335%、▲4.2p）、フランスが概ね横ばいだった一方、イタリアが大幅に金利上昇（2.732%、+18.3bp）、スペインが追随した。対独スプレッドはイタリア中心に南欧諸国が拡大。イタリアの財政・予算を司る重要ポストにユーロ懐疑派が指名されたことが背景。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株下落に追随して安寄り後、もみ合い（10:15）。
- ・5月消費者物価指数は総合が前年比+0.7%、コア（除く生鮮食品）が+0.7%、新型コア（除く生鮮・エネルギー）が+0.3%であった。総合が予想比0.1%ptの上振れ、コアと新型コアが予想に一致。4月との比較では総合が0.1%pt加速、コアが横ばい、新型コアが0.1%ptの減速であった。季節調整済み前月比は総合が+0.1%、コアと新型コアが横ばい。このうち新型コアは3ヶ月前比年率で▲0.8%、同3ヶ月平均で▲0.3%へとマイナス圏に突入し、春先以降のモメンタム鈍化が鮮明となった。
- ・品目別に前年比変化率みると、電気代、ガス代の減速をガソリンの加速が補ったことでエネルギー（+5.3%→+5.6%）の上昇寄与が拡大したほか、家庭用耐久財、教養娯楽用耐久財、宿泊料の下落幅が縮小。その反面、振れの大きな外国パック旅行費の上昇幅が縮小。
- ・労働集約的なサービス物価（除く帰属家賃）は前年比+0.4%へと0.1%pt減速。外食、運輸・通信関連の上昇率が比較的高い伸びを示す反面、その他の項目が弱く、全体としてみれば労働コストの上昇が価格転嫁されている様子は窺えない。筆者が関連指標として注目しているサービス業PMIのサービス単価指数も1月をピークに下向きのカーブに転じつつあり、消費者物価統計の弱さを裏付けている。

- ・先行きはエネルギー価格の上昇がラグを伴って波及してくることから、エネルギーを含んだコア物価は1%近傍の上昇率が見込まれるものの、内生的な尺度である新型コアが1%に向けて伸びを高めていく姿は描きにくい。需給ギャップが改善していることは事実だが、企業の価格設定スタンスは依然として慎重で、フィリップスカーブに生体反応がみられない状態が続いている。失業率が2%近傍まで低下すれば、さすがに「傾き」が復活すると思われるが、90年代前半のような関係を取り戻すことは難しい。
- ・価格転嫁の動きが強まると予想されていた4月に物価上昇率が鈍化し、5月も新型コアが一段と減速したことで、2%はおろか1%の上昇すら困難な状況に陥りつつある。日銀は7月の展望レポート発表に向けて物価が上がらない理由の解明を急いでいると思われるが、そうした分析を重ねるほど、理由が構造要因に求められる可能性が高いことには注意が必要。実際、6月18日に発表された「インターネット通販の拡大が物価に与える影響」と題した日銀レビューでは、インターネット通販の台頭によって新型コア物価が0.2%程度下押しされている可能性があるとの分析結果を示された。
- ・物価上昇率の鈍さを構造要因で説明することは、金融政策によって物価上昇率を高めることの限界を認めるのと同義。現実路線に転じたといえればそれまでだが、金融政策の限界を日銀が一部認めるようなことがあれば、日銀が効果より副作用を重視する姿勢に転じたと解釈され、出口観測に繋がる可能性があるだろう。

