

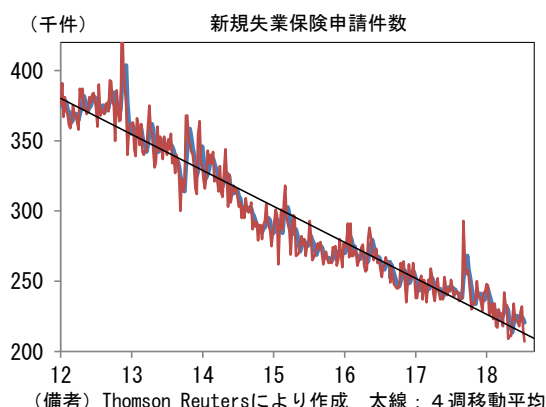
消費者物価ではみえない強気姿勢 ～日銀はもどかしい～

2018年7月20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】

- ・米新規失業保険申請件数は20.7万件と前週から0.8万件減少。1969年以来の低水準となり、20万件割れが視野に。前年比減少率も、ここへ来て再び加速しており労働市場の量的拡大が窺える。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は6営業日ぶりに反落。この日発表されたダウ構成銘柄の決算が一部で嫌気されたほか、米国とEUの自動車関税を巡る懸念が利益確定売りを誘発。トランプ大統領はFEDの利上げを「好ましくない」と発言。当初、利上げ打ち止め観測を通じて株価押し上げに寄与したが、中央銀行の独立性を脅かすとの見方から市場心理の悪化に繋がった可能性がある。WTI原油は69.46ドル（+0.70ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨は上述のトランプ大統領発言を受けてUSDが売られる展開。一日を通してみれば、NOK、CAD、NZDといった資源国通貨が軟調だったが、トランプ大統領の発言を受けて何れの通貨も買い戻しが入った。USD/JPYは112半ばへと下落し、EUR/USDは1.16半ばまで水準を切り上げた。新興国通貨はZARが軟調。南ア中銀は予想どおり政策金利据え置きも、ZARは2.0%の下落を記録。なお、日銀の輪番オペ減額に対する反応は限定的。
- ・前日の米10年金利は2.838%（▲3.1bp）で引け。欧州時間は英独債ラリーに追随。その後、トランプ大統領の発言を受けて一段と金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.330%、▲1.2bp）が小幅ながら金利低下、フランス、イタリア、スペインが概ね横ばい。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】

- ・日本株は軟調な欧米株の流れを断ち切り、小幅ながら上昇（10:00）。

<#消費者物価 #エネルギー以外が特に弱い #日銀 #CPI以外は上昇している>

- ・6月の消費者物価は総合が前年比+0.7%、コア（除く生鮮食品）が+0.8%、新型コア（除く生鮮食品、エネルギー）が+0.2%であった。予想比では総合が0.1%pt下振れ、コアが一致、新型コアが0.2%ptの下振れ。5月との比較では総合が不変、コアが0.1%pt加速、新型コアが0.1%ptの減速。季節調整値では総

合とコアが前月比+0.1%、新型コアが▲0.1%であった。

- ・日銀が事実上の政策目標に採用しているコアCPIはエネルギー価格の上昇によって支えられた反面、内生的な物価の基調を示す新型コアCPIは予想外に弱く、前年比上昇率は僅か0.2%まで縮小。3ヶ月前比年率では▲0.5%と完全に下を向いた。エネルギー以外の品目が弱い構図はこれまでどおりだが、6月データはこうした傾向が一段と鮮明化した形。労働集約的なサービス物価（除く帰属家賃）が前年比+0.4%と伸び悩んでいるほか、耐久消費財の下落幅が▲1.0%と相変わらず大きい。
- ・日銀は7月の展望レポート公表に向けて物価の「集中点検」を行っている模様だが、今回の結果は「マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる」との日銀シナリオに疑問を投げかける。
- ・このように消費者物価で計測したインフレ率が鈍い一方、企業サーベイでは値上げや価格転嫁の進展が窺え、消費者物価とは異なる姿が映し出されている。一つはPMIのサブ項目の価格判断。製造業（製品価格）、サービス業（サービス単価）の双方とも50を安定的に上回っており、このことは社数ベースの議論において値上げが多数派になっていることを物語っている。消費者物価統計の季節調整済み前月比の数値が横ばいしないしは若干の下落傾向にあるのと相反する。
- ・もう一つは日銀短観の販売価格判断DI。注目すべきは労働集約的な非製造業で、価格交渉力が弱いとされる中小企業の値上げ積極化が反映されていること。これまで中小企業の販売価格判断DIは一貫して大企業のそれを下回ってきたが、ここへ来て人件費上昇が顕著になるなかで、最近は大企業に比肩した。これは値上げの裾野拡大そのものであろう。これも消費者物価の減速と相反する。
- ・これら数値は何れもBtoB段階の取引も含んでいることから、消費者物価とは完全に整合しないが、消費者物価では観測されないインフレ基調が強まっている可能性はある。日銀の重視する指標が消費者物価である以上、それ以外の指標のインパクトは小さいが、消費者物価で観察できないところで企業が販売価格を引き上げている可能性はある。

