

Market Flash

2020年6月25日(木)

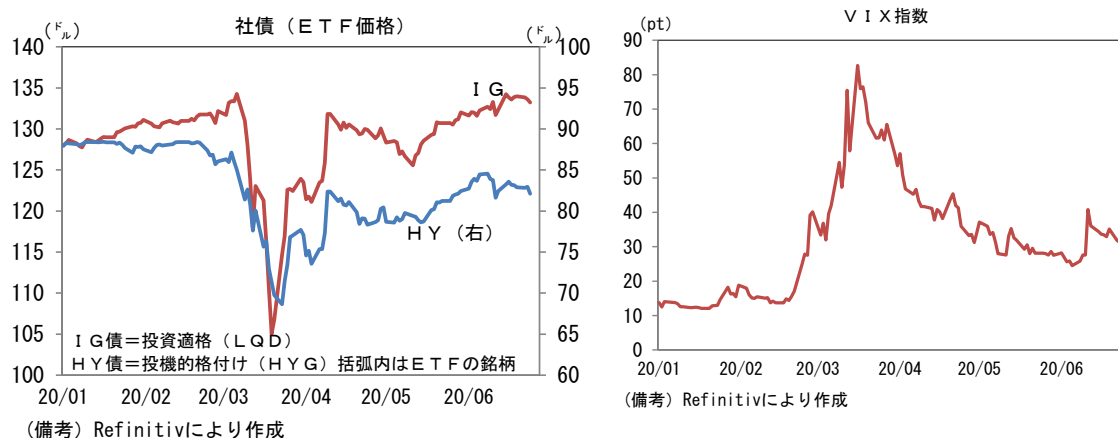
さすがに無理があるコロナインフレ説 ～日銀の対戦相手はコロナ後もデフレ～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

- ・日経平均は先行き12ヶ月20,000程度で推移するだろう。
- ・USD/JPYは、先行き12ヶ月105程度で推移するだろう。
- ・日銀は現在のYCCを長期にわたって維持するだろう。
- ・FEDはゼロ金利政策下で資産購入を継続するだろう。

<#日銀#物価#需給ギャップ#デフレ>

- ・前日の米国株は大幅反落。NYダウは▲2.7%、S&P500は▲2.6%、NASDAQは▲2.2%で引け。南部地域の爆発的感染拡大が嫌気された（ただし死亡者数は低下傾向）。ニューヨーク州などの北東部の州は感染拡大地域から訪れる人に対して14日の自主隔離措置を義務付けるとして移動制限を再度強化。VIXは33.8へと上昇。クレジット市場はIG債（投資適格）、HY債（投機的格付け）が共に軟調。



- ・米金利カーブはブル・フラット。2年は0.184% (▲0.2bp)、10年は0.677% (▲3.4bp)、30年は1.431% (▲6.1bp) で引け。10年予想インフレ率 (BEI) は1.32% (▲4.3bp) へと5日ぶりに低下した。為替 (G10通貨) はUSDが堅調。USD/JPYは米国時間早朝から上昇し107を回復、EUR/USDは1.12半ばへと水準を切り下げた。商品はWTI原油が38.0ドル (▲2.4ドル) と下落し、銅は5865.5ドル (▲40.0ドル) へと下落。金も1775.1ドル (▲6.9ドル) へと下落した。安全資産の「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格は低下 (銅/金)。

- ・日銀の金融政策を読む上で、コロナ禍発生前後の経済構造の変化、特に物価動向は重要な視点となる。
- ・コロナ禍発生後の物価動向については、大幅なマイナスの需給ギャップが残存する下でデフレ圧力が強まるとの見方がコンセンサスになりつつあり、筆者もそう考えている。一方、サービス業における「蜜」を避けるためのコスト増加がインフレ圧力を強めるとの見方がある。そうした文脈でよく引き合いに出される事象は、スポーツや音楽イベントにおける観客動員制限がチケット1枚あたりの価格上昇である。
- ・チケット代高騰はコロナ後の変化として、確かに象徴的である。ただし、マクロ的概念である「物価」というよりは個別品目の「単価」に近く、飽くまで局所的かつ一時的な事象と捉えるべきだろう。たとえば、動員客を従来の1/3に制限する埋め合わせとしてチケット代を3倍にすれば、たしかに当該品目の単価は3倍になる。しかしながら、一部の熱狂的な消費者を除けば、総所得が減少（もしくは不変）する下で、そうした価格上昇が受け入れられる可能性は低い。大半のケースで数量要因を補う価格上昇はできないはずだ。
- ・もっとも、完全な価格転嫁はできなかったとしても、その一部を転嫁することで価格が上昇することはあるだろう。ただし、これもマイナスの需給ギャップが残存する下では、局所的な事象に終わる可能性が高い。個別品目の相対価格が上昇した場合、消費者は他の品目の支出を抑制せざるを得ないため、結果的にその他品目の価格に下落圧力が生じる。別の事例として考えられるのは、飲食店の価格上昇だが、これも消費者が外食を減らすなどして、その他の支出をコントロールするとみられ、その他品目の物価に下落圧力が生じる結果になるだろう（或いはそもそも飲食店が値上げできない）。マイナスの需給ギャップが残存する下で「良い物価上昇」を描くことは難しい。
- ・そうした視点も踏まえ、24日に発表された6月15・16日開催の金融政策決定会合の「主な意見」で日銀政策委員の物価見通しを確認しておきたい。今回発表分において物価に関する記述は5つあったが、声明文にも記載されている「消費者物価の前年比は・（中略）・徐々に上昇率を高めていくと考えられる」という文言以外は全てデフレ圧力を警戒するものであった。
- ・「需要の急速な回復が期待しにくいもとで、予測可能な将来に、物価がモメンタムをもって2%に近接していく姿を予想することは難しい」、「雇用や資本ストックの調整を通じて、物価の下落に波及するリスクには留意が必要」といった具合にマイナスの需給ギャップ残存を前提にデフレ圧力増大を警戒する声が多い。
- ・コロナ禍においては、サプライチェーン寸断により入荷遅延が発生するなどして一部品目で価格上昇が確認されている。また特定の品目における特需発生がインフレの兆候として認識されているようだが、マクロ的にみた場合のリスクは明らかにデフレに傾斜している。日銀の金融政策はこれまでと同様、デフレとの闘いになる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

