

世界物価は適温安定、リスク回避深化制御

2019/5/10

OECD の CPI は 5 カ月ぶり上昇、関税懸念も物価は下支え

OECD 統計の世界 CPI（消費者物価指数）では、加盟国総計が最新 3 月に前年比+2.3%となった。1-2 月の+2.1%から 5 カ月ぶりの上昇となり、世界的なデフレ不安の緩和と物価の適温安定化がリスク回避の深化を制御する。先進国の中銀による標準的な物価目標である 2%前後での推移は、過去に世界経済の安定成長を支援してきた。現在は米国による対中関税の引き上げが懸念材料となっているが、良くも悪くも物価自体には下支え要因となり、悪い低インフレと金利低下、実質金利上昇などには歯止めを掛ける。

米大統領、米株高値バッファで中国攻撃の傾向

「トランプ米大統領は自らの求心力と支持率、来秋再選の命綱が、景気改善と株高であることは熟知している。唐突な中国輸入製品に対する関税引き上げ方針については、今年 1-4 月の景気回復と株価反発というバッファをチャンスと見なした中国への単発ジャブ攻撃であり、貿易戦争を泥沼化させることは想定されない」――。

国内証券のストラテジストはこのような解説を行う。実際、これまでのトランプ氏による対中貿易恫喝は、米国の景気改善と株高というノリシロが確保されたタイミングで攻撃が前進されてきた。その後には景気減速や株安の打撃が深刻化するや、対中強硬姿勢を半歩後退。同時に米 FRB への利上げ牽制などで、景気悪化や株安に歯止めを掛けるという、「自作自演の混乱創出と混乱収拾策（事後ケア）」が繰り返されている。しかし、その間に二進一退でも、着実に「中国追い詰めの通商戦線」は前に進めるといふ、巧みな戦術も見られてきた。

例えば昨年 1 月 22 日、米トランプ政権は緊急輸入制限（セーフガード）を発動し、太陽光発電パネルや洗濯機などに追加関税を課すことを発表した。昨年 1 月といえば NY ダウは 1 月 26 日の 2 万 6616 ドルという当時の過去最高値まで、株高が加速されている真っ只中であつた。続いて昨年 9 月に米国は対中関税引き上げ第 3 弾を予告し、反発した中国が 21 日に協議拒否を通達。24 日には米中双方が第 3 弾の関税措置を発動する応酬激化があつた。一方で同月の NY ダウは 9 月 18 日から上昇モメンタムが再点火され、10 月 3 日の 2 万 6951 ドルという最高値まで株高が加速された最中であつた。

あくまで結果論ながら、トランプ氏は米国株の最高値更新（NY ダウ 2 万 6000 ドル超え）という「一定の通商ショックに耐え得るバッファ」を踏まえて、中国攻撃を強める偶然性が見て取れる。まさに

今回についても、NY ダウが 4 月 23 日に 2 万 6695 ドル、5 月 1 日に 2 万 6689 ドルという、昨年 10 月以来の最高値攻防の最中に中国攻撃を激化させ始めた。しかも 4 月 26 日には 1-3 月 GDP、5 月 3 日には 3 月雇用統計と失業率が大幅改善となり、経済面でのバッファを確認したうえでの対中攻撃再開となっている。

実際の意図はともかく、米国株の最高値局面における中国叩きショックは、1) 米国株の健全調整誘発とバブル過熱の阻止、2) FRB の利上げ阻止、3) 来秋大統領選までの景気改善と株高の寿命延命、4) 一方で中国からの譲歩引き出しの前進――につながる複合効果をもたらしている。

今回については来秋の大統領選が接近する中での中国攻撃であり、関税引き上げの行方と景気・株価への打撃度合いには不透明感が強い。それでも世界景気に目を向けると、OECD（経済協力開発機構）による世界の CPI（消費者物価指数）では、加盟国総計ベースで最新 3 月に前年比+2.3%となった。1-2 月の+2.1%から切り上がり、5 カ月ぶりの上昇となっている。過去実績として、先進国の中銀による標準的な物価目標である+2%前後での推移は、インフレやデフレの懸念が抑制された「適温環境」が支援され、世界経済の安定成長に寄与してきた。

世界物価の適温、VIX 上昇単発で資産価格支援

前回の世界減速である 2015-2016 年の場合、同 CPI は+0.5%から+1.8%で低迷した。リーマン・ショック直後の 2009 年にはマイナス転落があつたほか、2004 年には+1.7%から+1.9%への低下局面が見られている。こうした世界物価低迷時に比べると、現在は世界的に 1) 需給ギャップの改善、2) 失業率の低下と一定の賃金上昇、3) 金融システムの正常機能と低金利の実質的な刺激効果、4) 資源相場の需給環境改善――などの好転が示唆されている。

もちろん、世界的に低成長や低インフレ、生産性低下といった構造問題は残されたままだ。それでも世界経済の「物価適温安定」は、米中貿易対立に対する抵抗力を増強させる。各国の中央銀行に対して引き締め自制や金融緩和の政策手段を付与させるほか、低インフレと低金利は各国政府に財政出動の余地を享受させていく。

現在は米国による対中関税の引き上げが不安材料となっているが、良くも悪くも物価自体には下支え要因となるものだ。2015-2016 年のような世界デフレ懸念時とは異なり、物価下落の歯止めは、悪い低インフレと期待インフレの低下、過度な金利低下

(運用環境や金融システムに打撃)、実質金利の上昇——といったマイナス打撃を抑制させる。

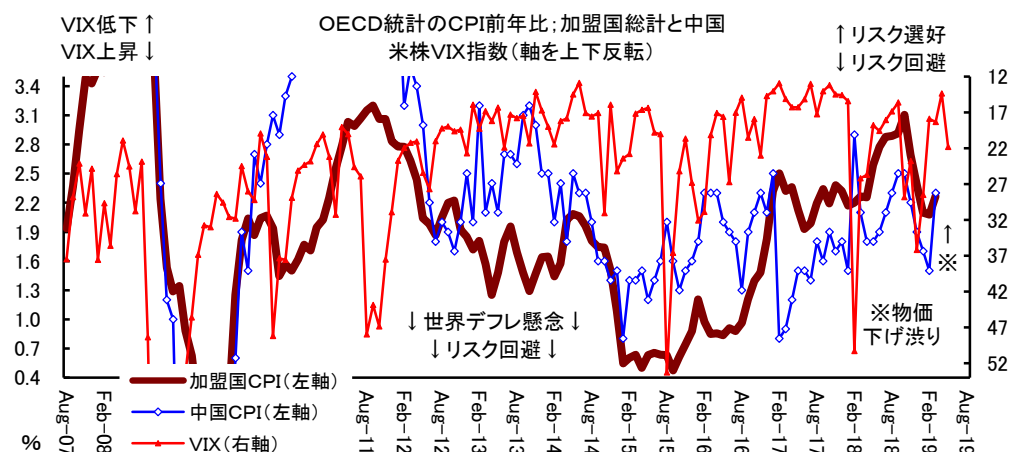
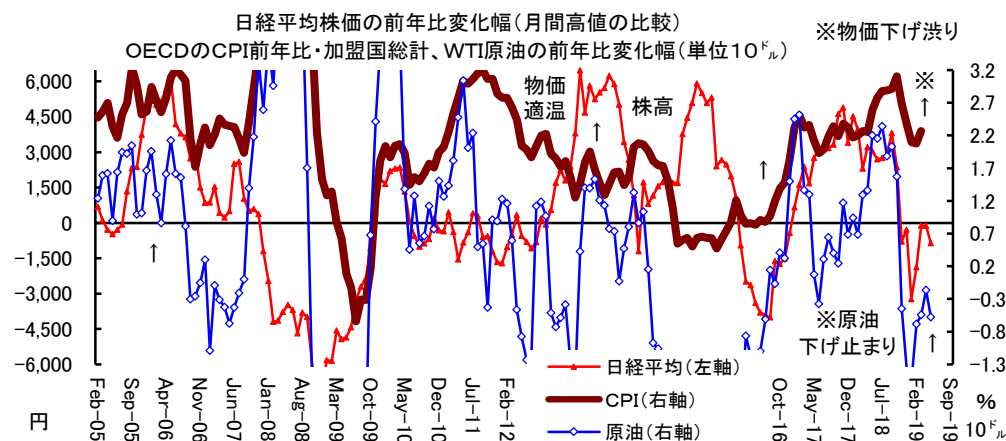
同時に現在の物価下げ止まりに寄与している資源相場のマイルドな上昇は、世界経済にとって、1) 資源産出国の経済と財政の支援、2) 資源会社支援と資源関連社債の信用不安抑止、3) 悪い物価下落の阻止——といったプラス効果をもたらす。結果として、過去に OECD 加盟国総計の CPI 前年比が最新 3 月の+2.3%を含め、「+2%から+3%」という適温物価にある局面では、米株投資家の不安心理の度合いを示すシカゴ・オプション取引所 (CBOE) のボラティリティー・インデックス (VIX 指数) は、上昇局面があっても短期で収束。リスク回避激化と市場混乱の拡大には至っていない。

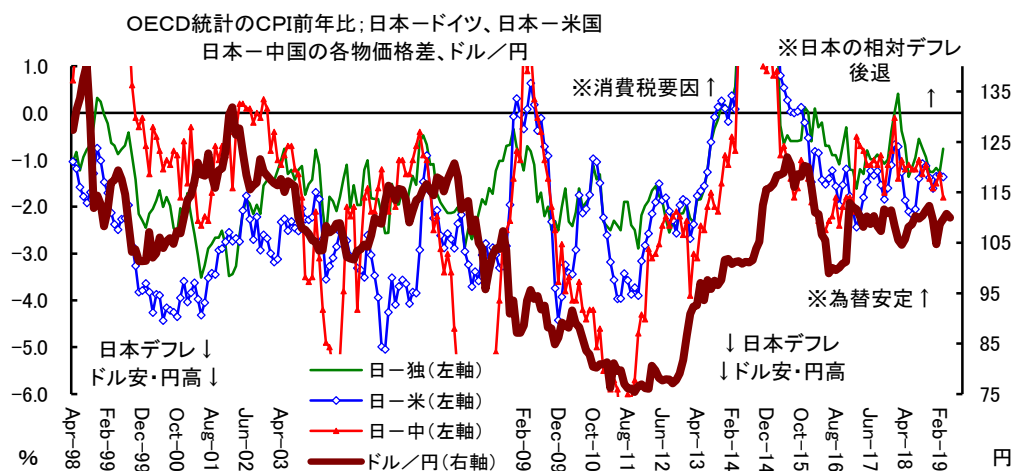
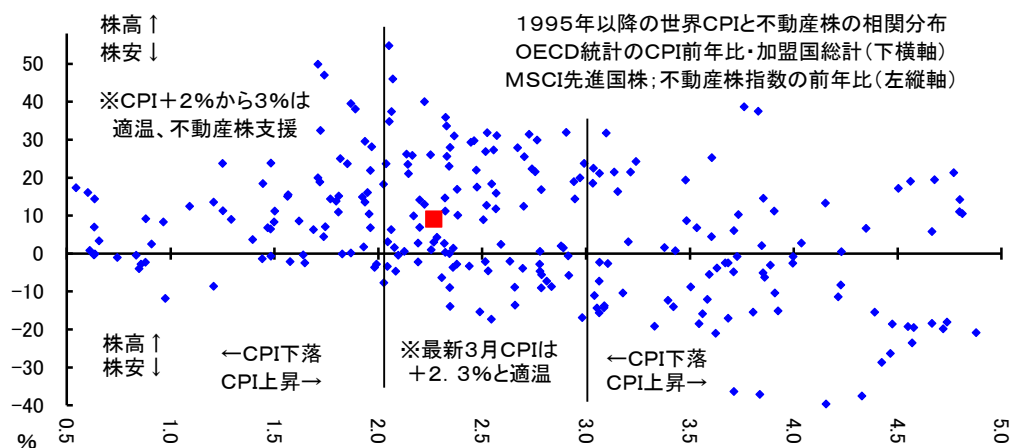
何より世界経済の物価適温化は、株価や住宅・不動産といった資産価格の下支え要因となる。金利上昇や中銀の利上げを制御する一方、デフレ懸念にも至らないためだ。実際、MSCI 先進国株指数 (ドルベース) のうち、不動産業指数については、OECD 加盟国総計の CPI 前年比が「+2%から+3%」とい

う適温物価にある局面で、前年比プラス基調が続くという相関実績が観測されている。

その他、OECD の世界 CPI 前年比では、日本の「対世界比」物価下落とデフレ・円高の圧力が後退している。最新 3 月に日本は前年比+0.5%となり、依然伸び率は低いものの、1-2 月の+0.2%からは上昇してきた。かたや加盟国総計は+2.3%であり、内外価格差を示す「日本-加盟国総計」の前年比格差は-1.8%となっている。昨年 6 月や 12 月の-2.1%からは、相対的な物価下落の圧力が緩和されてきた。

過去に同格差は、2011 年に-3.4%、2009 年に-3.5%、2005 年に-3.5%、2001 年に-4.9%などへと大幅な下振れ拡大になってきた。それがデフレ 15 年と長期円高の一因となっている (他国比での物価下落は通貨高、物価上昇は通貨安の要因)。現在はそうした内外価格差の日本低迷方向への下振れ拡大は是正されており、今後の貿易戦争再燃や世界減速などに対する抵抗力の増強が注目されそうだ。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。