

# SBI Flash Comment

## 経済

### 5月の全国CPI: グローバル定義のコア3ヵ月前比年率は+3.0%

2022年6月24日  
SBI証券 金融調査部  
チーフエコノミスト  
松岡 幹裕

5月の全国CPI前年比は、総合が+2.5%（2月+0.9%、3月+1.2%、4月+2.5%）、生鮮食品を除く総合が+2.1%（2月+0.6%、3月+0.8%、4月+2.1%）、生鮮食品とエネルギーを除く総合が+0.8%（2月-1.0%、3月-0.7%、4月+0.8%）、食品とエネルギーを除く総合（グローバル定義のコアCPI）が+0.2%（2月-1.8%、3月-1.6%、4月+0.1%）であった。携帯料金変更の影響（前年比-22.5%、総合CPIへの寄与度は-0.61%ポイント）は前年比では2023年3月まで続くので、季節調整済前月比で物価変動のモーメントを見るのが望ましい。

#### コア実勢は年率+3.0%

前月比では、上記4つの定義のいずれでも、4月よりも5月の上昇ペースが鈍化している。食品（4月+0.2%、5月+0.4%）は上昇モーメントが高まったが、エネルギー（4月+0.9%、5月-0.2%）はわずかに低下した。グローバル定義のコアCPIインフレ率は、2月から4ヵ月連続で前月比上昇（2月+0.1%、3月+0.2%、4月+0.3%、5月+0.2%）に転じた。過去3ヵ月間の最も物価上昇モーメントが高い局面での年率上昇率は+3.0%である。この3ヵ月間では携帯料金低下はインフレ率に影響を与えないので、物価の実勢は瞬間風速で年率3%前後とみられる。このペースが今後も続くようなら、そして、その大部分が景気拡大に伴う需要側要因とみなされる場合には、日本銀行が金融政策の正常化の最初の一步に踏み出す可能性がはじまりよう。ただし筆者は、日本銀行の金融政策は現状維持を標準シナリオと考えている。引き続き、インフレ率中位数、刈込インフレ率、インフレ率最頻値などの基調インフレ率指標にも注目する必要がある。

#### 経済再開の物価への影響

日本では他の先進国に比べて周回遅れで3月後半以降、経済再開が始まっており、これが日本固有の景気拡大要因となり、ロシアのウクライナ侵攻や中国のロックダウンというグローバルな景気減速要因を上回る局面が、7-9月期頃までは続きそうである。この部分が、需要拡大に由来する物価上昇要因となるかもしれない。ただし、日本では、1) 米国とは異なり雇用維持政策が採用され、パンデミックの労働市場への攪乱が小規模、2) 欧米先進国とは異なり、罹患率、致死率、死亡率でみたパンデミックの深刻度が低水準、といういずれもが、パンデミック由来のインフレ圧力<sup>1</sup>を限定的に止めている。

#### 主要先進国のインフレ率の要因分解

図表6は、主要先進国の5月のCPI前年比の寄与度を比較した。ガソリン小売販売価格への政府補助金で、日本のCPIインフレ率へのエネルギーの寄与度は小幅、経済再開が今後の物価上昇要因となるかもしれないが、パンデミック由来の労働市場へのショックとパンデミックの深刻度が小規模であることは、他の先進国比で物価上昇圧力が小規模に止まることを示唆している。

#### 日本銀行は主要国の中で最も適切な金融政策を採用

筆者は、日本銀行は現行のQE+YCCの枠組みを維持し、政策変更には至らないと考えている。日本銀行は、先進国の中で最も適切な金融政策（負の供給ショックが通り過ぎるのを待つ）を実施し、今のうちに各種のバッファーを蓄積し、他国の金融引締政策の失敗が明らかになった際の、安全資産としての円需要増加に伴う円高圧力に備える時間を有効に活用していると判断している。

（2ページに続く）

<sup>1</sup> 詳細は、6月9日付当社レポートSBI Economic Perspectives No. 2022-44「パンデミック、経済再開とインフレ率」を参照ください。

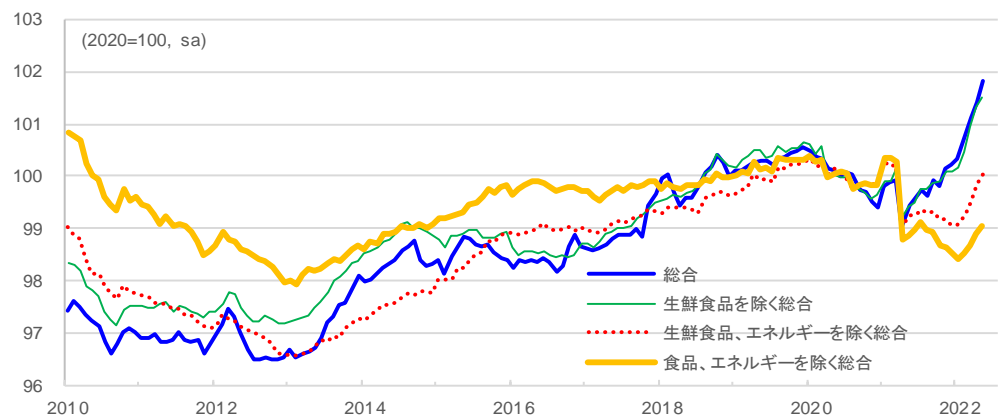
そもそも、日本のように潜在成長率がマイナスに転じつつある国で、かつ、対外純債権国では、世界金利レジームの下で、自国の潜在成長率で決まるはずの自然利子率が、それよりも高い水準にある世界実質金利に収斂してしまうために、実体経済の停滞が長期化しやすい。現状は、このハンディキャップを解消する稀有な機会であり、日本銀行は珍しく、この機会を適切に活用している。また、対外純債権国では、自国通貨安と他国金利上昇によって、日本の対外資産収益率>非居住者の対日資産収益率（日本の対外負債の収益率）という状況がさらに強化され、第1次所得収支黒字のさらなる拡大が、貿易赤字拡大のある程度を相殺し、経常黒字の維持に寄与しよう。

図表 1: 全国消費者物価指数

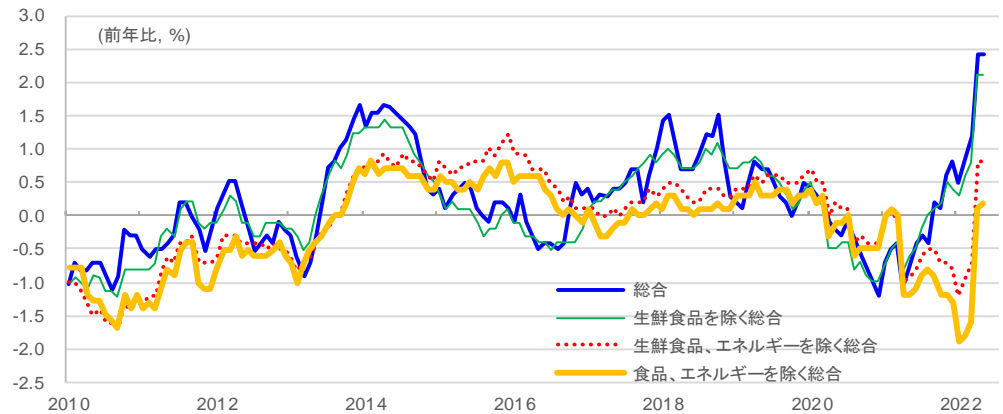
	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Apr-22	May-22
季節調整済前月比(%)									寄与度(%point)	
総合	-0.1	0.3	0.1	0.1	0.5	0.4	0.4	0.2	0.40	0.20
生鮮食品を除く総合	0.0	0.2	0.1	0.0	0.4	0.4	0.2	0.1	0.19	0.10
生鮮食品とエネルギーを除く総合	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.18	0.09
食品とエネルギーを除く総合*	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.18	0.15
財	0.0	0.6	0.2	0.6	1.0	0.7	0.5	0.3	0.25	0.15
サービス	-0.3	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.00	0.05
食品*	-0.4	0.6	0.4	0.2	0.7	0.5	0.2	0.4	0.06	0.10
エネルギー*	2.0	2.3	0.6	1.1	2.6	1.7	0.9	-0.2	0.06	-0.01
前年比(%)									寄与度(%point)	
総合	0.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.2	2.5	2.5	2.50	2.50
生鮮食品を除く総合	0.1	0.5	0.5	0.2	0.6	0.8	2.1	2.1	2.02	2.02
生鮮食品とエネルギーを除く総合	-0.7	-0.6	-0.7	-1.1	-1.0	-0.7	0.8	0.8	0.71	0.71
食品とエネルギーを除く総合	-1.2	-1.2	-1.3	-1.9	-1.8	-1.6	0.1	0.2	0.07	0.14
財	1.9	3.0	3.4	3.7	4.5	5.0	5.3	5.1	2.67	2.57
サービス	-1.8	-1.8	-1.9	-2.7	-2.6	-2.5	-0.3	-0.3	-0.15	-0.15
食品	0.5	1.4	2.1	2.1	2.8	3.4	4.0	4.1	1.05	1.08
エネルギー	11.3	15.6	16.4	17.9	20.5	20.8	19.1	17.1	1.36	1.22
外食	0.6	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.8	2.2	0.08	0.10
航空運賃	4.0	1.9	7.4	4.4	6.1	4.4	6.4	7.0	0.01	0.01
宿泊料	59.1	57.6	44.0	0.6	6.0	5.6	6.1	5.2	0.05	0.04
パッケージツアー	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00
入場、観戦、ゲーム代	2.0	2.6	2.9	1.0	1.5	1.5	1.8	1.6	0.02	0.02
携帯サービス料金	-53.6	-53.6	-53.6	-53.6	-53.6	-52.7	-22.5	-22.5	-0.61	-0.61

注: \*は当社試算の季節調整値 出所: CEIC Database、総務省、SBI証券

図表 2: 全国消費者物価指数: 消費税の影響を除く(水準)

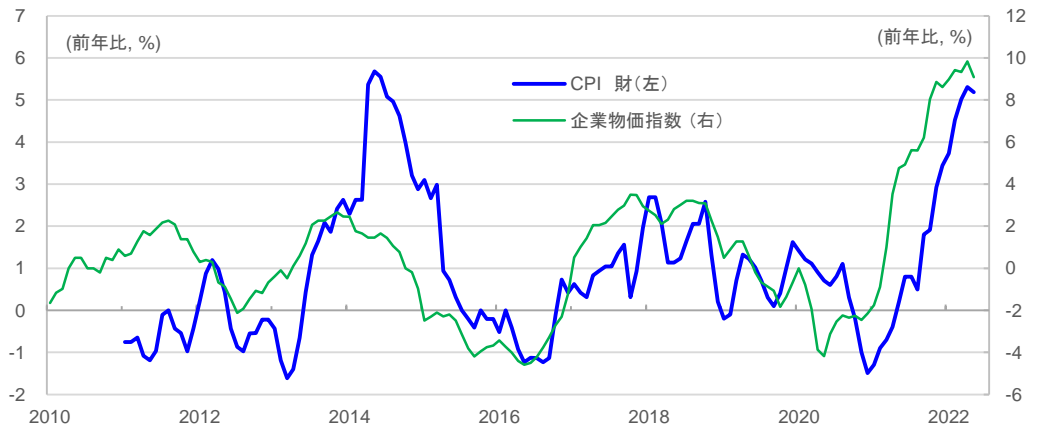


図表3: 全国消費者物価指数: 消費税の影響を除く(前年比)



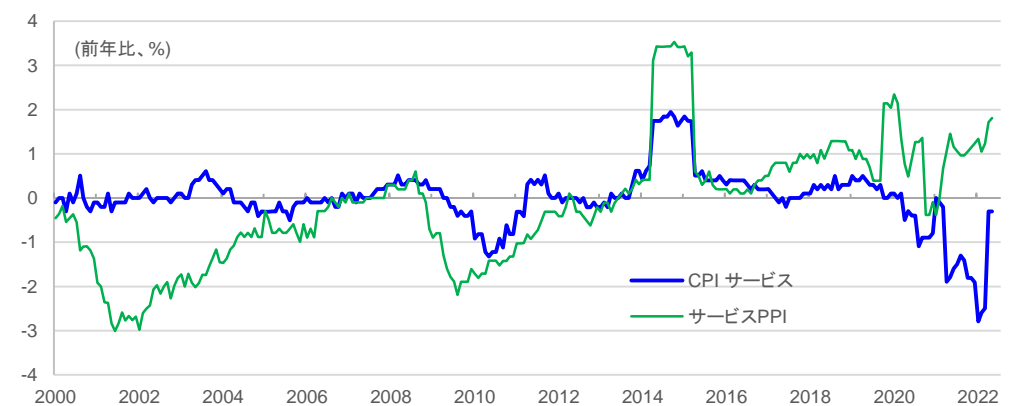
出所: CEIC Database、総務省、日本銀行、SBI証券

図表4: CPI財と企業物価指数



出所: CEIC Database、総務省、日本銀行、SBI証券

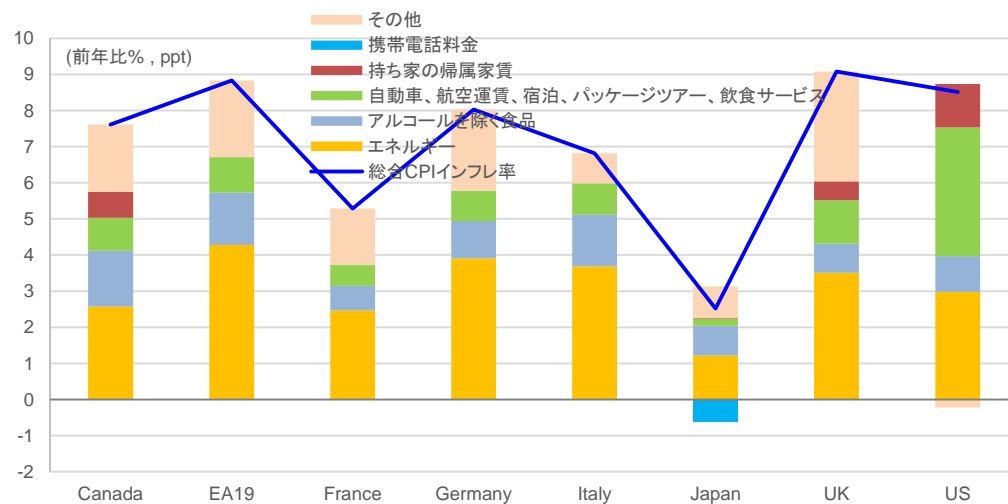
図表5: CPIサービスと企業向けサービス価格



注: 消費税税率変更の影響を含む。

出所: CEIC Database、日本銀行、SBI証券

図表 6: 総合CPIインフレ率への主要項目の寄与度: 2022年4月または5月



出所: CEIC Database, SBI証券

本レポートは株式会社 SBI 証券により、株式会社 SBI 証券及び、又はその関連会社の顧客への情報提供のみを目的として作成されたものであり、個別の銘柄その他関連する金融商品の売買推奨や、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。本レポートは、信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成したのですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの内容には、本文中に記載されている株式会社 SBI 証券のアナリストや従業員、又は1社若しくは複数の株式会社 SBI 証券の関連会社によって単独又は共同で作成された資料が含まれます。また、本レポートの内容は作成時点のものであり、当社は本レポートに記載される情報及び投資判断等の見解を更新する義務を負うものではありません。本レポートに記載の情報、意見等は予告なく変更される可能性があります。過去の実績値にもとづき推定された将来のパフォーマンス等に関する内容はあくまでもシミュレーションであり、お客さま個々人の運用成果等を保証又は示唆するものではありません。万一、本レポートに基づいてお客さまが損害を被ったとしても当社及び情報発信元は一切その責任を負うものではありません。本レポートは著作権によって保護されており、無断で転用、複製又は販売等を行うことは固く禁じます。本レポート内の情報は一般的な性質のものであり、お客さまの個別の投資その他の目的、財務状況又はニーズを考慮することなく作成されています。お客さまは、ご自身の投資判断に対して単独で責任を負っていただく必要があります。お客さまは、ご検討中の証券に関する一切の契約又は書類を締結されるに先立ち、すべての書類を慎重にお読みいただき、最終的な投資判断を行われる前に、提供されたその他一切の関連書類を慎重にお読みいただく必要があります。

## 【日本:金融商品取引法における表示事項(手数料及びリスク情報等)】

株式会社 SBI 証券で取り扱っている商品等へのご投資には、各商品毎に所定の手数料や必要経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等は価格の変動等により損失が生じるおそれがあります(信用取引、先物・オプション取引、外国為替保証金取引、取引所 CFD(くりっく株 365)では差し入れた保証金・証拠金(元本)を上回る損失が生じるおそれがあります)。各商品等への投資に際してご負担いただく手数料等及びリスクは商品毎に異なりますので、詳細につきましては、株式会社 SBI 証券の WEB サイトの当該商品等のページ、金融商品取引法に係る表示又は契約締結前交付書面等をご確認ください。

金融商品取引法に係る表示は下記の当社 WEB サイト(日本語ページのみ)をご参照ください。

(URL: [https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040\\_torihikihou.html](https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040_torihikihou.html))

商号等:株式会社 SBI 証券 金融商品取引業者

登録番号:関東財務局長(金商)第 44 号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

## 【国別・地域別の開示事項】

日本国外へのレポートの配布先は、「機関投資家」のみを対象としています。「機関投資家」の定義は国・地域ごとに異なります。本レポート、又は本レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込みもしくは引受けに関するいかなる契約の締結の申込み又は誘引を目的としたものではありません。本レポートに関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願い致します。

**英国:**本レポートは以下(i)~(iii)に該当する者(これらの者をまとめて「関係者」という。)のみに配布されたものです。

(i) 2000 年金融サービス市場法 2005 年金融販売令(その後の改正を含む。)(「金融販売令」)第 19 条に従い投資に関する専門的経験を有する者

(ii) 金融販売令第 49 条(2)(a)乃至(d)に該当する者(純資産額の大きい企業や法人格のない団体等)

(iii) その他、本レポートを適法に配布できる者

本レポートは、関係者のみを対象とし、関係者のみに利用可能なものであり、関係者以外の者がそれに基づき行為し又は依拠することはできません。本レポートに関係するいかなる投資又は投資活動も関係者のみが利用し関与できるものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、英国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**欧州経済地域:**欧州経済領域外からの本レポートの配布は各国の監督庁に届出されたものではありません。また、本レポートは投資推奨、投資戦略推奨その他の投資サービス又は投資関連サービスに関する欧州法域の法令に準拠して作成されたものではありません。本レポートは欧州経済領域のプロ投資家(professional investors)、若しくはこれと同等の投資家に対し、原則として要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**米国:**本レポートは株式会社 SBI 証券が、1934 年米国証券取引所法(その後の改正を含む。)に基づく規則 15a-6 に従い、同規則に定義される米国主要機関投資家(major U.S. institutional investors)のためにのみ作成したものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、米国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI 証券は、米国における登録証券業者ではありません。また、本レポートの作成に関与したアナリストは、金融取引業規制機構(FINRA)によりリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。過去の実績は将来の業績を示唆するものではありません。

**香港:**本レポートは株式会社 SBI 証券のグループ会社である SBI Securities (Hong Kong) Limited(本社: Suite 1101, Ocean Centre, Harbour City, 5 Canton Road, Tsimshatsui, Hong Kong、以下「SBIHK」という。)により香港証券先物条例に定義されるプロ投資家(professional investors)のみに配布されます。SBIHK は香港証券先物条例に基づき、Type 1 - 証券取引及び Type 4 - 証券取引に関わる助言を行うライセンスを取得しており、香港証券先物取引委員会の規制を受けています。本レポートは香港証券先物条例に定義されるプロ投資家のみを配布対象として作成され、これに該当しない香港の公衆に対して配布、入手又は閲覧されてはなりません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、香港において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**シンガポール:**シンガポールにおいては、株式会社 SBI 証券のグループ会社である SBI Securities (Singapore) Pte. Ltd.(本社:1 Raffles Place, #39-02, One Raffles Place Tower 1, Singapore 048616、電話番号:+65 6305 8599、以下「SBI Singapore」という。)又は、株式会社 SBI 証券により機関投資家(institutional investors)、適格投資家(accredited investors)及び専門投資家(expert investors)(それぞれ、金融アドバイザー規則(Financial Advisers Regulation)で定義される。)のみに配布されます。シンガポールで本レポートを受領した者は、本レポートから生じる、又は本レポートに関する事項について連絡する場合は、SBI Singapore にご連絡ください。SBI Singapore は、シンガポール金融管理局(Monetary Authority of Singapore)により発行された、資本市場商品である証券の取引、有価証券保管サービスの提供を行うための資本市場サービス免許を有しており、金融アドバイザー法(Financial Advisers Act)第 23 条第 1 項(d)に基づく免除金融アドバイザーです。株式会社 SBI 証券は、シンガポールで規制行為又は金融アドバイザーサービスの提供を行うための免許を有していませんが、SBI Singapore との取り決めに基づき、シンガポールの適用法令に基づき課される条件に従ってのみ、規制行為及び金融アドバイザーサービスの提供を行うことができます。

本レポートの交付を受けたいかなる者も、シンガポールにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**オーストラリア:**本レポートはオーストラリア 2001 年会社法に定義されるホールセール顧客(wholesale clients)のみへの配布を目的として作成されたものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、オーストラリアにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI 証券は、オーストラリアにおいて同国の金融サービス業ライセンス(以下「AFSL」という。)を保有していませんが、ASIC クラスオーダー03/824 に従って AFSL 保有義務を免除されています。

**中国(上海):**本レポートは適格国内機関投資家による海外証券投資の管理のための試行法に定義される適格国内機関投資家(Qualified Domestic Institutional Investors)のみへの配布を目的として作成されたものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、中国(上海)において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**台湾:**台湾域外からの本レポートの配布は台湾当局のライセンスや承認を得たものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、台湾において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**韓国:**本レポートは情報提供のみを目的として作成されております。本レポートは目録見書その他の募集書面を構成せず、また、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。本レポートに含まれる内容につき、自身、自身の代理人若しくは自身の管理若しくは受託する口座による又はそれらを代理しての投資判断のための、ビジネス、財務、投資、ヘッジ、取引、法令、規制、税務又は会計上の助言と解してはならず、また投資判断の主要な根拠としてはなりません。本レポートの韓国への配布は「機関投資家」のみを対象とし、それらの者からの要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、韓国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**スイス:**本レポートは機関投資家のみには配布されたものであり、本レポートの交付を受けた者は、スイスにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。スイス連邦金融サービス法に従い、本レポートはスイスにおいて、いかなる証券の投資勧誘を構成し、また、その基礎となるものではありません。スイス連邦金融サービス法に従い、本レポートは投資助言その他の金融サービスの提供とみなされてはなりません。

## その他の国・地域:

本レポートは情報提供のみを目的として作成されております。本レポートは目録見書その他の募集書面を構成せず、証券の勧誘行為が認められていない国・地域において、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。また、本レポートはプロ投資家(professional investors)、若しくはこれと同等の投資家に対し、原則として要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

## 【英語版レポートの免責事項】

株式会社 SBI 証券が提供するアナリスト・レポートは日本語版がオリジナルの正規版となります。本レポートは、株式会社 SBI 証券に在籍するアナリストが日本語で執筆したアナリスト・レポートを英語に翻訳したものです。英語版作成にあたっての翻訳は、当社が契約するアプリケーション・サービス・プロバイダー(ASP)が提供する自動翻訳ソフトを利用しています。当該ソフトを利用して翻訳された英語版レポートの内容は、アナリスト・レポートの執筆を担当するアナリストが確認していますが、株式会社 SBI 証券、情報発信元及び ASP 業者は、その情報の正確性、最新性、完全性、有用性等いかなる保証をするものではありません。