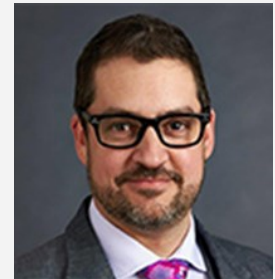




日銀のインフレ目標、実現はまだ先



ガイ・ブルーテン

アライアンス・バーンスタイン・オーストラリア・リミテッド
アジア太平洋シニア・エコノミスト



2015年3月27日

今後3カ月くらいで、日本の消費者物価の下落は誰の目にも明らかになりそうだ。その結果、「アベノミクス」は失敗だったと結論付ける声が出るのは間違いないだろう。しかしながら、実体はそれほど単純なものではなく、コア・インフレ率の持続的な上昇トレンドに沿ったものと考えるべきであろう。

デフレに逆戻り?

日本の総合ベースのインフレ率は過去2-3年にわたり、大きな変動を繰り返してきた。

日本銀行の黒田東彦総裁が2013年4月に「質的・量的緩和(QQE)」プログラムに着手する前は、年間のインフレ率はマイナス0.5%前後で推移しており、デフレが構造的に定着しているとの認識であった。

しかし、日銀が「黒田バズーカ」による量的緩和に踏み切って以来、インフレ率は急速に上昇した。当初はエネルギー価格の上昇、2011年3月の東日本大震災後の化石燃料消費の拡大、急激な円安などの相互作用がインフレ率を押し上げたが、2014年4月の消費税率上げがインフレ率の上昇に一段と拍車をかける要因となった。

だが、それ以降はインフレ率が徐々に低下している。円安による価格への直接的な影響が薄れつつあるほか、原油価格下落による影響も現れ始めている。原油やガス価格の変動が電力料金に反映されるまでに時間がかかることを考えれば、今後もしばらくは原油安によるインフレ抑制効果が続きそうだ。しかも、2015年4月からは前年の消費税率引上げによるインフレ率押し上げ効果が剥落し、総合ベースの消費者物価指数(CPI)が前年比2.1%程度押し下げられることになる。そのため、5月か6月までには総合インフレ率がマイナス圏に逆戻りすることはほとんど避けられそうにない。日銀のインフレ目標である2%は、まだ依然として遠い先にある(次ページの図表1)。

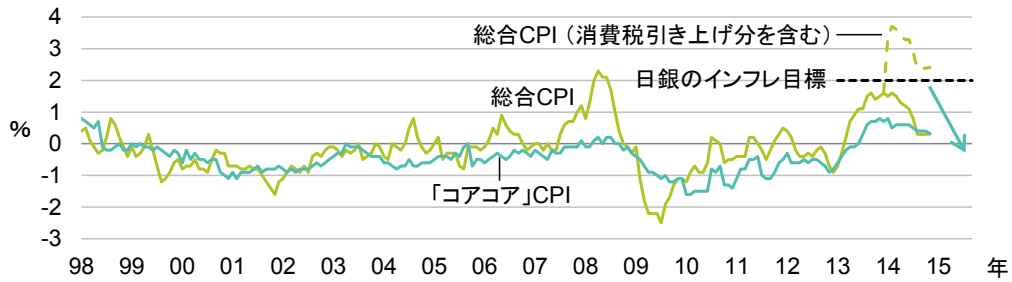
インフレ率は改善しつつある

しかしながら、これらの数字は、コア・インフレ率が着実に上昇しているという事実を覆い隠している。変動の大きな食品とエネルギーを除いた「コアコア」CPIは前年比0.3-0.4%増で推移しており、QQEが実施される直前の水準を0.75%ポイント程度上回っている。その改善幅は確かにわずかもしれないが、正しい方向に向かっていく。しかも、物価改善は物品とサービスにバランスよく見ることが出来る(次ページの図表2)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)のポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2015年3月13日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 日銀による2%のインフレ目標の実現はまだ先
消費者物価指数(前年比変化率)



2015年2月現在。出所:CEICデータ、米総務省、トムソン・ロイター・データストリーム

【図表2】 コアCPIの構成要素が緩やかに上昇
セクター別CPIインフレ率

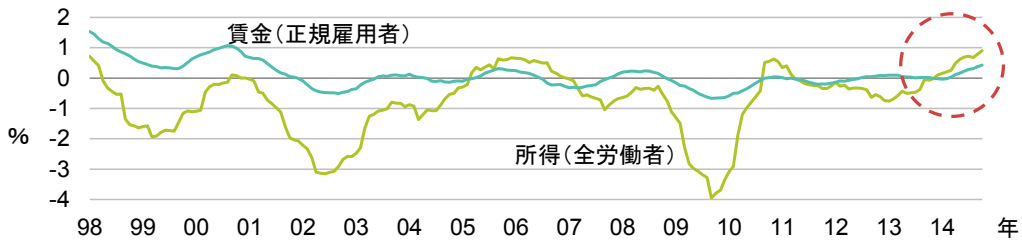
	食品 (25%)	エネルギー (8%)	コア物品 (16%)	コア・サービス (32%)	家賃 (19%)
QQE以前の12カ月移動平均値	-0.6%	3.3%	-2.0%	0.1%	-0.4%
直近3カ月の移動平均値	0.6%	-2.0%	0.5%	1.2%	-0.4%
CPIへの寄与度	0.3%	-0.4%	0.4%	0.4%	0.0%

2015年2月現在。()内は総合インフレ指数のウェイト。出所:CEICデータ、米総務省、トムソン・ロイター・データストリーム

サービス部門のインフレ率改善は、賃金の伸びが主因だと解釈することができる(図表3)。今後さらに上昇することもほぼ間違いない。これは労働市場がひっ迫していることや、春闘を通じて賃上げを求める政治的圧力が高まったことが背景にある。

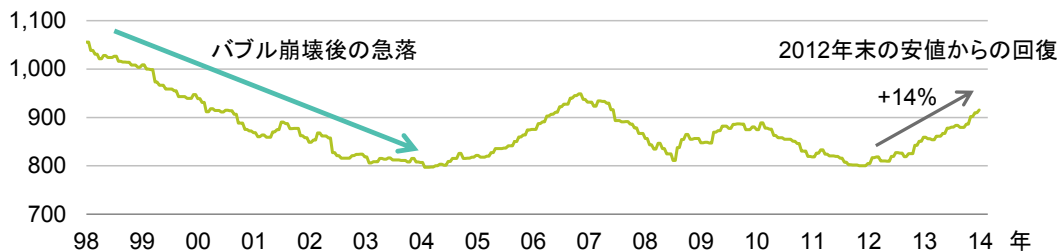
CPIを構成する「家賃」もいずれ上向き始める可能性がある。実際、住宅やオフィスなど、様々な不動産価格を測る指標の大半に着実な価格上昇を示す兆しが現れつつある(図表4)。

【図表3】 労働市場のひっ迫と政治的圧力が賃金の伸びを押し上げ
基本給および所得(前年比変化率、12カ月移動平均値)



2015年1月現在。出所:CEICデータ、トムソン・ロイター・データストリーム

【図表4】 東京のマンション価格は引き続き上昇
TSE(東京証券取引所)東京地区中古マンション価格指数



2014年12月現在。出所:CEICデータ、米総務省、トムソン・ロイター・データストリーム、東京証券取引所

日銀は2015年も現行政策継続か？

需給ひっ迫を背景に賃金や資産価格の上昇が続いているという事実は、インフレ率の改善が着実に進んでいると言い張るのに十分な理由を日銀に与えている。ABの基本シナリオは、日銀は今年いっぱい年間80兆円の資産買入れペースを維持するというものである。

リスクシナリオは、インフレ目標を下げるよりは追加緩和の方にあると考えている。黒田総裁が政策委員会の一部メンバーのアドバイスに従ってインフレ目標を引き下げつつも引かないことは明らかだ。また、黒田総裁が最近のスピーチでQQEをロケット発射に例えたことは、さらなる積極的な緩和策が準備されていることを示唆したものと解釈することも可能である。

ただし、追加緩和の場合に制約要因となるのは、今よりも積極的な姿勢を示すためにQQEプログラムをどうするかということだ。ABが最近指摘したように(「[Rising JGB Yields: Trend or Noise?](#)」 Japan Perspectives 2015年2月20日付)、日銀による現行の国債買入れプログラムはすでに日本の国債市場に問題を引き起こしている。よって、市場では、より少額でアナウンスメント効果のありそうな株式上場投資信託(ETF)の購入やその他のリスク資産に購入対象を拡大する可能性が取りざたされている。CPIが今年半ばにかけて再びマイナスの領域に落ち込めば、そうした議論が著しく高まることが予想される。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。