

日本経済

なぜ日本は低インフレが続くのか

2021年11月30日

Chief Investment Office GWM

青木 大樹、日本地域 CIO(最高投資責任者) daiju.aoki@ubs-sumitrust.com; 細野 光史、アナリスト

- 日本は他国と同様、自動車部品の不足とエネルギー価格の上昇の打撃を受けている。にもかかわらず、2022年の消費者物価指数(CPI)は1.5%にさえ届かなさそうだ。
- マイナスのGDPギャップ、値上げに対する企業の慎重姿勢、賃上げを阻む労働規制、その他いくつかのテクニカル要因により、日本では今後も低インフレが続くと思われる。
- 低インフレ状況を受けて、日本銀行は2022年も年間を通じて最もハト派の中央銀行の一角にとどまりそう。10年国債利回りは0.1%近辺で推移し、円は弱含む状況が続くだろう。

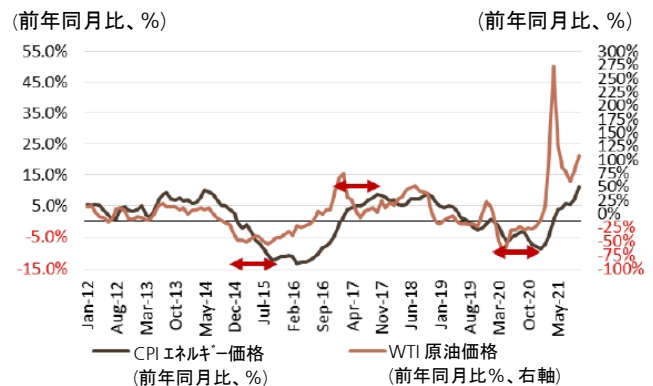


出所: iStock

多くの諸外国とは対照的に、日本では低インフレ率が続いている。その結果、日本国債市場は堅調に推移し、日本と他の先進諸国との金利差が拡大する中で、円安が進んでいる。生鮮食品を除いたコア消費者物価指数(CPI)の直近10月の前年同月比は+0.1%となっている。これは2020年12月の同-1.0%を上回るものの、なお日銀の目標である2%を大きく下回っている。

日本経済は、他国と同様、自動車部品の不足とエネルギー価格の上昇に大打撃を受けている。原油価格と消費者物価の間にはおよそ4~7カ月のタイムラグがあることを考慮すると、エネルギー価格の上昇がCPIに及ぼす影響は、2022年4~6月頃にピークに達する可能性が高い(図表1を参照)。にもかかわらず、2022年のCPIインフレ率は1.5%にさえ届かないかもしれない。本レポートでは、なぜ日本では低インフレが続くのかを考察する。

図表1 – WTI原油価格とCPIのエネルギー価格
原油価格の上昇による影響は通常4~7カ月遅れで現れる



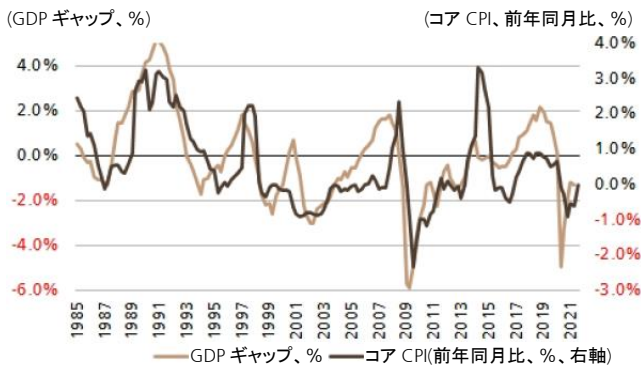
出所: Haver, UBS

第1に、景気回復の遅れにより、日本のGDPギャップ(需給ギャップ)は大幅なマイナスになっている(図表2を参照)。つまり、日本では実際のGDP(総需要)が平均的な雇用と資本を活用した潜在力(供給力)に達していないのだ。4回目の緊急事態宣言に伴う国内の活動制限は大半が10月によりやく解除され、残りのほとんども11月下旬に解除された。新型コロナを原因とする東南アジア諸国における自動車部品の供給不足も、最近になって改善してきた。だが、鉱工業生産の自動車の生産指数は新型コロナ危機前の水準をなお31%下回っている。2022年の経済成長率は反発が予想されるものの、GDPギャップがプラスに転じるのは2022年末近くだろう。

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese economy: Why Japan’s inflation remains low”(2021年11月30日付を翻訳・編集した日本語版として2021年12月6日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

図表 2- GDP ギャップとコア CPI

GDP ギャップは大きくマイナスで推移



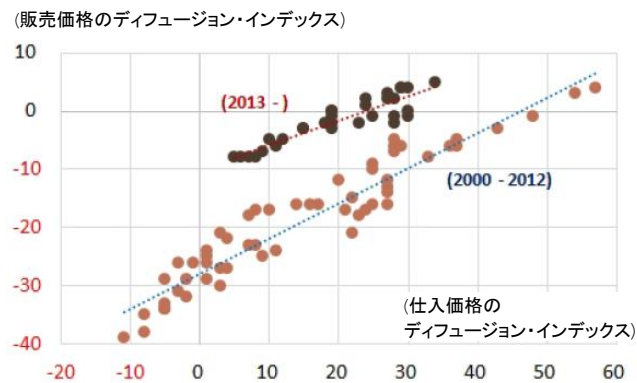
出所: Haver, UBS

第 2 に、GDP ギャップが 2022 年末にプラスに転じたとしても、企業は販売価格の値上げには慎重姿勢を維持すると思われる。9 月の日銀短観によると、企業は来年の CPI 上昇率をわずか 0.7%、3 年後を 1.0%、5 年後を 1.1%と予想している。つまり、6 月の短観に比べて若干上昇したにすぎない。これは、仕入価格(コスト)が販売価格に及ぼす影響が低いことを反映したものである。日銀短観から 2000 年以降の仕入価格と販売価格の関係を見ると(図表 3 を参照)、2013 年にアベノミクスが始まって以降は高まっているものの(仕入価格の上昇は販売価格の上昇を示唆)、影響は依然として現在も低い。エネルギーや素材など一部のコストが上昇しているにもかかわらず、企業は自社の販売価格にそれを十分に反映していない。

第 3 に、日本では労働規制が厳しく企業が従業員を解雇しにくい、特にサービス・セクターのような労働集約型産業では、賃上げは頻繁には行われず。賃上げは企業のコスト負担を増すことになるからだ。日本企業は新型コロナ危機以前から、人口の高齢化と財からサービスへの消費シフトによる労働力不足に悩まされてきたが、賃金は大幅には上昇しなかった。賃金を引き上げたくないという意思が、今後も販売価格の値上げ圧力を緩和するだろう。

図表 3 - 投入価格と販売価格の弾力性

2013 年以降、向上しているものの依然低水準



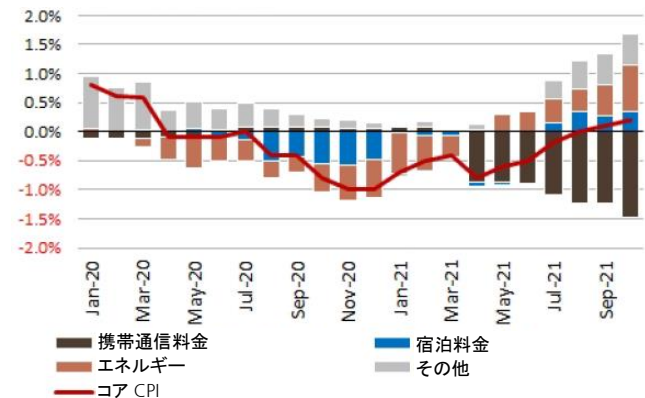
出所: Haver, UBS

これらとは別に、いくつかのテクニカル要因も CPI 上昇率に影響を及ぼしている(図表 4 を参照)。2021 年 4 月以降、政府方針に従って携帯通信料金が引き下げられた影響で、前年比の CPI インフレ率は 1~1.5%ポイント低下した。この伸び率に対する影響は 2022 年 3 月までが最も大きい、その後も長引く可能性がある。さらに、政府が 2022 年 1 月に「Go To トラベル」キャンペーンを再開した場合には、さらに 0.4 ポイント程度の物価押し下げ圧力がかかるだろう。図表 4 に示すように、「Go To トラベル」キャンペーンの結果、CPI インフレ率は 2020 年 8 月から 12 月にかけておよそ 0.5 ポイント下がったからだ。

図表 4 - コア CPI の伸びと構成要素別寄与度

携帯通信料金のマイナス寄与が全体の物価上昇を大きく下げている

(寄与度の前年比変化率, %)

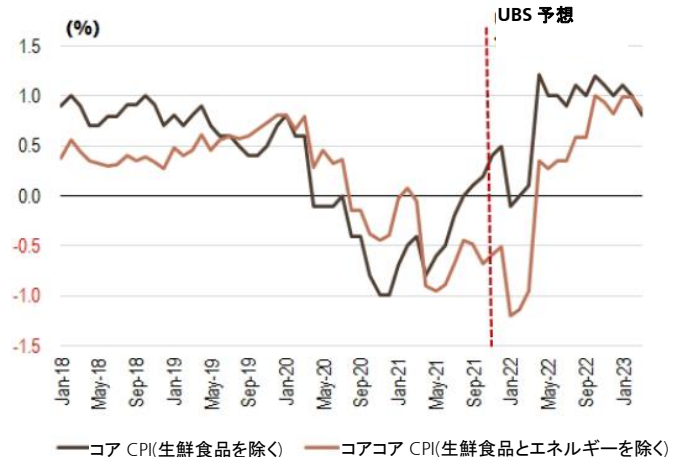


出所: Haver, UBS

以上の要素をすべて考慮に入れると、2022 年半ば頃のコア CPI インフレ率はせいぜい 1~1.5%で、その後はエネルギー価格の安定を受けて低下すると予想する(図表 5 を参照)。低インフレ状況を受けて、日本銀行は 2022 年も年間を通じて最もハト派の中央銀行の一角にとどまりそうだ。10 年国債利回りは 0.1%近辺で推移し、日本と他の先進国との金利差の拡大を反映して円安が続く可能性が高い。

図表 5 - UBS による CPI の見直し

コアCPIは2022年半ば頃に1~1.5%程度の見直し



出所: 経済産業省、UBS

日本経済

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があります。現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10% (税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375% (税込) の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3% (税込) の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3% の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0% の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20% (税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75% (年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76% (税込) をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費

日本経済

用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2021 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号
加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号