

経済レポート

日本にも忍び寄るインフレ

要約

3 月に消費者物価指数 (CPI) が前年同月比で 1.2% 上昇し、この 10 年間では最大の上昇幅となった。過去のデフレの時代に戻る可能性は低いと思われる。

デフレ要因は後退

- デフレを誘発してきた構造的な要因の多くはすでに出尽くした感があり、今後、これ以上の物価低下につながることは考えにくい。
 - いずれ、労働力人口が縮小していくのに対し、労働力への需要は高まることから、賃金が上昇し、インフレ圧力が高まるとみられる。
 - 消費税率が引き上げられれば、平均して、今後 10 年、20 年、あるいは 30 年にわたり、インフレ率を年率 0.4% 押し上げる可能性がある。
- 日本の投資家にとっての新たなジレンマ**
- 今やインフレ率は短期金利を上回っているが、こうした状況が持続する可能性もあり、そうなれば銀行預金の価値は実質的に目減りする。
 - 貯蓄の価値を維持するためには、少なくともインフレ率に見合ったリターンを得られる投資を行うことが必要となろう。

デフレのトンネルを抜けて物価が上昇へ

3 月の消費者物価指数が前年同期比で 1.2% 上昇し、この 10 年間では最大の上昇幅となった。これは、日本が化石燃料のほぼすべて、食料の約 60% を輸入に頼っていることの表れといえる。もちろん、このインフレ率は大半の国々よりも大幅に低いが、物価低下が何年も続いていたことから、緩やかな物価上昇でも消費者には負担に感じられる。これが一時的な現象でインフレは間もなく沈静化すると思えば描くのはたやすいが、実際にはインフレはじわじわと進行しつつあるように思われる。以下に、日本のインフレの歴史と見通しについて述べる。

デフレはどのように始まったか

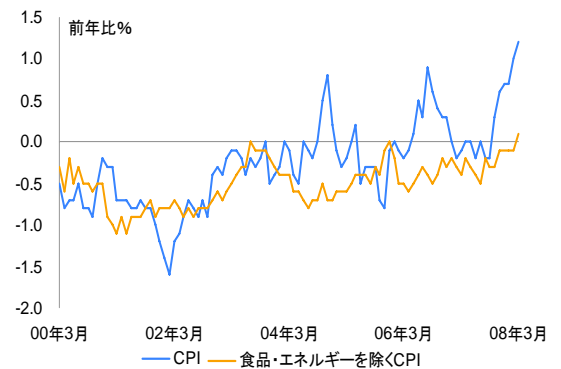
日本では 1980 年代後半に株価と不動産が高騰し、景気が過熱し始めた。1990 年に株式バブルが崩壊し、1991 年末には、景気減速の兆しが明らかにみられるようになった。その後間もなく「価格破壊」が始まり、小売業者の間では価格競争が激化した。消費者は百貨店よりディスカウントストアで買い物をするようになり、製品に支払う実額は大幅に減少した。

多くの企業ではバブル期に雇用過剰となっていたが、人員削減はできない、あるいはその意思がない状況にあった。その代わりにボーナスを減らし、新規採用を抑えるようになって、産業界全体で賃金低下圧力が強まった。地価や賃貸料が低下 (図 2 参照) したために経営コストが減少し、価格引き下げが可能となった。いったんデフレが定着すると、それは自律的に継続した。

本稿は、UBS Wealth Management Research が作成した "Economic Theme" (2008 年 5 月 19 日付) を翻訳・編集したものです。

図 1: 物価は上昇傾向

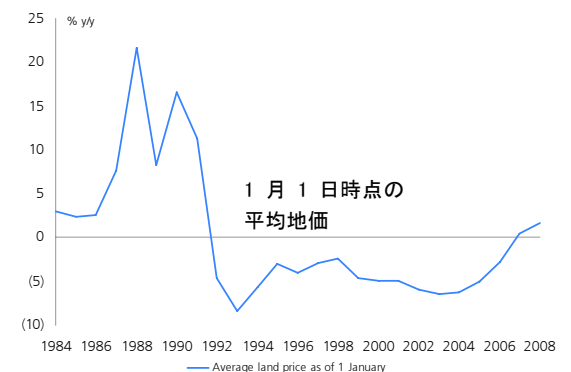
食品・エネルギーを除いた CPI はプラスに



出所: Bloomberg 2008 年 5 月 16 日時点

図 2: 地価の下落がデフレに影響

地価は上昇に転じている (前年比%)



出所: Bloomberg 2008 年 5 月 16 日時点

過去の実績は将来の運用成果等を保証するものではありません。図表も含め、本稿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、すべての図表に当てはまります。

デフレをもたらした構造的要因

通常、景気が下降し始めるとデフレとなるが、構造的な変化も物価下落の要因となりうる。バブル崩壊以降、日本では徐々に規制緩和が進んだ。その結果、商品やサービスがより効率的に低コストで供給されるようになった。たとえば、かつてメーカーは、自社製品を値引き販売する店への供給を拒むことができた。書籍のように、現在でも定価販売が原則となっている商品もいくつかあるが、価格競争はかつてに比べてはるかに激化している。輸入の自由化が進み、輸入品を売り物とする小売業者が増えたことで、世界に比べて割高な価格設定は難しくなっている。全般的に、市場原理が価格設定により重要な役割を果たすようになっており、なれ合いや政府の干渉は後退している。

デフレ要因は弱まっている

これまでデフレをもたらしてきた要因の多くは、弱まっている。このところのインフレ率の上昇の大部分は一時的な要因で説明がつき、食品・エネルギー価格が下落に転じれば、インフレ率が再びマイナスとなる可能性もある。しかし、長期的な観点からみれば、日本が再びデフレに戻るとは考えにくい。デフレをもたらした構造的な変化による影響の多くはすでに尽きたとみられ、今後物価がさらに下落する可能性は低いと思われる。たとえば、ディスカウントストアや輸入品はすでに当たり前の存在になっており、地価は安定している。さらに重要なのは、労働市場の需給バランスが変わっていることである。

労働市場の逼迫は賃金上昇の兆し

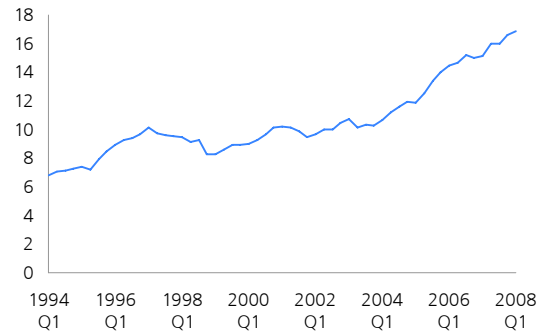
バブル経済が崩壊した後、労働力は供給過剰の状態にあり、買い手市場の傾向が強かった。働く側は職が確保されていればよしとされ、ボーナスが減るなど給与が引き下げられることも珍しくなかった。この間に、パートタイマーなど、正社員よりはるかに賃金が低い非正規雇用の割合が大幅に増大した。現在、労働力の3分の1が非正規雇用である。

2003 年以降の経済成長率は 2%前後で推移しており、労働力の需要は増大している。同時に、就職する若年層の数は着実に減少している。2007 年から、いわゆる団塊の世代が定年の 60 歳を迎え始め、大量の労働力が流出している。そのために労働力の需給が逼迫しており、特に雇用拡大が著しい主要都市では人手が不足気味である。数年前は新卒者が就職先を見つけるのはひと苦労だったが、最近では大半の学生がすでに内定を得ており、高卒でも就職が容易な状況にある。データの信頼性に多少の疑問はあるが、今年の賃金の伸び率はプラスに転じているようだ。主に学生やその他の若年層が従事している低賃金の職で、人手不足のために賃金が上昇している気配がみられる。

日本の人口予測をみると(図 5 参照)、労働力不足が今後長期化することは避けられないように思われる。医療・介護など労働集約型のサービスを必要とする老人が増加の一途をたどっているが、こうした人々が高齢者層に含まれることになる。一部の地域ではすでに、医師や看護師の不足に悩んでいる。今後、労働力人口が減少する一方で労働力の需要が増大するというアンバランスが、賃金上昇とインフレ圧力につながる可能性がある。

図 3: 輸入品が価格低下の一因

GDP に占める輸入の割合 (%、各年第 1 四半期)

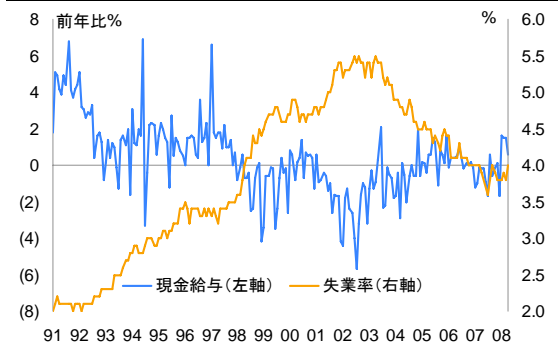


出所: ESRI, UBS WMR

2008 年 5 月 16 日時点

図 4: 労働力需給は逼迫している

2008 年に入ってから賃金は上昇傾向

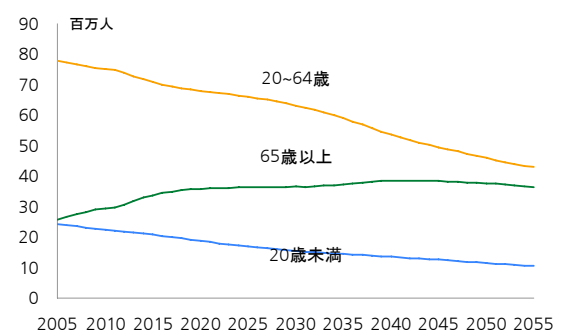


出所: Bloomberg

2008 年 5 月 16 日時点

図 5: 日本の将来推計人口

労働力人口の減少で賃金上昇につながる可能性がある



出所: 国立社会保障・人口問題研究所

2008 年 5 月 16 日時点

増税がインフレの要因となる可能性がある

バブル崩壊以降、日本の財政は大幅に悪化している。政府債務が大きく膨らむ一方で、名目 GDP は伸び悩んでいるため、政府債務の GDP 比率が大幅に上昇している。最近になって景気回復が確かなものになり、債務水準はかなり安定化している。公共事業費は半分に削減され、増税が実施されて、銀行に注入された公的資金は返済されている。しかし、人口の高齢化は今後の財政を大きく圧迫するとみられる。最近、高齢者の医療費負担が増大した。今後、どの程度国民の負担増が避けられるかを推測するのは難しく、こうした流れは直接的にインフレ率の押し上げにつながる。

公的年金制度は 5 年ごとに見直しが行われ、長期的に維持可能となるよう制度が調整される。2004 年には、国庫負担割合を 2009 年に引き上げることが決定されたが、その財源は具体的に示されていない。歳入を増やす方法としてまず思い浮かぶのは消費税率引き上げだが、消費税増税は国民の抵抗が強い。自民党の支持率は低下しており、遅くとも 2009 年 9 月には総選挙が行われることになっている。消費税率を引き上げるにはタイミングを選ぶ必要があり、2009 年に増税が行われるとは予想していない。しかし、消費税率がいずれ現在の 5% から引き上げられることは避けられないとみられる。平均して、消費税率引き上げは、今後 10 年、20 年、あるいは 30 年にわたり、インフレ率を年率 0.4% 押し上げる可能性がある。

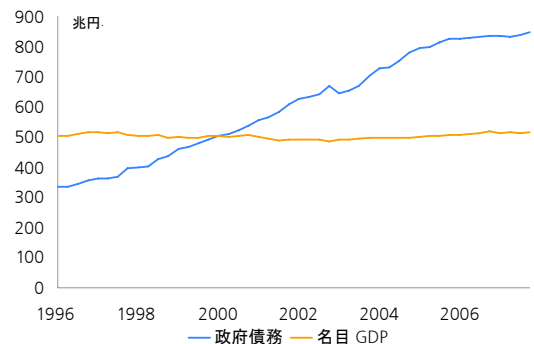
日本の投資家にとっての新たなジレンマ

日本の投資家は長年にわたり超低金利の環境に置かれていた。日銀は 1995 年に政策金利を 0.5% に引き下げ、それ以降その水準を上回ったことはない。その間、銀行預金に数百兆円規模のお金がほとんど利子の付かないままとどまっていた。物価の低下に伴い、ゼロ金利でも円預金の価値は実質的に上昇した。しかし、現在はインフレ率が預金金利を明らかに上回っている。日銀は 1 年以上金融政策を現状維持としており、利上げに転じる時期は明らかではない。景気について楽観的な前提に立っても、急速な利上げが連続して行われる可能性は低い。

これは、金融資産の大半を銀行に預けている日本人にとって新たなジレンマをもたらす。インフレによってすでに預金の価値は目減りしており、長期的にみても、預金の利息がインフレの影響を相殺するほど増加しない可能性がある。また、退職者が実感するインフレ率は、消費者物価指数で示されている水準よりはるかに高いかもしれない。医療費は急速に増大し、健康保険に対する政府の拠出はパーセントベースで削減される可能性があり、そうなれば患者の自己負担が大幅に増えることになる。貯蓄の価値を維持するには、少なくともインフレ率に見合ったリターンが得られるようなポートフォリオを組む必要があると思われる。これは、日本ほど高齢化が進んでいない国や、日本より高い成長力を秘めている国への海外投資に対する意欲が高まるきっかけになると考えられる。

図 6: バブル崩壊後、政府債務が急増

政府債務と名目 GDP



出所: Bloomberg

2008 年 5 月 16 日時点

図 7: 実質金利はマイナス

コアインフレ率と日銀の政策金利誘導目標



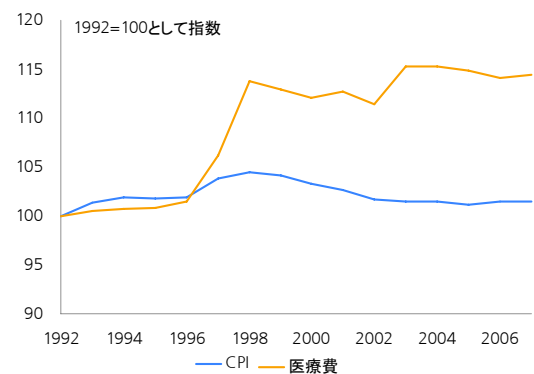
出所: Bloomberg

2008 年 5 月 16 日時点

コアインフレ率は、食品とエネルギーを除いた物価上昇率

図 8: 医療費は増大する可能性がある

CPI と CPI 構成項目としての医療費



出所: 総務省統計局、UBS WMR

2008 年 5 月 16 日時点

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS ウェルスマネジメント・リサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券会社のほか、その業務委託先である 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。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。UBS AG(以下、「UBS」)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、本レポート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、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポート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。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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、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。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。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。

© 2008 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・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 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。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等:UBS証券会社 東京支店 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第232号

加入協会:日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会

UBS証券会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント部門のお客様の場合、約定代金に対して、最大1.05%(税込み)(10,500円未満の場合は10,500円(税込み))、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.3125%(税込み)(26,250円未満の場合は26,250円(税込み))の手数料が必要となります。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。また、外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料及び公租公課その他の賦課金が発生します。

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。

UBS証券会社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債)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。

外国為替先渡取引における先渡レートは、市場における直物(スポット)レート、市場におけるフォワード・ポイント、当社スプレッドを考慮して決定され、別途手数料をいただくことはありません。

外国為替先渡取引は、対象となる 2 通貨間の為替レートや金利差の変動により、損益が変動し、損失あるいは元本超過損失(差し入れ担保額を超える損失)が発生するおそれがあります。

通貨オプション取引に関し、プレミアムの受け渡し、権利行使による通貨の受け渡し以外に、お支払いいただく手数料・費用等はありません。

通貨オプション取引では、対象となる 2 通貨間の為替レート、金利差、予想変動率(ボラティリティ)の変動により、損益が変動し、損失あるいは元本超過損失(差し入れ担保額を超える損失)が発生するおそれがあります。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、UBS 証券で取り扱っていないものも含まれています。