2023年9月1日

～基調的なインフレ率が日銀の政策判断に影響も～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

主要なインフレ指標は物価目標2%超え

総務省が公表する消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は2022年4月の前年比＋2.1%から、2023年1月には同＋4.2%まで上昇ペースが加速しています（図表１）。2023年2月以降は、政府による電気・都市ガス代の負担緩和策により３%台前半まで低下しているものの、16か月連続で日銀が物価安定の目標とする「2%」を上回る伸びが続いています。日銀が基調的なインフレ率を判断する上で重要視している消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギーを除く総合、以下コアコアCPI）も2%を明確に上回っています。

物価の上昇は当初、原油高や円安に伴う輸入物価の急上昇を起点としたエネルギー、食品価格の大幅上昇によるものでした。しかし、その後は原材料コストを価格転嫁する動きが財（衣料品や日用品等）の幅広い品目に広がり、賃金との連動性の高いサービス価格の上昇率も高まっています（図表２）。

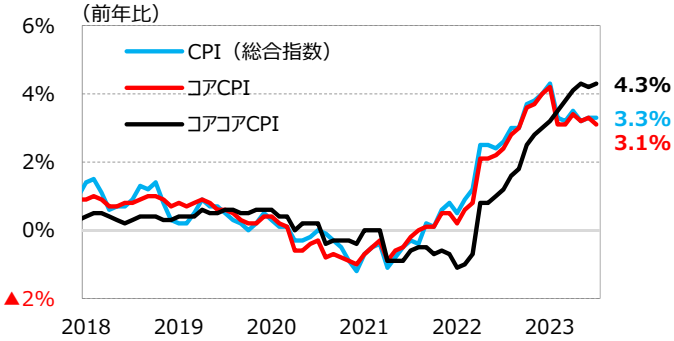
日銀は物価見通しに対して慎重な姿勢を崩さず

それにもかかわらず、日銀は「2%の物価安定目標を実現していない」との見解を示しています。これは、海外経済の動向や、企業の賃金・価格設定行動などに対する不確実性があることから、2024、2025年度の物価見通しは2%を下回り、持続的・安定的な実現を見通せる状況に至っていないと判断しているためです（図表３）。

最近では、米ワイオミング州で開催されたシンポジウム、いわゆるジャクソンホール会合（8/24～26）で、植田日銀総裁が「基調的なインフレ率は依然として目標の2%を若干下回っていると、われわれは考えている。日銀が現行の金融緩和の枠組みを堅持しているのは、それが理由だ。」と述べています。

【図表１　CPIの推移】

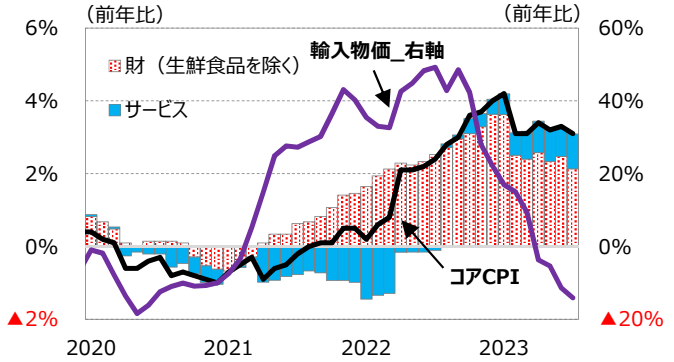
2018年1月～2023年7月、月次



（出所）総務省
（注）消費税率引き上げの影響を除く

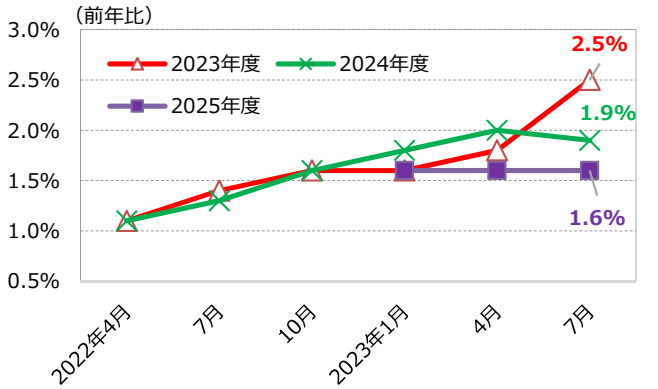
【図表２　コアCPIと輸入物価】

2020年1月～2023年7月、月次



（出所）総務省、日本銀行

【図表３　日銀のコアCPI見通し（展望レポート）】



（出所）日本銀行

（次頁へ続く）

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

日銀試算の基調的なインフレ率は過去最高水準

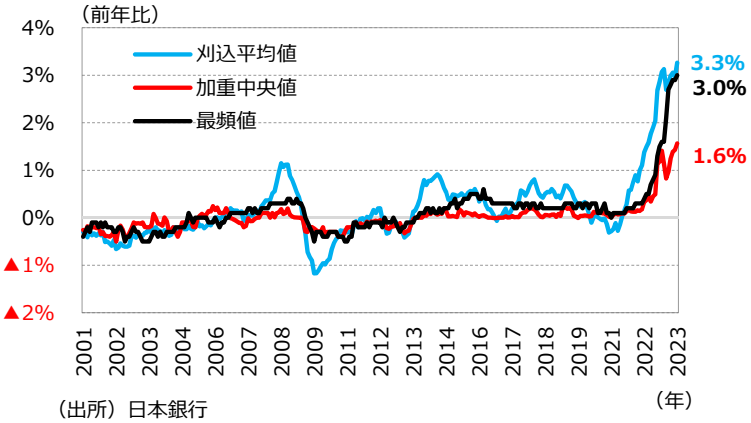
日銀が物価見通しに対して慎重な姿勢を示すなか、「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」に注目が集まっています。同指標は、日銀が物価の基調を正確に把握するために、「刈込平均値」「加重中央値」「最頻値」という3つの指標を試算したものです。

日銀の試算結果によると、7月は刈込平均値が前年比＋3.3%（6月：同＋3.0%）、加重中央値が前年比＋1.6%（6月：＋1.4%）、最頻値が前年比＋3.0%（同＋2.9%）といずれも統計で遡れる2001年1月以降で、最高の伸びとなりました（図表４）。加重中央値がさらに上振れすると、3指標全ての2%到達が視野に入る状況です。

日銀はこれらの数値をあくまで「基調的インフレ率を捕捉するための指標」として公表しており、“基調的インフレ率そのもの”と見做しているわけではありません。ただし、コアコアCPIや上記3指標の動向を踏まえれば、「基調的インフレ率は依然として目標の2%を若干下回っている」との日銀の見解に変化が生じる可能性があります。

【図表４　CPIの基調的な変動】

2001年1月～2023年7月、月次



（出所）日本銀行
（注）CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く
刈込平均値は、品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下10%）を機械的に控除した値
加重中央値は、価格上昇率の高い順にウエイトを累積して50%近傍にある値
最頻値は、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率

【図表５　YCCの概要】

短期金利	日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用
長期金利	ゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行う その際の長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する

（出所）日本銀行公表資料をもとに、東京海上アセットマネジメント作成

2%の「物価安定の目標」の達成が視野に入れば、YCC撤廃の公算

内田日銀副総裁は8月2日の講演で、「現在のYCC（イールドカーブ・コントロール）という枠組みについては、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで」継続するとしています。まだ2%の目標の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っていませんので、この基準に沿って、この枠組みを継続していきます」との見解を示しています。このため、基調的なインフレ圧力が継続し、2%の「物価安定の目標」の実現が視野に入れば、日銀はYCCの撤廃に踏み切ると考えられます（図表５）。YCC撤廃の可能性を見極める上で、物価見通しが公表される10月の日銀金融政策決定会合で、2024、2025年度の見通しが2%に向けて上方修正されるかが焦点となりそうです。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

投資信託にかかるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。
投資信託は、預貯金や保険と異なります。また、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかる費用について

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・ 購入時手数料上限3.3%（税込）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・ 信託財産留保額上限0.5%
- 保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・ 信託報酬上限　年率1.9525%（税込）
  ※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。
- その他の費用・手数料・・・ 監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。

詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

＜ご注意＞

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべ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います。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

東京海上アセットマネジメント株式会社
https://www.tokiomarineam.co.jp/　　サービスデスク　0120-712-016
（受付時間：営業日の9：00～17：00）
商 号 等 ：東京海上アセット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361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、 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【一般的な留意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧の上、ご自身でご判断ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき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。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。