



## PGIM FIXED INCOME

# GLOBAL MACRO MATTERS

(グローバル・マクロ経済シリーズ)

2017年10月

## 世界のインフレ動向の変化は 何を意味するのか？

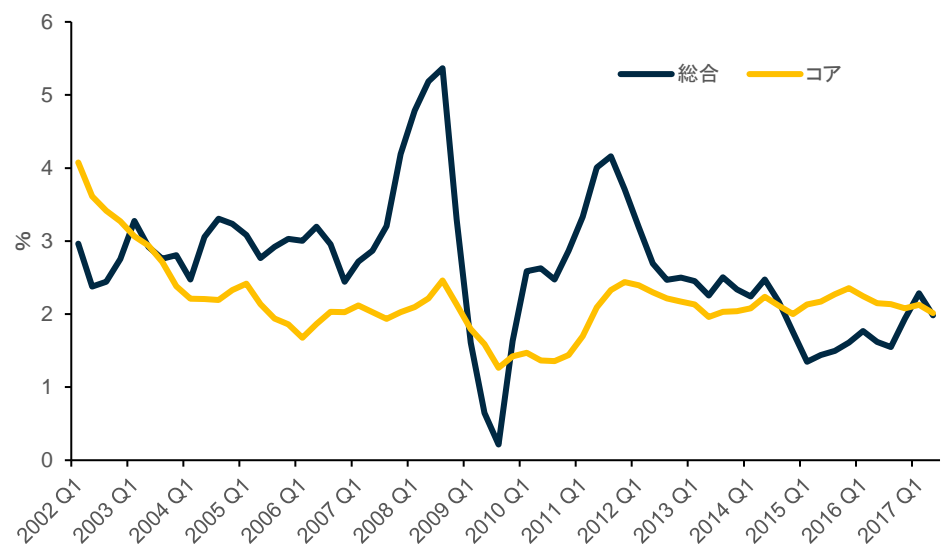
過去15年間の世界経済動向で際立った特徴は、インフレ率が低水準かつ安定的に推移してきたことです。世界の総合インフレ率(図表1を参照)は、金融危機前には約3%程度で推移していました。金融危機の間はコモディティ価格の激しい動きと深刻な景気後退を反映して大きく変動しましたが、その後2%の水準まで低下し、過去2年の大半を通じて小幅ながらさらに低下しています。

同様に世界のコア・インフレ率(食品・エネルギーを除く)は2000年代の前半には低下傾向をたどり、金融危機が発生するまでは2%近辺で安定的に推移していました。そして金融危機の後には2%まで回復し、それ以降この水準にとどまっています。



ネイサン・シーツ, PhD  
チーフ・エコノミスト、  
グローバル・  
マクロエコノミック・  
リサーチ責任者

図表1: 世界のインフレ率



出所: ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム。2017年第2四半期時点のデータ。



PGIM FIXED INCOME

www.PGIMFIXEDINCOME.com

経済状況が金融危機の前後で異なることを踏まえると、世界的にインフレ率が両時期で似通った水準にあることは注目に値します。金融危機前には経済が急成長し、金融システム内でレバレッジが積み上がり、資産市場は過熱状態にありました。一方、金融危機後の経済成長はより緩やかで、失業率は極めて高い水準から徐々に低下しています。金融危機後、金融市場は概ね回復軌道をたどってきましたが、各国中央銀行は金融システムの中核におけるレバレッジが金融危機前よりも大幅に低下していることを強調しています。加えて、金融危機の前後で、インフレ率は概して「経済資源のスラック(労働市場等における需給の緩み)」の変化をほとんど反映しておらず、(賃金上昇率と失業率の間の負の相関関係を示す)フィリップス曲線は横ばいで推移してきました。

上記の分析は、世界のインフレ率の特徴とけん引要因に関する重要な問題を提起しています。本レポートでは、世界のインフレ生成過程の特徴を明らかにすることを試みています。合計で世界の GDP(国内総生産)の約 85%を構成する主要な先進国/新興国 18 カ国のデータを使用し<sup>1</sup>、世界のインフレ動向を金融危機前の期間(2002 年第 1 四半期~2007 年第 2 四半期)と金融危機後の同等の長さの期間(2012 年第 1 四半期~2017 年第 2 四半期)とで比較しました。後述の通り、このアプローチによって、過去 15 年間にわたるインフレ率の推移に関して比較的明確な特徴がつかめました。これとは対照的に、金融危機におけるインフレ動向は、極めて特殊な種々の要因が重なり、大きく影響を受けました。

我々の分析から、世界のインフレの特徴に関する幾つかの洞察が得られました。先進国のインフレ動向は安定しており、平均と標準偏差に基づくインフレの全体的な分布は、金融危機の前後で極めて類似しています。先進国の中央銀行は金融危機が発生する何年も前にインフレを克服し、金融危機後もこうした成果を維持しています。ただ中央銀行にとって不都合なことは、この安定的な分布がインフレ目標の 2%を幾分下回った水準に集中している点です。これに関連して、金融危機後はインフレ生成過程への中国の影響低下を示す興味深い現象も明らかになっています。

主要新興国は、インフレ動向によって 2 つの幅広いグループに分かれます。金融危機前にインフレ率が相対的に高かった国々(トルコ、ロシア、インドネシアを含む)は、金融危機以降インフレ率の大幅な低下を達成しています。ただし、トルコは過去 2 年間でこうした成果の一部を失っています。他の多くの新興国のインフレ動向は、先進国と同様に極めて安定的です(ただし、平均インフレ率は先進国を若干上回り、先進国よりも幾分変動性が高くなっています)。

<sup>1</sup> 我々の国の選択は G20 加盟国を反映していますが、以下の 3 つの逸脱があります。1 点目として、ユーロ圏をドイツ、フランス、イタリアの個々の国としてではなく、総体として含めています。2 点目として、データの制限を理由に、アルゼンチンの代わりにチリを含めました。3 点目として、中欧の対象国を増やすため、ポーランドを対象国に加えました。我々のデータは四半期毎の季節調整済み・年率換算値(SAAR)での調査結果です。必要に応じて、ハーバー・アナリティクスのデータに対して米国勢調査局のアルゴリズムを用いて季節調整を行っています。

## インフレ・データの概要

図表 2 には、金融危機前後の期間における我々が調査対象とした 8 カ国の平均インフレ率を掲載しています。消費者物価上昇率の 4 つの指標（総合、いわゆる「欧米型コア」（食品・エネルギーを除く）、サービス、コア財（食品とエネルギーを除く財））に注目しました。

図表 2: 平均インフレ率(前期比、%、年率換算)

	総合		コア		サービス		コア財	
	第 1 期間	第 2 期間	第 1 期間	第 2 期間	第 1 期間	第 2 期間	第 1 期間	第 2 期間
先進国								
米国	2.8	1.3	2.0	1.9	3.2	2.6	-0.6	-0.3
ユーロ圏	2.1	0.9	1.9	1.1	2.5	1.3	1.2	0.9
日本	-0.1	0.4	-0.4	0.2	0.0	0.3	-1.2	0.1
英国	1.8	1.6	1.4	1.8	3.6	2.6	-1.3	0.7
オーストラリア	2.8	1.9	2.1	2.0	3.6	2.7	0.9	1.4
カナダ	2.4	1.3	2.0	1.5	2.9	1.9	-0.1	0.5
新興国								
チリ	2.7	3.3	2.3	3.3	3.0	4.3	--	--
ブラジル	7.5	6.6	7.5	6.5	6.1	7.4	--	--
メキシコ	4.2	3.9	3.7	3.2	4.4	2.7	2.9	3.9
中国	2.0	1.9	0.6	1.7	--	--	--	--
インド	4.8	6.4	--	5.8	--	--	--	--
インドネシア	9.1	5.3	--	4.1	--	--	--	--
韓国	3.0	1.3	2.6	1.7	2.9	1.7	1.8	1.8
ポーランド	2.0	0.7	1.3	0.9	2.3	1.9	0.5	0.0
ロシア	11.6	8.1	11.1	7.7	19.5	7.8	7.5	7.7
サウジアラビア	1.3	2.5	--	--	--	--	--	--
南アフリカ	5.3	5.6	2.8	5.3	3.9	5.8	1.4	4.2
トルコ	15.5	8.4	15.7	8.4	18.4	8.1	13.6	8.6
総平均								
全ての国々	4.5	3.4	3.9	3.4	5.5	3.7	2.2	2.5
先進国	2.0	1.2	1.5	1.4	2.6	1.9	-0.2	0.6
新興国	5.8	4.5	5.6	4.4	7.6	5.0	4.7	4.4
総中央値								
全ての国々	3.2	2.6	2.3	2.3	3.3	2.7	0.8	1.2
先進国	2.1	1.4	1.7	1.5	2.8	2.0	-0.3	0.6
新興国	4.3	3.8	3.6	4.0	4.5	4.7	2.8	3.7

注: 第 1 期間は 2002 年第 1 四半期～2007 年第 2 四半期、第 2 期間は 2012 年第 1 四半期～2017 年第 2 四半期。出所: ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム。

先進国について詳しく見ると、金融危機前と後の期間でそれぞれ総合インフレ率とコア・インフレ率は、インフレ率が相対的に低い日本を除き、1%～3%の範囲で推移していることが分かります。<sup>2</sup> 特にこれらの国々では、第 2 期間中には、日本を再び唯一の例外として、サービス価格の上昇率が著しく低下しています。

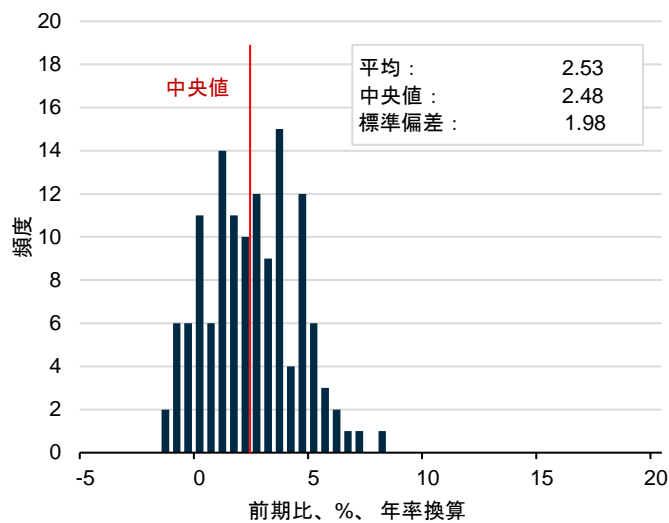
新興国については、入手できるデータに限られているという難点がありました。我々が調査対象として取り上げた国々のうち、サービス価格の上昇率のデータを有しているのは 8 カ国にとどまり、コア財価格の上昇率を公表している（あるいは、コア財価格の上昇率を算出できる十分なデータを公表している）のは 6 カ国に過ぎません。新興国については、第 1 期間にインフレ率が特に高かったトルコ、ロシア、インドネシアの 3 カ国では、第 2

<sup>2</sup> 分析を簡素化するため、日本が消費税を引き上げた 2014 年第 2 四半期を除外しています。四半期ごとの変化（年率換算）を見ており、日本の増税の影響が主にこの四半期に集中していると見られるためです。

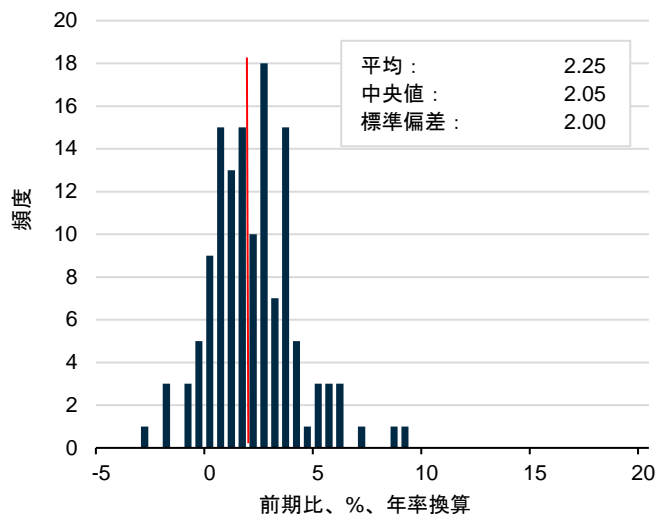
期間で総合インフレ率が急低下していることがわかります。金融危機以前にインフレ率が特に高かった国々が金融危機後に強力なデスインプレを経験しているのが、インフレ動向における重要な特徴です。

図表 3 のデータは、この新興国に関する分析をさらに掘り下げています。上段は、総合インフレ率が特に低い新興国 6 国(チリ、メキシコ、中国、韓国、ポーランド、サウジアラビア)をヒストグラムで示しています。このグループの平均と中央値は 2 つの期間で小幅に低下していますが、分布は概ね安定的で、インフレ率は全般的に低水準にあります。下段は、サンプル国の残りの新興国 6 国をヒストグラムで示しています。これらの国々は 2 期間で顕著なデスインプレを経験しており、平均インフレ率は 9%から 6.75%に低下し、分布の標準偏差は半分近く縮小しています。こうしたことから、我々の分析で明らかになったもう一つの重要な現象は、新興国全体にわたるインフレ動向の不均一性です。高いインフレ率でスタートした国々でインフレ率が低下している一方、当初インフレ率が低かった国々でインフレ率が相対的に安定して推移しています。

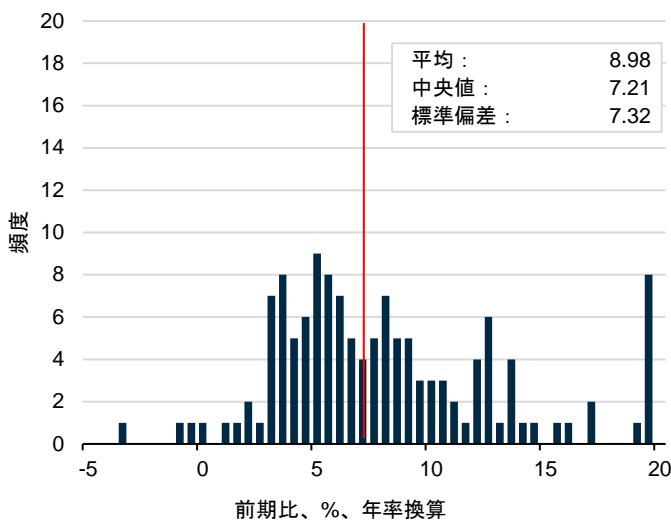
図表 3: 新興国の総合インフレ率



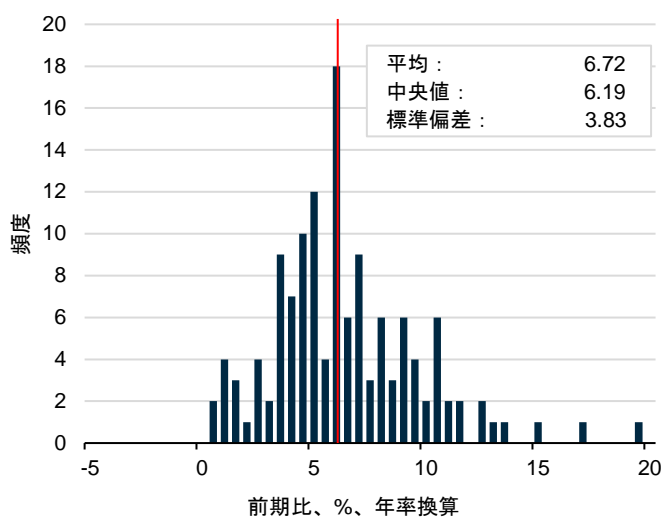
インフレ率が低い国々(2002年第1四半期~2007年第2四半期)



インフレ率が低い国々(2012年第1四半期~2017年第2四半期)



インフレ率が高い国々(2002年第1四半期~2007年第2四半期)



インフレ率が高い国々(2012年第1四半期~2017年第2四半期)

## インフレ動向がいかに変化していったのか？

図表4は我々の分析の中核となる部分です。図表は、「第1期間」(2002年第1四半期～2007年第2四半期)と「第2期間」(2012年第1四半期～2017年第2四半期)の間の総インフレ指標の変化を示しています。これらのデータについて2つの注釈が必要です。1つ目は、各欄に掲載されたデータは対象国データの単純(非加重)平均であるという点です。このアプローチにより、対象国の実績値を明確にすることができ、そして適切な加重方式を選ぶ難しさを回避することができます。ただし、我々の分析結果を再確認するため、図表4の上半分(平均値)を各国のGDP加重方式を用いて再計算したところ、結果は概ね類似したものとなりました。2つ目は、上述したように、新興国の一部は我々が検証するインフレ・データ一式を全て公表しているわけではないという点です。下記の表の各欄には、データが入手可能な全ての国々の平均と中央値を記載しています。<sup>3</sup>

図表4: インフレ率の変化(前期比、%ポイント、年率換算)

	総合	コア	サービス	コア財
<b>総平均</b>				
全ての国々	-1.1	-0.5	-1.8	0.3
先進国	-0.8	-0.1	-0.7	0.8
新興国	-1.3	-1.2	-2.6	-0.3
<b>総中央値</b>				
全ての国々	-0.6	0.0	-0.6	0.4
先進国	-0.7	-0.2	-0.8	0.9
新興国	-0.5	0.4	0.2	0.9

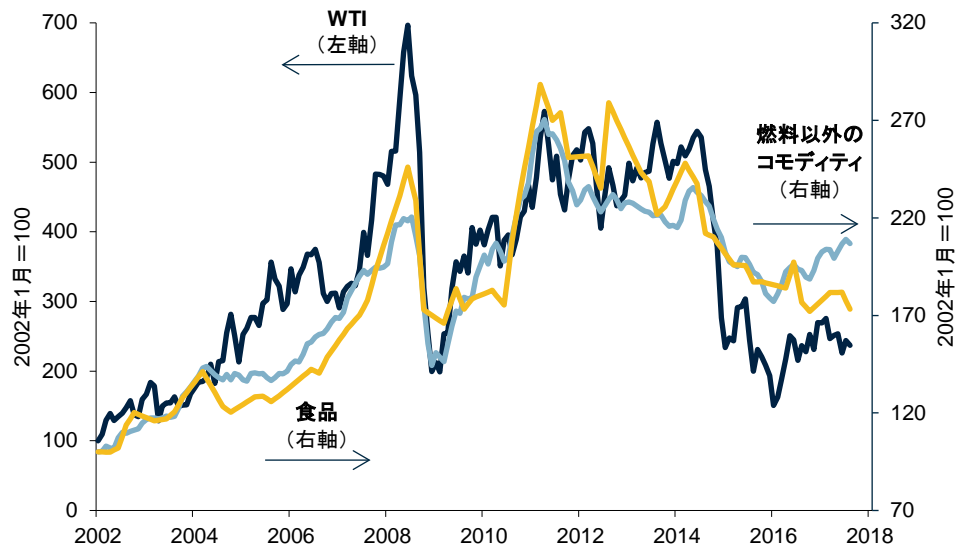
注:金融危機前の期間(2002年第1四半期～2007年第2四半期)と金融危機後の期間(2012年第1四半期～2017年第2四半期)の平均インフレ率の差を示しています。出所:ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム

図表4に示したデータからは、幾つかの重要な結果が得られました。

まず、2期間において、先進国と新興国の双方で総合インフレ率が低下しました。これら18カ国の平均総合インフレ率は、金融危機後の原油およびその他コモディティ価格の大幅な下落に沿った形で(図表5を参照)、約1%ポイント低下しました。平均総合インフレ率の低下幅は新興国で特に顕著でしたが、先進国と新興国の両方でかなり低下しました。一方、(図表4の下半分に記載されている)総合インフレ率の中央値の変化は先進国と新興国で類似していましたが、新興国の方が幾分小幅でした。

<sup>3</sup>これは、公表された統計の国構成が2つの期間で異なる場合があり、またインフレ指標の対象となる国が幾分異なる場合があることを意味します。我々は一部の国を完全に除外するよりも、この不均衡なデータでの作業を好みました。なお、堅牢性チェックとして、データ一式が入手可能な12カ国(先進国6カ国と新興国6カ国)を用いて図表3を再計算したところ、結果は公表値と概ね似通ったものとなりました。

図表 5: コモディティ価格



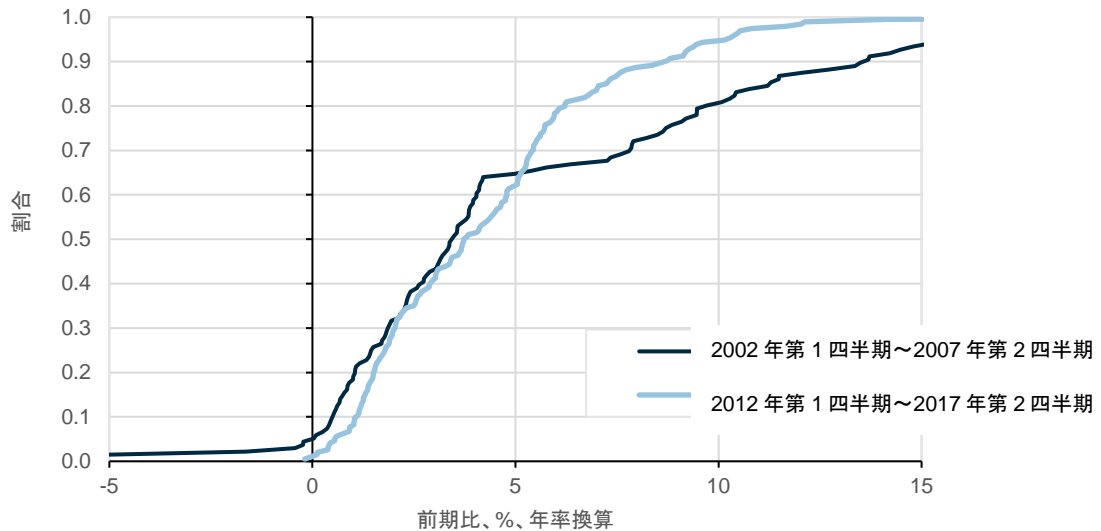
出所: ハーパー・アナリティクス、CRB、BEA、スタンダード&プアーズ。2017年8月時点のデータ。

二つ目のポイントは、先進国の平均コア・インフレ率は2期間でほとんど変化がなかったことです。この分析結果と後述する結果を合わせると、先進国のコア・インフレ率は金融危機以前すでに低水準に収斂しており、金融危機後も実質的にその水準にとどまっています。こうした先進国のインフレ率の確固たる安定性が、グローバル債券市場の最近のパフォーマンスをけん引している重要な要因であると考えられます。

新興国のコア・インフレ率の動向は、驚くほどニュアンスに富んでいます。図表4の上半分に示されているように、新興国の平均コア・インフレ率は2期間を通じて1.2%ポイントの大幅低下を記録しています。しかし、コア・インフレ率の中央値の状況は異なり、0.4%ポイントの小幅上昇を記録しています。いったい何が起きているのでしょうか？

この現象をさらに掘り下げて見るべく、図表6では新興国のコア・インフレ率の累積密度関数(CDF)の計算結果を示しました。折れ線は、横軸に示したコア・インフレ率(年率換算)以下の数値の累積割合を示しています。青色の線は金融危機前の期間(第1期間)を示し、水色の線は金融危機後の期間(第2期間)を示しています。第2期間中には分布の最初の3分の2程度がインフレ率の若干高い方向へとシフトしており、これがコア・インフレ率の中央値の小幅上昇につながっています。しかし一方で、高インフレ国(トルコ、ロシア、ブラジル)ではインフレ率の低い方向へと明確にシフトし、CDFの上位部分は大きく左側に片寄っており、新興国全体の平均インフレ率の低下を示しています。

図表 6: 新興国のコア・インフレ率の CDF(累積密度関数)



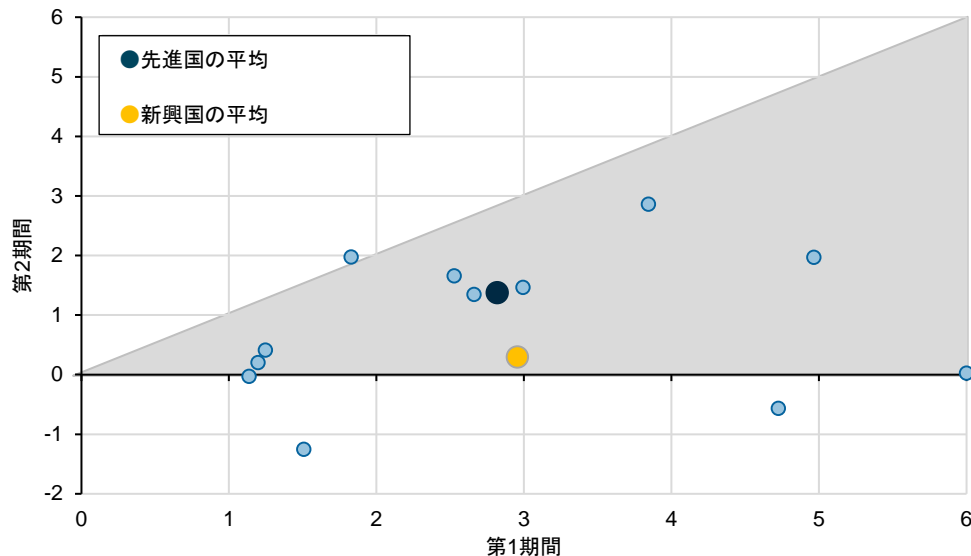
出所: ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム

この計算結果によって、さらに2つの重要な洞察が得られました。新興国の分布の約3分の2では、コア・インフレ率が第1期間よりも第2期間で実質的に安定化しており、先進国のインフレ率の安定化と呼応しています。一方で第1期間でインフレ率が高かった新興国では、第2期間でインフレ率が大幅に低下しており、これが世界のコア・インフレ率の実際の低下の大半を占めています。

図表4の3列目と4列目には、コア・インフレ率をサービス・インフレ率とコア財インフレ率に分けて掲載しています。先進国・新興国の両グループとも、サービスの平均インフレ率は第2期間に低下しており、先進国ではほぼ0.75%ポイントの低下、新興国では2.5%ポイント強の低下となっています。これとは対照的に、先進国のコア財インフレ率は大幅に上昇し、サービス・インフレ率の低下を相殺する一方で、新興国のコア財インフレ率は(主にトルコ的大幅な低下を反映して)若干低下しています。しかし、こうした動きにもかかわらず、調査対象国全体の平均コア財インフレ率(図表2)は、金融危機前ほどではないにせよ、平均サービス・インフレ率を依然として下回っています。

図表7では2期間におけるサービスとコア財のインフレ率の差異を示しています。特に、主に灰色部分(あるいはその近辺)を観察すると、2つの事象が明らかになります。一点目は、角度45度の線の下方部分と見ると、サービス・インフレ率とコア財インフレ率の差が全般的に2期間で縮小していることがわかります。二点目は、多くの観測点で縦軸はプラスとなっており、第2期間では全般的にサービス・インフレ率がコア財インフレ率を上回って推移しています。従って、サービス・インフレ率は世界的にコア財インフレ率を上回って推移しているものの、その程度は金融危機前ほどではないということが明らかになっています。

図表 7: サービス・インフレ率とコア財インフレ率の格差(前期比、%ポイント、年率換算)



出所:ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム。第1期間は2002年第1四半期～2007年第2四半期、第2期間は2012年第1四半期～2017年第2四半期。

ここで、サービスとコア財のインフレ率の差異について経済的解釈を提示したいと思います。過去15年間に中国が次第にグローバル経済に組み込まれるに伴い、中国の輸出業者(主に様々な種類のコア財)は激しい価格競争に直面してきました。従って、この期間における中国のグローバル経済への統合がサービス価格(および他の非貿易財)と比較してコア財(および他の貿易財)の価格を押し下げる傾向にあったというのが我々の仮説です。各国中央銀行は全体的なインフレ率の目標数値を定めているため、この相対的な価格調整はコア財インフレ率を抑制すると同時に、サービス・インフレ率を押し上げました。

上記の解釈と一致する形で、金融危機前の第1期間(中国の統合効果が最も強く現れた、2001年後半の中国のWTO(世界貿易機関)加盟直後)には、調査対象国におけるサービス・インフレ率はコア財インフレ率を平均で3%ポイント上回りました(図表2)。第2期間には、この差は1%ポイント強に縮小し、世界のインフレ率に対する「中国ショック」の影響が低下したことがうかがえます。この効果は先進国のデータに顕著に表れています。もちろん、この解釈は推測に基づくものであることは認めざるを得ず、(技術的進歩による効果などの)他の要因も作用した可能性があります。

### インフレ率の変動性

世界のインフレ動向の分析にあたり、各国間のインフレ率の分布や、各国内の時点間のインフレ率の分布に目立った変化が見られるか否かについても検証が必要と考えました。この問いに答えるため、図表8ではインフレ率の変動がどのように変化しているかを見ています。全ての国々のデータを見ると、総合インフレ率の標準偏差は2%ポイントの大幅低下となっていますが、コア財インフレ率の標準偏差はそれを上回る2.5%ポイントの低下となっています。ただし、この結果には先進国と新興国の間のインフレ動向の大きな格差が隠されています。



図表 8: インフレ率のボラティリティの変化(前期比、%ポイント、年率換算)

	総合	コア	サービス	コア財
総標準偏差				
全ての国々	-2.0	-2.5	-4.1	-2.0
先進国	-0.3	-0.2	-0.4	-0.3
新興国	-2.5	-3.5	-5.4	-2.9

注: 金融危機前の期間(2002年第1四半期~2007年第2四半期)と金融危機後の期間(2012年第1四半期~2017年第2四半期)のインフレ率標準偏差の差。出所: ハーパー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム。

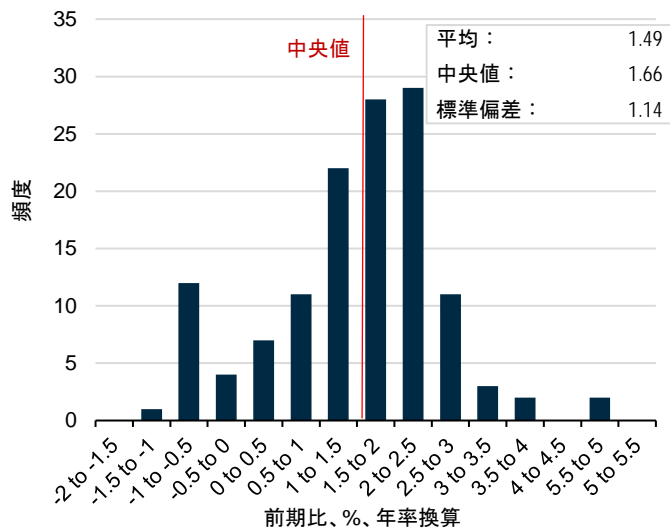
金融危機前後の期間を通じ、新興国のインフレ率の標準偏差は、総合インフレ率は2.5%ポイント、コア・インフレ率は3.5%ポイント低下しています。これはサービス・インフレ率の変動性が特に大幅低下したこと(5%ポイント超)を反映しており、トルコ、南アフリカ、ロシアで大幅な低下が見られ、チリ、メキシコ、韓国でも低下しました。このサービス・インフレ率(経済における非貿易財セクターの指標)の変動性の縮小は、新興国が金融危機後に国内経済の安定性を高めたことを示しています。コア財価格の変動性も低下しました。<sup>4</sup>

対照的に、先進国のインフレ率の変動性は小幅な低下にとどまっています。この結果は、先進国の平均的なインフレ動向と同様、2期間でインフレ率の全体的な分布がほとんど変化していないことと概ね一貫しています。

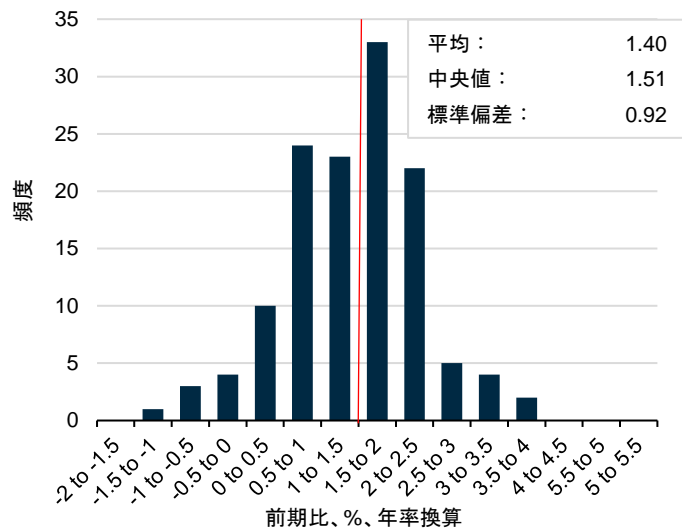
これは、図表9で示した先進6カ国の四半期コア・インフレ率のヒストグラムにも表れています。2期間における四半期毎のインフレ率の全体的な分布は、極めて類似しています。2期間の分布では、観測値の約半分は1.5%~2.5%に範囲にあり、約70%は1%~3%の範囲にあります。金融危機後の分布は、金融危機前の分布に比べて0%~1%の観測値が多く、マイナス圏の観測値が減少しています。

<sup>4</sup> これらの結果を解釈する際には、コア・インフレ率がサービス・インフレ率およびコア財インフレ率の加重平均として構成されている一方、コア・インフレ率の標準偏差とサービス・インフレ率およびコア財インフレ率の標準偏差の間の関係は、サービス・インフレ率とコア財インフレ率の共分散を反映している点に留意する必要があります。

図表 9: 先進国のコア・インフレ率



先進国のインフレ率(2002年第1四半期~2007年第2四半期)



先進国のインフレ率(2012年第1四半期~2017年第2四半期)

出所:ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム

特に日本は、ほとんど全ての観測値がマイナス圏に入っています。日本のコア・インフレ率は、第1期間には22四半期のうちの17四半期でマイナスとなり、日銀の黒田総裁がインフレ率を押し上げるために強力な措置を講じた第2期間中には、22四半期のうちの7四半期でマイナスとなりました。この7四半期のうち4四半期は黒田総裁の政策開始前に起こり、3四半期は政策開始後に起こりました(2016年第3四半期と2017年第1、第2四半期)。先進国の四半期ごとの調査結果が日本以外に唯一マイナスとなったのは、カナダの2012年第3四半期でした。最後に特筆すべきことは、先進国のコア・インフレ率の分布のモード(最頻値)が、金融危機前の2%強から金融危機後には2%弱へと小幅に変化した点です。

インフレ率分布の分析からは、それが各国中央銀行の政策目標と十分に整合しているか否かという興味深い問題が提起されます。そこで明らかになったことは、第一に、各国中央銀行はインフレの急上昇を回避するための長期的な取り組みに成功している点です。両期間中とも、インフレ率は(四半期ベースでさえも)年率2%を大幅に上回る水準をつけることは滅多にありません。第二に、日本を除く各国中央銀行は、単一四半期におけるマイナスのインフレ率の回避という観点から見ても、デフレ回避に成功しています。日本の経験が各国中央銀行にとって、デフレ期待が一旦定着するとその解消が難しいことを示す教訓となっていると見られます。第三に、(平均と中央値のどちらで見ても)観測値の分布の中心は、特に第2期間には2%よりも1.5%に接近しています。

結論としては、先進国の中央銀行は高インフレを克服することに成功していますが、インフレ分布の中心を2%(中央銀行の大半が掲げている目標)に確実に持っていくことは、まだ十分に達成していません。さらに踏み込んだ問題としては、寸分違わずインフレ目標に達することが実際に実現可能か否かという点です。複数の要因が作用する中で、各国中央銀行はインフレ管理において、どの程度の正確さを望めるのでしょうか？

## 最近のインフレ動向

次に、金融危機後の期間を2012年第1四半期～2015年第2四半期と2015年第3四半期～2017年第2四半期の2つの期間に分けます。第2期間は、特に最近のインフレ動向に焦点を当て、金融危機後の期間全体と比較して変化があるか否かを評価するため幾分短めに設定しています。この点に留意した上で、図表10では幾つかのポイントが明らかになっています。一点目として、総合インフレ率は過去2年間に、食品・原油価格の世界的な下落に歩調を合わせて、先進国と新興国の双方で幾分低下しています(図表4も参照)。二点目として、上記の結果に呼応して、先進国の平均コア・インフレ率は変化がなく、サービス・インフレ率の小幅な低下がコア財インフレ率の上昇を相殺しています。三点目として、新興国でもコア財インフレ率は小幅に上昇していますが、それ以上にサービス・インフレ率が低下しています。その結果、新興国のコア・インフレ率は低下しました。

図表10:インフレ動向の変化(前期比、%ポイント、年率換算)

	総合	コア	サービス	コア財
総平均				
全ての国々	-0.6	-0.2	-0.3	0.1
先進国	-0.2	0.0	-0.2	0.1
新興国	-0.8	-0.3	-0.4	0.1

注:金融危機後の初期期間(2012年第1四半期～2015年第2四半期)と直近の期間(2015年第3四半期～2017年第2四半期)の平均インフレ率の変化。

出所:ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム

図表11には、対象国のデータを示しています。先進国のデータは極めて落ち着いており、インフレーションは安定していることが示されています。両期間において、コア・インフレ率と総合インフレ率は概ね1%～2%の間を示しています。日本はここでも例外であり、平均的にはデフレ傾向を回避しているものの、インフレ率は日銀が設定した2%の目標からまだ相当離れた水準にあります。全体としてみると、最近のインフレ・データからは、失業率の低下、またはより一般的には「経済資源のスラック(労働市場等における需給の緩み)」縮小がもたらす兆候は殆ど伺えません。

図表 11: 平均インフレ率(前期比、%、年率換算)

	総合		コア		サービス		コア財	
	第 1 期間	第 2 期間	第 1 期間	第 2 期間	第 1 期間	第 2 期間	第 1 期間	第 2 期間
<b>先進国</b>								
米国	1.2	1.5	1.8	2.0	2.5	2.9	0.0	-0.6
ユーロ圏	1.0	0.7	1.1	1.1	1.4	1.3	1.0	0.8
日本	0.6	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2
英国	1.6	1.6	1.8	1.8	2.7	2.5	0.6	0.8
オーストラリア	2.2	1.5	2.1	1.6	3.2	1.9	1.3	1.5
カナダ	1.2	1.4	1.3	1.7	1.8	2.1	0.3	0.7
<b>新興国</b>								
チリ	3.4	3.2	3.3	3.3	4.4	4.0	--	--
ブラジル	6.7	6.4	6.6	6.3	8.1	6.2	--	--
メキシコ	3.7	4.3	2.9	3.8	2.5	3.0	3.4	4.9
中国	2.0	1.8	1.6	1.8	--	--	--	--
インド	7.8	3.9	6.7	4.4	--	--	--	--
インドネシア	6.1	3.8	4.6	3.3	--	--	--	--
韓国	1.2	1.4	1.7	1.8	1.5	2.2	2.4	0.8
ポーランド	0.7	0.6	1.0	0.6	1.8	2.2	0.4	-0.8
ロシア	9.4	5.8	8.6	6.2	8.8	5.9	8.5	6.3
サウジアラビア	2.8	1.8	--	--	--	--	--	--
南アフリカ	5.5	5.7	5.3	5.1	6.0	5.6	4.2	4.2
トルコ	7.9	9.2	7.4	10.0	7.8	8.5	7.1	11.3
<b>総平均</b>								
全ての国々	3.6	3.0	3.4	3.2	3.8	3.5	2.4	2.5
先進国	1.3	1.1	1.4	1.4	2.0	1.8	0.5	0.6
新興国	4.8	4.0	4.5	4.2	5.1	4.7	4.3	4.4
<b>総中央値</b>								
全ての国々	2.6	2.4	2.2	2.4	2.7	2.7	1.2	1.3
先進	1.5	1.0	1.5	1.4	2.1	1.9	0.6	0.7
新興国	4.3	3.5	4.4	3.6	5.3	4.1	3.7	3.7

注: 第 1 期間は 2012 年第 1 四半期～2015 年第 2 四半期。第 2 期間は 2015 年第 3 四半期～2017 年第 2 四半期。出所: ハーパー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム。

新興国の中では、当初のインフレ率が比較的高かった国々(ロシア、インド、インドネシア)で総合インフレ率とコア・インフレ率が大幅に低下しました。一方、トルコでは持続的な政治の不透明感と通貨安を反映して、インフレ率がかなり上昇しています。他の新興国のインフレ率の変化は概ね小幅で、その方向性は様々です。

主要なポイントは、過去 2 年間のインフレ動向が金融危機後の初期と概ね類似した特徴を引き続き示している点です。先進国と多くの新興国のインフレ率は相対的に低位安定を維持している一方で、高インフレ率の新興国の一部ではさらなるデフレーションが進んでいます。

## 結論

我々の分析では、様々な経済状況にもかかわらず多くの国々のインフレは低位安定を維持しており、世界のインフレ状況が全般的に安定していることが示されました。この結果は、長期債利回りが引き続き低水準にあり、そして比較的安定していることを説明する上で最も重要な点です。単刀直入に言って、我々はインフレ期待が低水準かつ安定的で十分に抑制されることを示す説得力のある事例を見出しています。このことは、投資家は低インフレに対する埋め合わせを債券保有に求め、インフレ・リスクに対しては比較的小幅な埋め合わせを求める実証的理由があることを意味します。過去数十年と比較すると、インフレ生成過程は変化しており、債券価格形成の特徴にその現実が反映されています。インフレの安定的な状況は全体的なマクロ経済環境の安定にも寄与しており、そしてこれは金融リスクプレミアムが広範に低下する傾向にもつながると見られます。

我々の分析結果は、新興国にとっても明るい材料です。かなり多くの新興国でインフレが安定に向かっているという事実は、新興国の政策の成熟度の高まりと中央銀行に対する信頼を示しています。

今後の分析では世界のインフレ率のドライバーを一層注意深く見ていく意向ですが、経済環境の大きく異なる金融危機前と後の期間で全般的なインフレ動向がかなり類似しているという事実は、足元の経済環境に対するインフレの感応度があまり高くないことを示唆しています。たしかに総合インフレ率はコモディティ価格の変化を反映していますが、これがインフレのコア指標に強力な影響を及ぼしているようにはみえません。

最後に、我々は、こうした状況において各国中央銀行が極めて重要な役割を引き続き占めていると考えています。我々が指摘したインフレの安定性は、各国中央銀行が過去 15 年間にわたり自らの役目を果たし、安定的なインフレ率を達成するような方法でショックに対応してきたことを反映していることは、疑う余地がありません。そうした中で、实体经济と金融市場の双方におけるインフレ期待は、こうした各国中央銀行の努力を下支えしてきました。この安定した状況を保つためには、各国中央銀行は警戒を怠らず、浮上するインフレ・リスクに必要に応じて対応する態勢を維持すべきでしょう。

**留意事項 1 (原本の Notice を翻訳)**

データの出所(その他特に断りのない限り): PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2017年10月現在

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界的にみると次の事業も含まれます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM ジャパン)、(iii) シンガポールの PGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

**本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これら情報を提供するに当たって PGIM はお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。**

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方(当初の配布先の投資アドバイザーを含む)に配布することは認められておりません。また PGIM フィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点で PGIM フィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIM フィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIM フィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

**利益相反:** PGIM フィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時には PGIM フィクスト・インカムおよびその関連会社や役職員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIM フィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外の PGIM フィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面で PGIM フィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくは PGIM フィクスト・インカムのフォーム ADV 第 2A 部をご覧ください。

情報提供については、英国では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドが担当しています。PGIM リミテッドは英国金融行動監督機構(FCA)の認可を受けており、FCA の規制が適用される他(登録番号 193418)、欧州経済領域(EEA)内の様々な法域でも正式に認可を受けています。本資料は PGIM リミテッドが FCA の金融行為規制ソースブックに基づき、機関投資家や適格機関投資家向けに作成したものです。一部のアジア諸国では、シンガポール金融管理庁(MAS)に登録し、その認可を受けた同国の投資運用会社である PGIM シンガポールが担当しています。日本では、金融庁に登録されている投資顧問会社である PGIM ジャパン株式会社が担当しています。韓国では、韓国国内の投資家に直接投資一任運用サービスを提供することを認可されている PGIM, Inc. が担当しています。香港では香港証券先物取引委員会に登録している PGIM (Hong Kong) Limited, が証券先物条例スケジュール 1 パート 1 で定義された機関投資家を対象に提供を行っています。

© 2017 PFI and its related entities.

2017-4790

## 留意事項 2

本資料は PGIM フィクスト・インカムが作成した"Global Macro Matters / What's Up with Global Inflation?"を PGIM ジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点での PGIM フィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIM フィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、米国 SEC 登録投資顧問会社である PGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文(英語版)と本資料の間に差異がある場合には、原文(英語版)の内容が優先します。詳細は原文(英語版)をご参照ください。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIM ジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 392 号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会

PGIMJ201712151190

原文(英語版)につきましてはウェブサイト(<https://www.pgim.com/pgim-fixed-income>)をご参照ください。