



米国インフレの行方ー押さえておくべき4つのポイント



2021年3月1日



エリック・ウィノグラド
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
債券部門 シニア・エコノミスト



新型コロナウイルスのパンデミックからの経済回復が進む中、2021年の米国コアインフレ率は不安定な推移が見込まれる。経済の需給ギャップは、最終的にインフレ上昇を抑制し、米連邦準備制度理事会 (FRB) による緩和的な金融政策は維持されるだろう。

ここでは、2021年及び今後数年間の米国インフレ率の展開を予想するにあたって、投資家が押さえておくべき4つのポイントをお伝えしたい。

1. ベース効果により、「見かけ」のインフレは夏場にかけて上昇するだろう

パンデミックに起因した経済活動の停止により、月次ベースで極めて低水準のインフレ率が2020年に観測された。2020年3月のコア消費者物価インフレ率 (CPI) は

横ばいだったが、その後4月に0.4%、5月に0.1%低下した。2カ月連続でインフレ率が低下したのは実に40年振りの現象であった。その後、同指数は6月に安定化した後、7月に0.5%、8月に0.3%上昇の動きをみせた。

これらの月次データが前年比の計測のベースとなるにつれて、足元のインフレ実態が安定していても、前年比コアCPIの数字は不安定な推移となる可能性が高い。今後、月次コアCPIが+0.15% (年率1.8%ペース) で年末まで推移すると仮定した場合、上記ベース効果により、夏場にかけて前年比コアCPIは2.4%近くまで上昇することになる (次ページの図表)。これは、インフレ率回復のペースが年末まで加速しない前提を置いた上での例示であり、アライアンス・バーンスタイン (以下、「AB」) 予想とは異なる点に留意されたい。

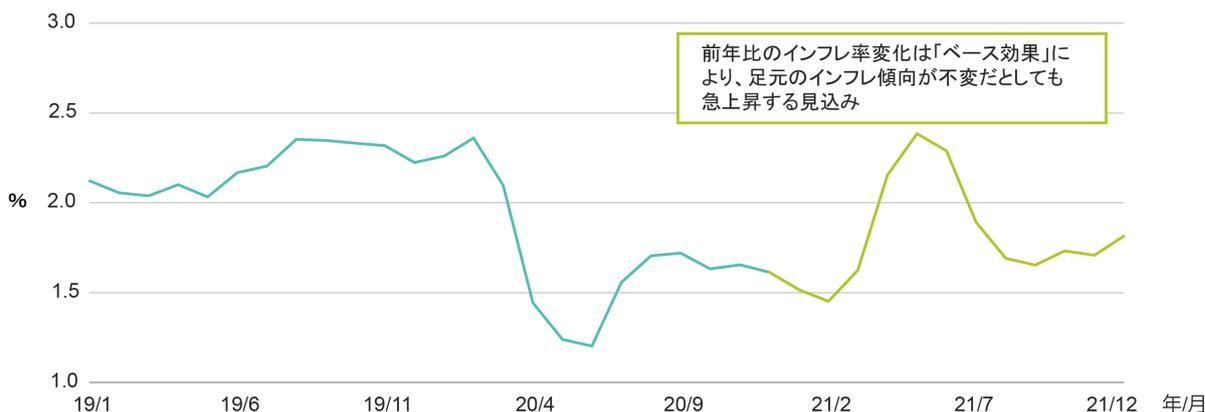
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/four-things-investors-should-know-about-us-inflation-in-2021.htm>

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」) 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に関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2021年2月16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。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。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。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。当資料中の個別の銘柄・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。アライアンス・バーンスタイン及び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】 今後不安定な動きが予想される米国インフレ率
前年比米国コアインフレ率(2021年末まで一定のインフレ率を仮定)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。
米国コアCPI 指数が2021年末まで月率0.15%ペースで上昇するとの前提下でのシミュレーションは2021年12月31日まで
出所: 米国経済分析局、AB

2. 「真の」インフレ上昇圧力は年後半に表れてくる見込み

経済は供給サイドよりも需要サイドの方で早期に回復する可能性が高い。したがって、たとえ夏の終わりにベース効果がコアインフレの数字に低下方向の力を及ぼし始めるとしても、需給バランスの偏りが2021年後半にインフレ上昇圧力を与えると見る。

消費者の財布に直接おカネを供給する形の財政支援が実施されているが、企業側は経済再開後に消費者が行うであろう「自粛明け爆買い」の波を受け止めきれないだろう。企業側が通常どおりのビジネス環境に戻るには、経営資源やサプライチェーンを再調整する時間が必要なためだ。そのような中、自社の処理能力を超える量の発注を受けたり、納期遵守のため各種ベンダーにいわゆる特急料金を支払う必要が出てくる場合、企業は製品価格を引き上げることが予想される。すなわち「真の」インフレ圧力が表れてくるだろう。

すでにサプライチェーンは引き締め始めている。ISM社の製造業指数の中には、受注残やサプライヤーの入荷遅延を測定するサブ指数があるが、これらは足元で既に高い水準にあり、かつ上昇傾向にある。これは今後のインフレ上昇を予感させる動きだ。供給制約の問題は最終的には緩和されるであろうが、それでも過去数カ月の供給制約は今後数カ月のインフレ率に上昇圧力を与え続けるだろう。

3. ひとたび企業の生産能力が回復すればインフレは低下し、その後落ち着くだろう

インフレ率を正確に予想することは不可能であるが、ABでは2021年末近くの前年比コアインフレ率は2.1%程

度で落ち着いて推移すると予想している。急速な景気後退があったものの、大規模な政策対応の恩恵により、供給サイドに残された爪痕は過去の景気後退時のものより軽いと思われる。

つまり、供給制約はかなり短期間で緩和が見込まれることから、米国経済の需給ギャップが物価上昇圧力を抑制し、コアインフレの上昇は鎮静化すると見ている。米国経済の需給ギャップが完全に解消されるまで、コアインフレの顕著な上昇は抑制され続ける可能性が高い。

パンデミックを過去形で語るにはまだ早すぎるが、それでもABは数カ月以内に経済がより正常な状態に回帰していくとみている。経済が再開した状態で財政支援がなされれば、経済成長率は顕著に引きあがるだろう。これらの見方によってABの予想は形成されている。願わくば、次回の経済見通し改定にあたっては、経済再開を「不確実な前提」としてではなく「既知の結果」として扱いたいものだ。

4. 連邦準備制度(FED)は2021年末まで緩和的金融政策を継続し、引き締めは極めて慎重に行われる見込み

新型コロナウイルスの状況改善後、資産価格に大きな影響を及ぼす要素はインフレ上昇に対するFEDの姿勢・反応であろう。FEDは、経済成長が堅調かつインフレ率が上昇傾向にあったとしても、現行の量的緩和政策を年末まで維持し続けるとABでは見ている。いまや中央銀行は遅すぎる引き締めより早すぎる引き締めによるリスクを強く警戒しており、経済支援により発生しうるインフレのオーバーシュートをもいとわない姿勢を取っている。

つまり、FEDは2021年末まで緩和的金融政策を取り続け、引き締め実施に至るまでには数年間の時間軸が予想される。経済、インフレ等すべての要素が順調に進展すれば、FEDは2022年に量的緩和の下での資産買入れを段階的に縮小(テーパリング)するとのコミュニケーションを2021年後半に始めるだろう。2013年に発生したテーパー・タントラム(米FRBの量的緩和縮小観測に伴う市場の混乱)のような状況を回避すべく、FEDは前広

に引き締めに関する市場との対話を始めると思われる。

一方、利上げに関しては依然として道のりは長いだろう。テーパリングには丸々1年を要し、その後少なくとも半年間FEDは利上げを行わないとABは見ている。つまり、利上げが開始され得る2023年に入るまで、米国経済は良好な状態が続くと見込まれる。

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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://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。特定の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3.3%(税抜3.0%)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2.068%(税抜1.880%)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、元金及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。