

2021年11月10日

吉橋 諒佑

運用部

ポートフォリオ・ストラテジスト

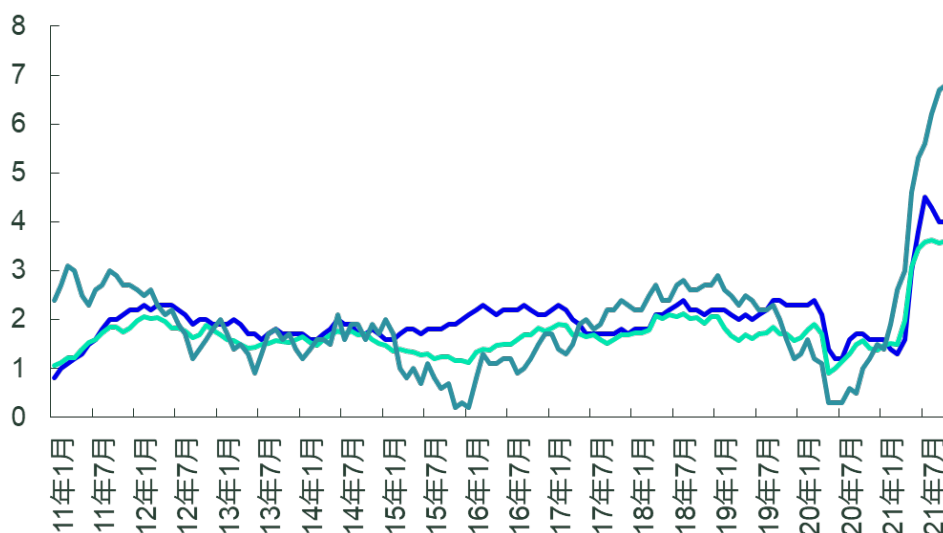
インフレ形成要因と見通し

足元で起こっている米国の物価指数の高騰に対して、市場では今後景気後退とインフレが同時に進行するスタグレーションへとつながる可能性を不安視する声が高まっています。本稿では、現在のインフレ率上昇の背景を確認し、今後の見通しについて検討します。

図表 1

米国インフレ率推移（前年比成長率）

- CPIコア
- PCEコア
- PPIコア

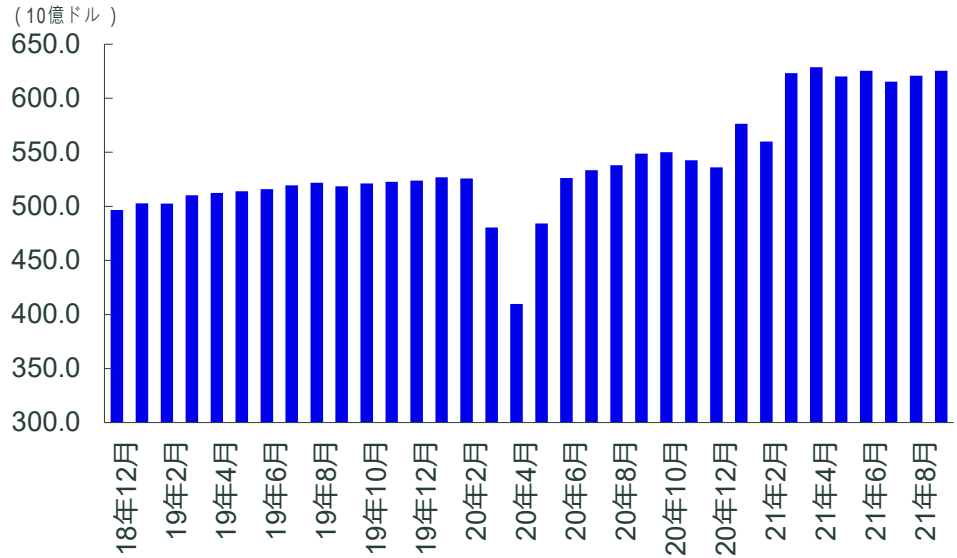


出所：Bloomberg、2011年1月～2021年11月

インフレ率上昇の形成過程においては通常、需要と供給のどちらかが影響を及ぼしますが、現在発生しているインフレ率の上昇は需給両面から作用していることが大幅な上昇につながりました。始めに需要サイドの要因から検討していきます。昨年春以降に世界的に新型コロナウイルスの感染が拡大したことで、サービス業を中心に多くの経済活動が制限されると、政府は景気下支えのため、失業給付金など大規模な経済対策を実施しました。その結果、個人の可処分所得は感染拡大前を上回るほどに高まりました。その後、今年の春以降に感染拡大ペースの鈍化とワクチン接種の普及を受けて活動制限の緩和が進んだことで、それまで抑制されてきた需要が顕在化し、上述の旺盛な購買力と相まって、今年春以降の米国小売売上高は月間で過去最高を記録し、その後も感染拡大前を上回る水準で推移しています。

図表2

米國小売上高（月次
10億USD）



出所: Bloomberg、2018年12月～2021年9月

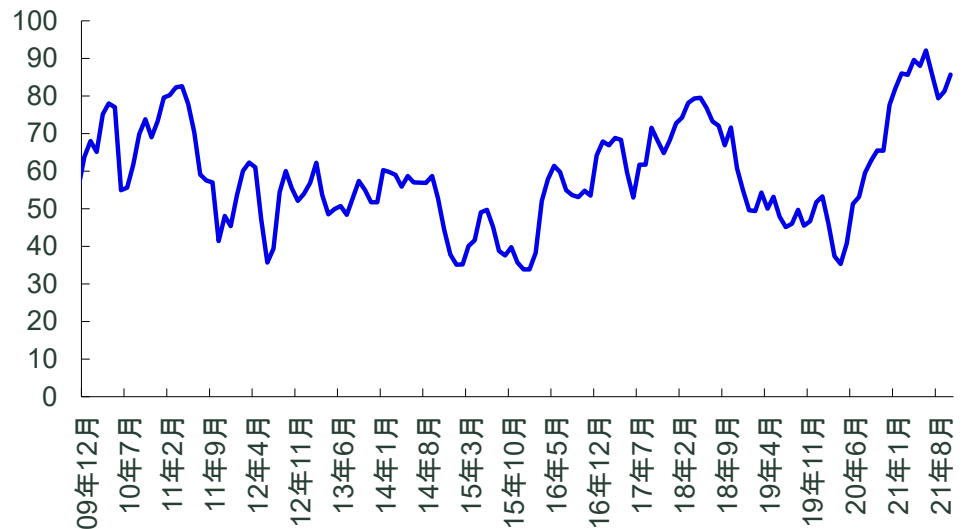
次に、現在のインフレ率上昇の大きな原因である供給サイドの要因を確認していきます。昨年春の感染拡大以降、職場での対人接触に制限がつかなど、厳しい行動制限がかされるようになりました。また行動制限の強化は需要の低下にもつながり、その結果多くの企業が大規模なレイオフを実施するなど、企業活動は短期間のうちに大幅に縮小しました。

その後、今年の春以降にワクチン接種が拡大してからは、上述のように企業・個人の経済活動が正常化し需要が回復してきたものの、感染の再拡大が断続的に起こる中で引き続き企業活動には一部制限が残り、幅広い業種の供給制約へとつながっています。

図表3はISM製造業入荷遅延指数の推移を示しています。この指数は50を超えると入荷遅延の増加を表しますが、指数値は今年の夏に過去最高水準を記録しました。その後も現在まで高水準で推移しており、供給制約が継続していることを示しています。

図表3

ISM製造業入荷遅延指数

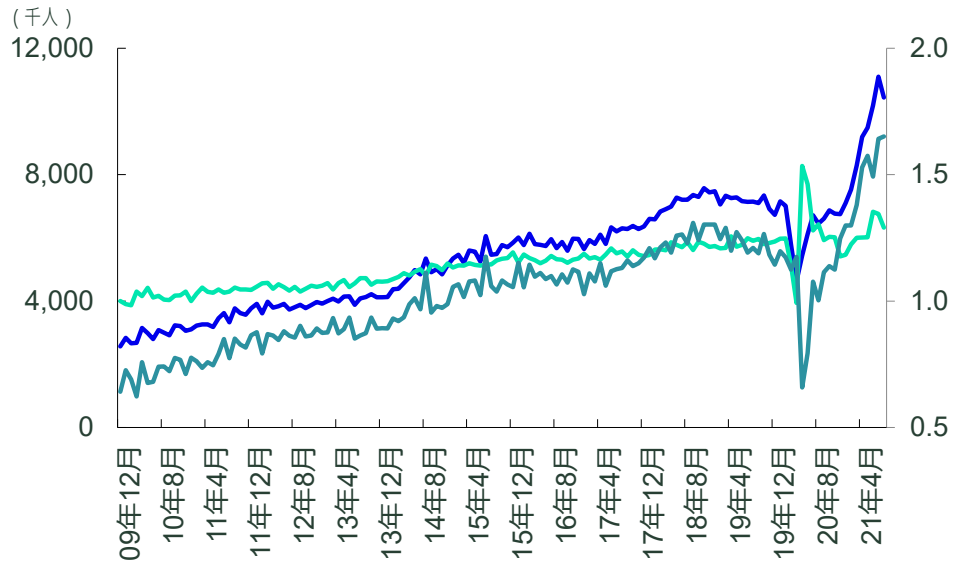


出所: Bloomberg、2009年12月～2021年10月

こうした状況の改善に向けて、労働力を増強することで供給制約の解消につとめようと、多くの企業が賃上げや求人数の増加など採用活動を積極的に行っています。しかし**図表4**の通り、企業側は人手不足の解消のため、これまで以上に多くの求人を出しているものの、上述の多額の給付金の恩恵で家計に余力があることや、感染の再拡大に対する懸念が復職を妨げているために応募者が集まらず、採用人数は求人数の急増に比較して低い増加率となっています。

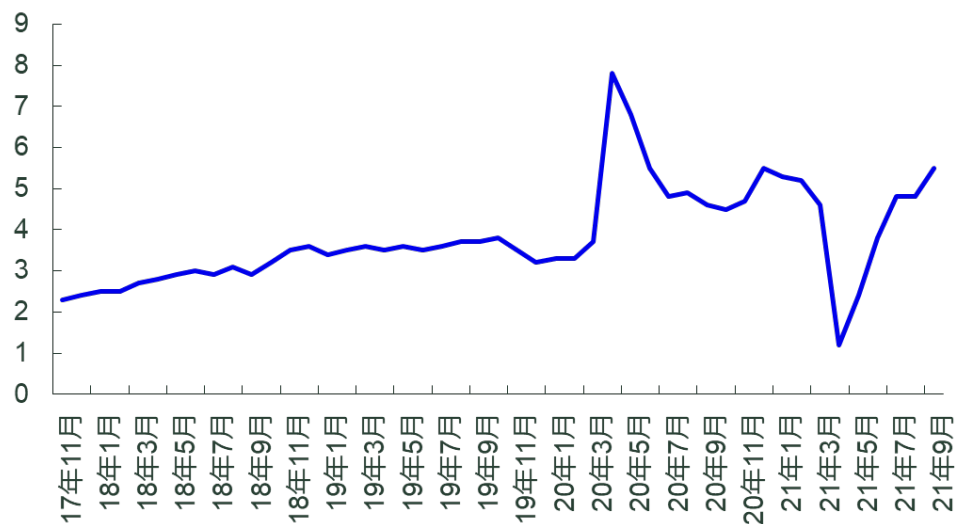
図表4
米国求職者採用状況

- 求人数
- 採用人数
- 求人 / 採用 (右軸)



出所: Bloomberg、2009年12月～2021年10月

図表5
平均時給上昇率 (前年比)



出所: Bloomberg、2017年11月～2021年10月

今後の見通しについてFRBの政策担当者の多くは、インフレ圧力は高まっているものの、その多くはコロナウイルスの感染拡大に伴う一時的な要因によってもたらされたものであり、経済活動再開とともに供給制約が解消されればインフレ率の上昇は徐々に沈静化していくと見込んでいます。一方で、賃金上昇の継続や労働参加率の低下が定着することによって、インフレ上昇が長期化するリスクも警戒されています。

筆者は、インフレ率の動向については、今回のインフレをもたらしている要因の多くは新型コロナ感染拡大の影響に伴って発生しているために、経済活動の正常化に従い中長期的にはインフレ率は低下していくものと考えています。しかし、一部の企業では既に調達コストの上昇と材料不足による業績の下方修正が発表されており、また来年の前半まで供給制約の影響が続く見通しが示されていることから、短期的にはインフレ圧力が企業活動に影響することは避けられません。そのため、コスト上昇の影響を受けにくい収益性の高い企業を選別するなど、投資対象資産のインフレ耐性の考慮が重要な局面にあると考えます。

ご留意事項

- 本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- 本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- 本資料は2021年11月8日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- 本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- 弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発事例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- 本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- 本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第 345 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、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権 © 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製

Tracking Number: 3907154.1.1.APAC.RTL、Exp. Date: 11/30/2022