

米国におけるインフレ率の急上昇、これが次なる方向性か

ネイサン・シーツ, PhD, チーフ・エコノミスト兼グローバル・マクロ経済リサーチ責任者

ゲオルク・イラーネク, シニア・アソシエイト, グローバル・マクロ経済リサーチ

米国では予想されていた通り、インフレ率の急上昇が起こっている。インフレ率上昇の持続性については依然として議論の余地があるものの、足元のインフレ関連指標は大きく上昇しており、市場が示唆する期待インフレ率を見ても、驚くほど長期にわたって上昇し続けることが織り込まれている。特に、5 月 12 日に発表された 4 月の消費者物価指数（CPI）が力強い伸びを示したことを受け、米国の 10 年ブレイク・イーブン・インフレ率は現景気サイクルで最高となる 2.6% 弱にまで上昇し、インフレの急上昇を懸念する顧客からの問い合わせが殺到した。こうした状況を受けて、また足元でインフレに関する様々な議論が展開されていることもあり、本稿では中央銀行の流動性供給が及ぼす影響、政府債務の増大、人口の高齢化など、[我々が以前に発行した世界的なインフレ率の急上昇に関するレポート](#)で検証した幾つかの事項について、改めて再検証を行う。また、これに加え、労働市場の引き締め、その他の潜在的なイベントが 2022 年にかけてフレに及ぼす影響についても検証する。

多くの市場参加者にとって、インフレの加速度的な上昇は非常に目を引くものであった。5 月 12 日に発表された米国の 4 月のコア CPI は 0.9% の驚異的な伸びを示し、1980 年代初頭以降で最大の増加率となった。こうしたインフレ率の上昇要因の中には、経済情勢の真正銘の改善や、コロナ禍前の価格形成メカニズムへの回帰を示すものもある。例えば、その証左として、航空運賃およびホテルの宿泊料金が急激に反発した。一方で、部品等の供給にかかるボトルネックが深刻化したことによる価格の上昇も見られた。その中でも注目すべきは、中古車価格の急上昇であり、半導体不足が新車生産の足枷となったことで中古車需要が押し上げられている。年換算するとコア CPI は 3% の上昇となったが、これはコロナ禍を背景とした言わば対前年比でのベース効果に加え、3 月および 4 月に発表されたインフレ関連指標の力強さが反映されたものである¹。

こうしたデータを受けて、10 年ブレイク・イーブン・インフレ率は更に上昇し、足元ではコロナ禍以前の最高水準に近づきつつある。ここ数年間における 10 年ブレイク・イーブン・インフレ率の上昇局面は 2012 年前半と 2018 年の後半であり、この当時は、コア PCE デフレーターが連邦準備制度理事会 (FRB) の目標水準である 2% をわずかな期間のみ上回ったに過ぎず、インフレ率自体は比較的抑制された環境であった。(図 1)。5 年先以降のインフレ期待が上昇している中で、市場の関心は今後数年間のインフレ上昇に焦点が当てられているように見受けられ、2% を十分上回るインフレの上昇が示唆されている。我々もまた今年のインフレ予測を上方修正したものの、依然として、年後半にかけてインフレ圧力は緩和され、2022 年までにはコロナ禍発生前と同程度である 2% を若干下回る水準に回帰すると我々は引き続き考えている。

¹ 我々の事前予想では、コア PCE（中古車を除く）は月間で約 0.5% 上昇、年換算では 2.8% の上昇と見ていた。

図 1：インフレ率が抑制された水準で推移する中、インフレ期待も低調に推移していた



出所：ブルームバーグ *ブレイク・イーブン・インフレ率に基づく。

コロナ禍を受けて、巣ごもり需要が拡大

コロナ禍を通じた CPI の推移を検証してみると、足元のインフレ率は全般的な物価の上昇が反映されたというよりも、概して相対的な価格の転換（サービスの価格が低下し、モノの価格が上昇）が反映されたものと我々は考えている。こうした相対的な価格の転換は、まずは世界のサービス業のコア CPI から発生したのは明らかである（図 2）。サービス業のコア CPI は、平均してコロナ禍以前は約 2.5%だったが、都市封鎖（ロックダウン）を背景に大きく低下した。しかし、こうした相対的な価格の転換は、モノに関する CPI でも見られるようになり、以前は約 1%のインフレ率であったが、コロナ禍を通じて 2%近くまで上昇した。

図 2 の右側の表は、米国における PCE 算出上のカテゴリーをいくつか抜粋し、コロナ禍によってプラスの影響を受けたものと、マイナスの影響を受けたものを示している。ここに例示されたカテゴリーの内訳を見ると、都市封鎖による影響度と一致する内容となっており、電子機器、家具、花/観葉植物がプラスとなった一方で、スポーツ観戦チケット、旅行用袍、宿泊施設はマイナスとなった。

図 2：コロナ禍は相対な価格の転換をもたらした



出所：PGIM フィクスト・インカム、経済分析局、ハーバー・アナリティクス

こうした急激な価格の転換を受けて、インフレ率が経済回復局面を通じてどのように反転していくのかという疑問が生じる。サービスに対する需要は明らかに回復しており、これによってサービス価格はかなり急速に反発する可能性がある。一方で、コロナ禍に対応するための財政政策を背景とした広範囲にわたる所得効果と増大した貯蓄を踏まえれば、過去 1 年にわたってインフレ率を牽引してきた商品も含めたモノに対する需要は、引き続き堅調に推移すると我々は予想している。例えば、集団免疫の確保に向けたワクチン接種が進み、労働市場の回復が勢いを増す中、コロナ禍からの改善された状況は、家計による自動車、家具、電化製品への支出を下支えするであろう。しかし、時間の経過とともに、モノに関するインフレ率は、コロナ禍以前に見られた、より緩やかなペースに回帰していくと我々は考えている。

構造的なインフレ抑制要因

更に将来を見据えると、人口の高齢化や世界各国の高い債務水準、絶え間ない技術とイノベーションの進展といった幾つかの構造的要因が、今後数年にわたってインフレに影響を与えると我々は考えている。例えば、先進国では過去数十年にわたり人口の高齢化が進行してきたが、生産年齢人口の伸びの鈍化とインフレ率の低下には強い相関があることが分かっている（図 3）。また、より広範に見れば、先進国・新興国問わず幅広く観察される傾向として、人口の高齢化は、経済成長の鈍化や経済の弱体化とも相関があることを我々は示してきた。

図 3A および図 3B：生産年齢人口の減少は、インフレ率の低下と密接な関係がある

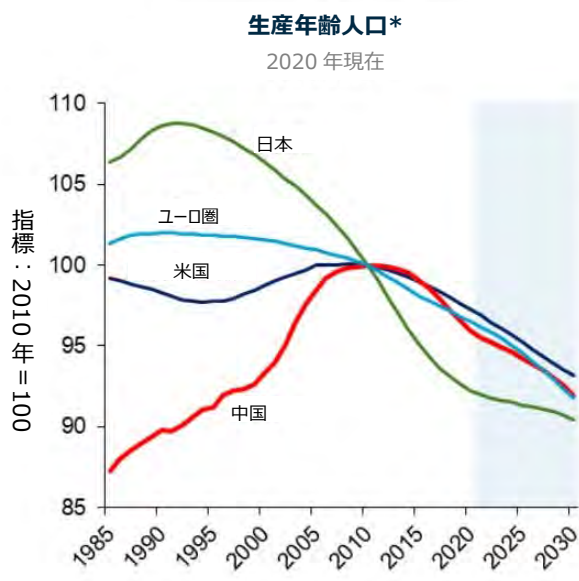


図 3A：*15～64 歳が全人口に占める割合
出所：ハーバー・アナリティクス、国連

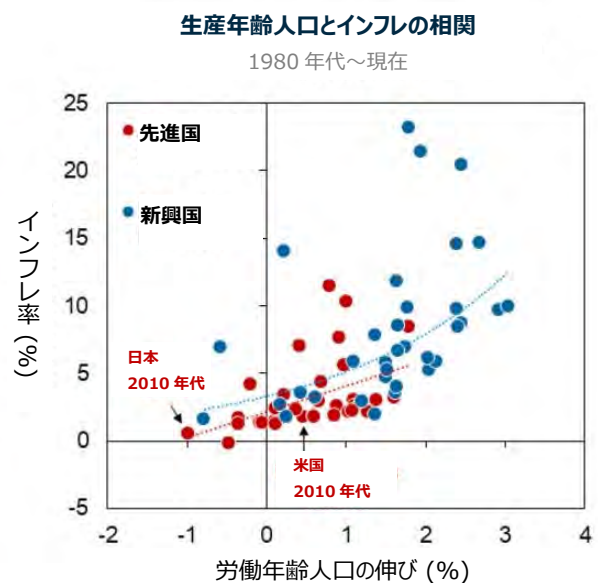


図 3B：20 カ国の 10 年にわたる推移。25%を超える新興国の 10 年にわたるインフレ率は除外
出所：PGIM フィクスト・インカム、国際通貨基金、国連

我々が以前行った労働市場に関する検証は、頻繁に議論されているインフレの原動力と結び付いている。米国の労働市場における急速な回復によって、労働者不足と潜在的な賃金のインフレに関する懸念が助長されるかもしれない。職場復帰した労働者の大多数は、コロナ禍を受けて一時解雇されていた労働者であった。一方で、復職していない労働者の大多数は、永久に職を失ったか、あるいは労働市場から完全に退出した労働者である。過去 6～8 ヶ月にわたり、こうした労働者の職場復帰は非常に限定的であり、過去の事例に基づけば、こうした労働者が再び仕事を探し始めるまでには非常に長い時間が必要となっている。

こうした検証結果とも一致するように、4 月に発表された雇用統計は期待外れの内容となり、実際には労働市場はこれまで考えられてきたよりも引き締まっている可能性がある。そのため、企業は労働者を復職させるために、より高い賃金を提示する必要があるのではないかと懸念が高まっており、これによって、インフレ率の上昇がもたらされる可能性がある。我々はこのリスクを注視しており、ワクチン接種キャンペー

ンの進展（および医療体制の改善）、更なる学校の再開、失業給付の上乗せに関する特別措置の終了などにより、失業率は歴史的に見ても急速に改善すると予想している。

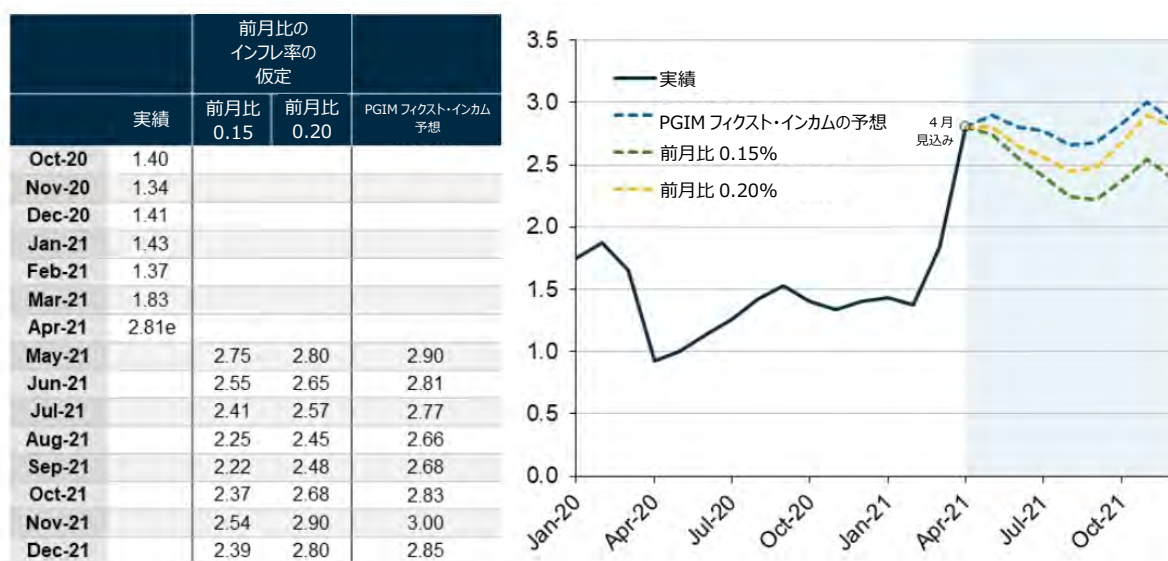
コロナ禍の間に実施された金融・財政刺激策の規模を考慮すれば、負債と通貨供給が想定よりも早いインフレ率の上昇をもたらすという議論は、当面、続く公算が高い。債務水準の上昇に関する古典的な見解によると、債務返済を巡るリスクに対する懸念が増大することでインフレ期待が高まり、これが通貨にとって重石となり、潜在的にインフレを誘発するパススルー効果を引き起こす可能性があると考えられている。しかし、我々が過去に行った検証では、将来的な増税、債務の持続可能性、および緊縮財政の実施を巡る不確実性によって経済成長が鈍化し得るため、政府債務と GDP 成長、すなわちインフレ、の間に負の関係があることを明らかにした。

同様に、通貨供給量の増加に関する古典的な見解によると、過度に供給された流動性がごく限られた商品に向かい、結果として物価が上昇するとされている。しかし、過去 20 年間に見られた顕著な特徴の 1 つとして、貨幣流通速度の継続的な下落が挙げられる。こうした貨幣流通速度の下落は、金融規制の強化、金利の低下、資金仲介における銀行離れに起因している可能性がある。これに加えて、通貨供給の増加によってモノやサービスに対する支出が増えるというよりも、近年では通貨供給の増加分が金融市場に向かっており、これによって資産価格が上昇している可能性もある。

今後の展望

過去数カ月の間にコア PCE インフレ率が急激に上昇する中、これは特に FRB による 2% の平均インフレ目標にも関連することだが、2021 年後半から 2022 年にかけてインフレ率がどのように推移するかという問題が議論の中心となっている。この点を念頭に置き、図 4 は、対前年比によるベース効果と供給面におけるボトルネックによるインフレ率の急上昇が鎮まるにつれ、毎月の価格上昇率の変動によってどの程度インフレ率が変化するかについて推定したものである。前月比 0.20% の価格上昇率だと仮定した場合、2021 年後半時点のインフレ率は約 3% にまで達するが、その後 2022 年にかけて低下基調に転じると見られる。これと整合するように、我々（青い点線）は、需要が鈍化する一方で総供給が需要に追いつくにつれて、価格上昇圧力は今年後半から来年初めにかけて徐々に弱まると見ている。そして、2022 年末までには、インフレ率 2% を若干下回る水準に低下すると我々は考えており、これはコロナ禍前と概ね同等の水準である。インフレ率がこうした道筋を辿る限り、FRB が 2023 年まで金利を据え置く意向であるとの見通しを考慮すれば、FRB も 2% を超えるインフレ率が継続することは難しいと認識しているように見受けられる。

図 4：コア PCE インフレ率（年換算 %）



出所：PGIM フィクスト・インカム、経済分析局

世界的なインフレを巡っては、間違いなく今後数カ月にはわたって何度となく繰り返される議論であり、予想以上に長期間にわたって、インフレ圧力を維持し得る要素があることを我々は認識している。家計の貯蓄は大きく積み上がっており、多くの国において経済の再開が進み、追加的な財政刺激策が予定される中、貯蓄の切り崩しによって経済のモメンタムが更に高まる可能性がある。一方で、同様にインフレ圧力を緩和させる要素もあり、やがて景気刺激策が打ち切られる中で、経済規模に応じた増税が実施される可能性もある。こうした要素が持続的なインフレ率の上昇を妨げるような構造的なインフレ抑制要因と組み合わせる場合、コロナ禍を契機としてモノやサービスへの需要が着実に増加するという新しいパラダイムが生み出されたというよりも、インフレ率が 2% 付近あるいは、それを下回る水準で推移するコロナ禍前と似たような環境に回帰すると、引き続き我々は見ている。

本資料は 2021 年 5 月 12 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所 (特に断りのない限り) : PGIM フィクスト・インカム。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。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拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニー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、ブルデンシャル・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はありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、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、意見および提言について示したものです。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のですが、その情報の正確性、完全性、および情報が増えたり減ったりする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。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。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いただきません。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。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域（EEA）では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"THE JUMP IN U.S. INFLATION IS HERE. THIS IS WHERE IT MAY HEAD NEXT"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

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。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成された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。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・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ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルー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
PGIMJ81653