

要約

- 世界的なデフレ圧力は何年もの間、経済見通しの一部となってきましたが、足元ではインフレ圧力が高まり始めている兆候も出ており、特に米国でそれが顕著となっています。
- 現在米国の失業率は低水準で、労働市場の需給ひっ迫は賃金成長を促し、通常はコア・インフレ率に影響を及ぼすこととなります。
- 米連邦準備制度理事会(FRB)はコア・インフレ率の目標を2%に設定しています。FRBはこの目標インフレ率を2018年以降に達成しようとしており、まだ時間はあるものの、一般に金融政策の効果が経済全体に行き渡るには時間がかかります。弊社では、依然として12月に米国が政策金利を引き上げるという見通しを維持しています。

はじめに

この6年間、世界的なデフレ圧力が繰り返し議論されてきました。低インフレは、労働力と製品市場における余剰、消費需要の低迷、緩慢な賃金成長、コモディティ価格の急落などによってもたらされてきました。

これまでのところ世界の物価はデフレ圏からの脱却ができていません。先進国経済では、消費者物価総合指数がそれぞれ前年比で米国が0.8%、豪州が1.0%、欧州が0.2%、英国が0.6%、日本が-0.4%となっており、中国では1.8%となっています。このようにデフレに陥っている（またデフレリスクを抱えている可能性のある）国・地域がある一方で、これらの国・地域の中央銀行は極めて緩和的な金融政策をとっており、（また現在では財政政策もより緩和的な方向を打ち出す可能性も出ており、）インフレ率を現在の水準から引き上げるべく取り組みを行っています。



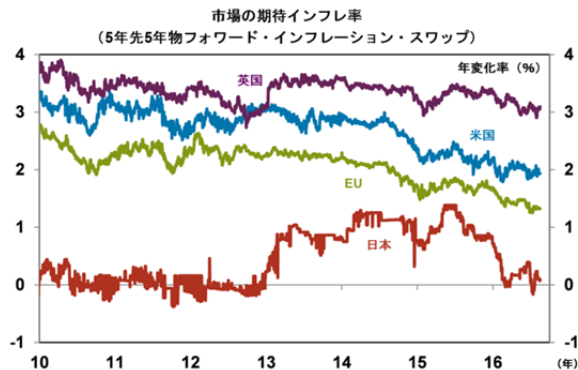
(出所：IMF, AMP Capital)

期待インフレ率

期待インフレ率を見る方法として、金融市場の指標（国債利回りと物価連動債のスワップ・レートを使った“ブレイク・イーブン・インフレ率”）や、家計や企業に対する調査があります。

金融市場の指標に基づいた期待インフレ率は、対象証券の流動性やリスク特性を反映することから、家計や企業への調査に基づいたものよりも変動が大きくなりがちな面があるものの、様々な経済指標に反応するスピードはより早いと言えます。一方で、家計や企業への調査に基づいた期待インフレ率は、将来の消費動向や貯蓄動向をより精緻に反映したものであることから、同様に重要なデータと言えます。

足元の先進国経済においては、金融市場の指標および家計と企業への調査に基づいた期待インフレ率の両方において、インフレが中期的には問題とならないことを示しています。



(出所 : Bloomberg, AMP Capital)

デフレリスクからインフレリスクへ

世界のインフレ指数がこの2年間の大半において低下してきたことは驚くべきことではありますが、足元ではこのトレンドが終局に向かいつつある兆しが見え始めています。とはいえ、これにより突然インフレ圧力が大きく高まることを予想している訳ではありません。特に主要先進国経済全般においては、世界金融危機（GFC）以降、インフレ率は構造的な下方シフトが見られてきたことから、今後も世界のインフレ率は10年平均（3.9%）を引き続き下回ると思われます。

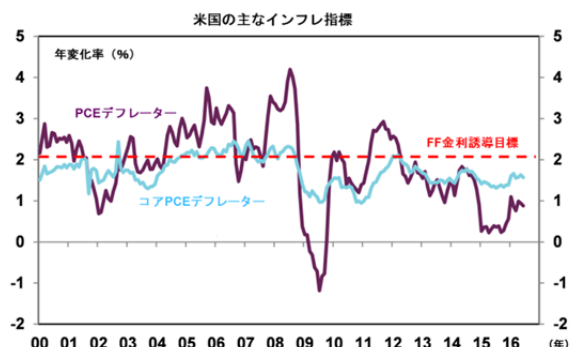
一方で現在のリスクは、デフレというよりもインフレ率の上昇であると考えています。インフレ率の上昇の支えとなる重要な要素は、次の通りです。

- ✓ 世界のコモディティ価格の底打ち。例えば、原油市場は現在需給バランスが取れつつあるように見受けられます。また最近の米ドル高にも関わらず、コモディティ価格の上昇は相殺されていません。
- ✓ インフレ率を現在の水準から引き上げるための、もう一段の金融刺激策（及び財政刺激策の可能性）。
- ✓ 主に米国における労働市場の需給ひっ迫傾向。

経済が引き続き改善傾向を示している米国では、インフレ圧力の兆候が最も顕著に見え始めています。

米国—労働市場の改善が賃金を押し上げる

FRBはコア・インフレ率の目標を2%に設定しています。最近の指標では、依然として目標を下回る状況が続いているものの（下図参照）、それほど大きく下回っている訳ではありません。低インフレ環境と、予想よりも軟調なGDP成長、そして世界経済を巡る環境が不透明かつ緩慢なものであることが、2016年に入ってもFRBの政策金利の引き上げ判断を遅らせています。



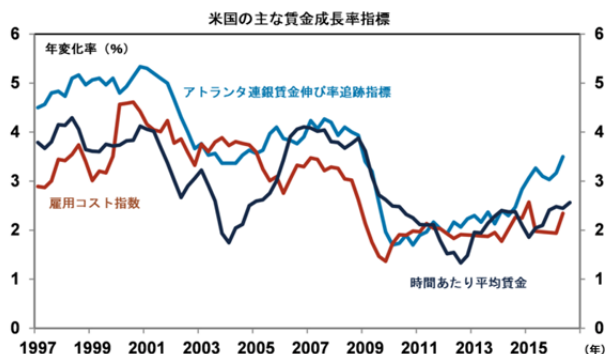
(出所 : Reuters, AMP Capital)

米国でインフレ圧力が高まる大きな原動力となるのが、労働市場の改善です。賃金成長率の指標は、現在上昇しています。例えば、アトランタ連銀の賃金伸び率追跡指標は、年率で3.5%となっており、2009年以降で最も高い伸び率となっています。歴史的に見て、アトランタ連銀の賃金指数は他の賃金指数と比べて高めに出る傾向がありますが（次図参照）、足元では他の指数との差が特

に顕著なものとなっています。アトランタ連銀の指標は、同一労働者グループの賃金成長を12ヵ月にわたって追跡調査した結果に基づいています。一方で、他の賃金指標は（特に時間あたり平均賃金）は、特定の期間における合計賃金に基づいていることから、労働市場の構成変化の影響をより受けやすいと言えます。

米国における足元の労働市場の回復は、低賃金労働者の増加が原動力となっており、高賃金のベビーブーマー世代の労働者は現在、定年を迎えつつあります。こういった周期的かつ構造的な要因が、伝統的な賃金指標（例えば時間あたり平均賃金）の下落圧力となっており、現在の周期において実際の賃金成長を過小評価している要因になっています。

弊社では、労働市場がひっ迫化していることや（現在4.9%の）失業率が「完全雇用」の水準（～5%）に向かって少しずつ低下してきていることから、賃金成長率の指標は上昇すると見ています。賃金はほとんどの企業の費用構造において最も大きなウェイトを占めていることから、賃金上昇率の高まりは物価の上昇圧力につながります。



(出所：Atlanta Fed, Bureau of Labor Statistics, FRED, AMP Capital)

賃金の上昇が、低調な生産性からもたらされる可能性もあります。米国の労働生産性の伸びはここ数年低下しており、賃金上昇の阻害要因となってきた可能性があります。低調な生産性の伸びは、当初は（需要および投資の減速を通じて）低インフレにつながると見られますが、供給側に制約がある中で経済が改善基調に転じると、この低調な生産性がインフレ圧力に転じる可能性があります。米国において、このことが引き続きリスクになると見られます。

中国が世界の物価に与える影響

世界の物価上昇圧力を測る上で有効な指標に、中国の生産者物価指数(PPI)があります。PPIは、販売者の視点から価格変動を測定する指標です。中国経済において資源価格に敏感な産業セクターが重要な地位を占めていることから、PPIはコモディティ価格の変動に敏感に反応します。

その他の重要な点としては、中国と米国の生産者物価指数の動きが同様のトレンドで動くことから(下図参照)、世界の物価変動にとってコモディティ価格の重要性を示唆しています。



(出所：Bloomberg, FRED, RBA, AMP Capital)

もしコモディティ価格が引き続き安定的に推移し上昇に向かうようであれば、中国および米国の両方において生産者物価指数は同様の動きとなるでしょう。

生産者物価指数が常に消費者物価指数に先行する訳ではありませんが、2つの指標は同様の周期を辿る可能性は高いと言えます。一般に生産者物価指数の上昇は企業の収益成長や名目GDP成長にとってポジティブな影響をもたらします。そしてこのことが、特に企業の増収を通じて賃金成長につながり、経済全般に波及することになります。

世界のインフレ率は世界経済の成長が緩慢で多くの国では余剰生産能力が問題となっている中で短期的には引き続き抑制されるでしょう。

投資家への影響

FRBは2%の目標インフレ率を2018年以降に達成しようとしており、まだ時間はあるものの、一般に金融政策の効果が経済全体に行き渡るには時間がかかります。経済理論上、政策金利の引上げの効果が全体に影響を及ぼすには2年かかると言われています。弊社では、FRBが年内にあと1回政策金利を引き上げると見えています。その場合、前回の利上げから1年ぶりの利上げとなります。政策金利の引き上げに対する市場予想はここ数か月間において変化してきましたが、2016年12月の利上げに対する予想は足元で五分五分となっています。また、米国のインフレ圧力の高まりが徐々に米国債利回りを引き上げると見ており、その結果、現在の水準からの債券価格の上値余地は限られると見えています。

結論

世界経済の成長が緩慢で、且つ多くの国で余剰生産能力が問題となっている中、世界のインフレ率は短期的には抑制された状態が続くと見られます。

しかしここ数年において、低インフレ及びデフレ懸念を引き起こした要因は払拭されつつあります。世界のデフレリスクは後退しています。米国ではインフレ圧力が高まる兆候が明らかになってきており、特に労働市場において顕著です。金融緩和政策の効果が波及するまでの時間を勘案すると、FRBは今年12月に政策金利を引き上げると見えています。

※上記は当資料作成時点におけるAMPキャピタルの見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。また将来予告なく変更される場合があります。