



足もとにおける市場の インフレ期待は合理的ではない

From the Field
2024年3月

「米消費者物価指数（CPI、総合）の対前年比上昇率が、2022年6月に9.1%でピークを付けた後も、2023年初頭まで6%超で高止まる」と考えた市場参加者はどれほどいたでしょうか。それほど、2021年から2023年のインフレ予想は極めて困難だったと考えています。多くの中央銀行関係者や大半のエコノミストでさえ予想を誤り、インフレに関する長年の前提を見直さざるを得ませんでした。

市場のインフレ期待を予測するにあたって、米国物価連動国債（TIPS）の「ブレイクイーブン・スプレッド」が最良の尺度であると考えられています。実際、2024年3月15日時点において5年物で2.44%、30年物で2.28%の水準¹にあります。しかし、2020年以降に経験したインフレ率のボラティリティを踏まえると、これらの数値は合理的ではありません。むしろ、インフレ期待は、年限毎に適度に乖離があるはずで、これはインフレがどこに落ち着くのか市場参加者が捉え切れていないことを意味するのでしょうか。それとも、インフレが沈静化しているのでしょうか。

インフレの鈍化傾向は続くのか？

インフレの先行きに関する足もとの市場の見方は、2021年や2022年初頭ほど大きく分かれていません。当時の見通しは、「一時的」（大半の先進国の中央銀行の見方）と「根強い」という意見に分かれていました。もちろん、2023年が進むにつれ、インフレは総じて鈍化傾向をたどりました。大半のコメンテーターはこれが2024年も続き、米連邦準備制度理事会（FRB）や他の中央銀行が年内どこかの時点で利下げを開始できると考えています。

しかし、2024年初頭には、世界経済が予想されたほど急速に減速していないという兆候が見られ、インフレ圧力が再び高まるのではないかと懸念が台頭しています。実際、2024年1月と2月の米CPIの一部は予想を上回り、1月の米非農業部門雇用者数の伸びは、コンセンサス予想を大幅に上回りました（ただし、1月の雇用者数の増加幅は後に下方修正されました）。



Arif Husain
グローバル債券部門
責任者及びCIO

¹ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

インフレはFRBの目標に近づいた後、再加速する見通し

コア・インフレ率は、FRBや欧州中央銀行（ECB）等が目標とする、2%前後まで低下するというのが私の見方です。しかし、より長期の見通しはそれほど楽観的なものではなく、インフレが再加速すると考えています。

人工知能（AI）の発展により、長期的には生産性向上が見込まれます。しかし、AIを製造業やサービス業全般の企業プロセスに導入するには、多くの時間や労働力が必要であり、コストがかかります。その結果、生産面の長期的恩恵が実感できるようになるまでには、AIが短期的なインフレ要因になると考えています。当社アナリストが数百社との企業面談から得られた膨大な事例証拠が、この見方を裏付けます。

中国はインフレに関するもう一つのワイルドカードです。同国の内需の低迷は、世界貿易を通じてモノのディスインフレ（場合によってはデフレ）を輸出していることを意味します。これが世界的に物価低下圧力をもたらす大きな要因となっています。

しかし、最近発表された新たな長期国債を財源とする景気刺激策により内需が持ち直せば、そうした要因が反転し、輸出価格を押し上げることになるでしょう。これはベースライン・シナリオではありませんが、重要なポイントは中国に対するセンチメントはサプライズが無い限り悪化傾向にあるということです。さらに、トランプ氏が米大統領に返り咲いた場合の追加関税によるインフレ面の潜在的な影響を考慮すると、インフレリスクは明らかです。

ティー・ロウ・プライス²の運用プロセスにおける最大の特徴は、見解が異なる同僚同士の協働です。私は、インフレが再加速するリスクを認識していますが、こうした見通しとは異なる見解もあります。当社債券部門の米国チーフエコノミストであるBlerina Uruçiは、長期的なインフレ予想についてより穏やかな見通しを持っています。足もとはインフレが再加速しやすい環境にあると考えていますが、Blerinaのインフレ見通しを念頭に置きながら、インフレが鈍化傾向を維持するか注視しています。私はこの種の協働や異なる意見を考慮することが、ポートフォリオ・マネジャーとして最良の投資判断につながると考えています。

社内にはインフレ再加速とは異なる見解も：より穏やかなインフレ見通しの可能性

歴史的に見て、リセッションや労働市場への大きな悪影響を招かずにインフレを急速に沈下させることは困難でした。そのため、インフレ率2%への道は長く険しいと考えています。とはいえ、労働者に対する需要は昨年から大幅に鈍っています。これが引き続き労働市場のインフレ圧力を幾分か緩和し、2025年初頭までにインフレをFRBの目標まで押し下げるのに一役買う可能性があると考えています。

住居費のインフレとその遅延効果に注目

住居費はCPIの約30%を占め、インフレの大きな構成要素です。米国のインフレ率が、引き続きFRBの目標に向かって鈍下するには、住居費の伸びがさらに抑えられる必要があるでしょう。CPIで測定される住居費は、住宅価格や家賃などのよりタイムリーな指標よりも、反映されるのに長いラグを伴います。調査によると、このようなラグが1年以上に及ぶこともあります。住宅価格や家賃に関する民間部門のデータを見ると、今後、住居費に関わるインフレ率がさらに鈍化すると示唆しています。

問題は、その速度です。もちろん、簡単には予測できません。住宅価格や家賃に関する民間部門の指数を用いた一部のモデルは、CPIの住居費が2024年も4%以上で高止まりするという粘着性の高いインフレが起きる可能性を示唆しています。従って、全体のインフレ率が2%まで下がるまでには、より時間がかかるでしょう。

米国チーフエコノミスト
Blerina Uruçi

²ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インク（TRPA）

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、進化する世界で投資機会を見極め、アクティブ運用をもってお客様の成功を支えます。

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組み入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. Rowe Price」、「INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・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3043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