

ご参考資料



ピクテ・グローバル・マーケット・ウォッチ 2017年2月2日
グローバル

Pictet Global Market Watch

米国のインフレ動向：地平線上の暗雲

米国では、インフレ加速のリスクが高まっています。国内経済が底堅く推移するならば、2018年には、「嵐」の到来にも似た、インフレ騰勢局面が展開される可能性も否めません。投資家は、今のうちから、このようなリスクに備えておくべきだと考えます。

米国の足元のインフレ動向

インフレ予測は、天気予報と同様、困難さを極めるものだと言えるでしょう。今年(2017年)については、物価上昇要因となり得る大方の経済データが把握されており、天気予報の「空」にあたる米国経済は、比較的穏やかな状況を保っているように思われます。地平線の彼方を見ない限り、懸念すべき問題は見当たりません。もっとも、地平線上には雲が立ち込め始めており、経済成長の加速とトランプ大統領の財政拡張政策が相俟って、2018年までに「嵐」が上陸する可能性も否めません。

インフレが確実に上昇基調を辿るには、複数の要因(ファクター)が揃わなければなりません。第1のファクターである経済成長は、既に必要条件を満たしています。米国の経済活動は2016年下期に顕著な改善を見せ、今後数カ月間、勢いを維持するとみられます。消費者信頼感指数は高水準を回復し、失業率は9年ぶりの水準に改善(低下)、ピクテの景気先行指数も2014年以來の高水準を回復しています。

トランプ大統領は、最大5,000億ドル規模のインフラ投資と、法人税率の引下げ(現行35%から15%へ)を公約としており、「トランプ効果」が一段の経済成長を促す公算も高いと考えられます。

このような環境では、インフレが急速に加速しかねず、米連邦準備制度理事会(FRB)がタカ派的な姿勢を強め、金利が上昇し、ドルや高リスクの金融資産に対する上昇圧力が高まる可能性も否めません。

インフレ指標は危険領域に向かっている

物価は既に上昇基調です。2016年11月の米国消費者物価指数(総合指数、CPI)は、前年同月比+1.7%と2015年11月の同+0.4%を大きく上回りましたが、ピクテのモデルは、2017年年央には同+2.5%に達する可能性があることを示唆しています。

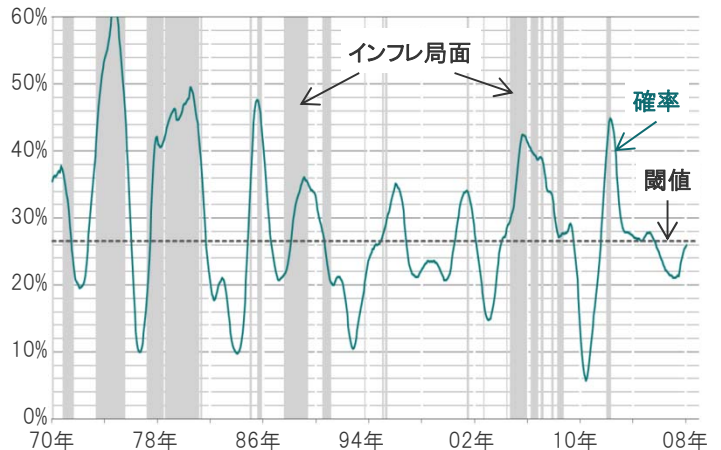
現時点での物価上昇は、常にインフレの変動要因となってきた資源価格の上昇に起因するものが殆どであり、FRBには統制不可能です。

しかし、FRBが注視する個人消費支出価格指数(PCEデフレーター)も、家賃とヘルスケア関連費用の増加を受け、2016年11月には前年同月比+1.6%に上昇しています。FRBが目標とする2%の達成は、もはや、遠い先のことではなさそうです。足元では、目標が達成されるかどうかではなく、インフレが目標をどのくらい上回るかが注目されています。

ピクテでは、インフレをもたらす3つの領域(経済活動、労働市場、為替レートや商品価格等の海外要因)に関する30の指標を分析しました。(なお、4つめの領域である通貨供給(マネーサプライ)は、他の3つとは極めて異なる長期経路を辿るものであり、量的金融緩和の導入以降は変動幅が拡大しています。)

30の指標のうち12の指標は、2017年中にインフレ率が2%を大きく上回る確率が極めて高いことを示唆しています。また、指標全体では、12カ月以内に目標水準に達する確率が26%と予測されており、2016年1月時点の21%を上回ります(図表1参照)。確率の閾値は27%であり、26%という数字はこの閾値に極めて近いことが注目されます。
<次ページに続きます>

図表1:米国のコアインフレ率が2%を上回る確率
期間:1970年~2018年(ピクテ・アセット・マネジメントによる分析)



※インフレ局面:コアPCEデフレーターが2%を上回り、上昇を続けた(インフレの前年比変化率が0%を上回った)局面、インフレ確率:30のファクターを用いて個別に策定したインフレ予想確率の加重平均(R2)、閾値:1986年以降の予想インフレ確率の平均に基づいて算出

資源価格を除くと、最も強いインフレ圧力は、小売りセクターならびに住宅市場に起因するものですが、不動産価格は、数カ月間、下落が予想されます。また、米国の生産性の低下もインフレ圧力をもたらす一因となっています。

一方、利付債とインフレ連動債の利回り格差をもとに市場のインフレ期待を測るブレイクイーブン・インフレ率、ならびに経済活動全般を測る指標や労働市場関連の指標は、インフレが短期的なリスクではないことを示唆しています。

コアPCEデフレーターの変化率は、2%を上回ったとしても、FRBの目標を大きく上回って上昇する公算は低いと考えます。かなりの確信を持ってそう言えるのは、価格の上昇が時間のずれを伴うからです。経済活動ならびに労働市場には最大20カ月、インフレ期待には1年程度、また、海外要因には最低7カ月の遅れが生じる傾向が認められています。したがって、インフレ上昇を示唆する暗雲が明確に認められたとしても、それが嵐をもたらすリスクは、2017年ではなく2018年のことだと考えられます。

利上げの回数は増えるか？

こうした状況が示唆するのは、FRBが市場の予想を超える利上げを行うだろうということです。ピクテでは、今のところ、年内に0.25%の利上げが2回あるだろうとの従来予想を変えていませんが、FRBが2018年以降のインフレ圧力に対する懸念を強めるとしたら、利上げ回数が増える可能性は否めません。

利上げの回数を増やす引き金になるのは、予想を大きく上回る経済の改善であり、それは、トランプ政権によってもたらされると思われます。

トランプ政権の政策は、米国経済を2018年中に最大1%拡大させる可能性があるかと予想されます。ただし、ドル高の進行や原油高等によって一部は相殺される公算が高いと思われます。

米国経済がプラスの需給ギャップを維持するには、2017年のGDP(国内総生産)成長率が2.7%以上となる必要があり、そうなればインフレ率が2%を超える確率が統計上高まります。ピクテでは現段階で2.3%の成長を予想しているため、米国のインフレ率が2%を超える可能性は極めて高いと考えます。

FRBは、インフレ加速のリスクに対応し、経済成長が十分とは言えない局面でも金融引き締めを行うものと考えます。もっとも、足元の経済成長のペースが年内を通じて維持されれば、米国経済がインフレ局面入りすることは明らかです。投資の観点からすると、インフレヘッジを考慮する価値があるということになります(図表2参照)。地平線の上に雲があれば、それがどんなに離れたところにあったとしても、傘を持って行くのが賢明だからです。

図表2:インフレ局面での投資 ~ ピクテ・アセット・マネジメント・ストラテジー・ユニットの見解

ピクテのモデルは、典型的なインフレ・ヘッジ資産の大半が割高水準にあることを示唆している

株式では、資源、資本財、インフラ関連銘柄等が割高な水準にあると考えます。不動産については、商業用不動産のインフレ連動賃料がインカム収入を増やす一方で、主要市場が供給過剰の状況にあるため、トータル・リターンが損なわれる可能性も否めません。

インフレ連動債は割高な水準には達していないものの、割安感が強いというわけではない

インフレ・ヘッジの効果は、実質金利の上昇に起因する投資リターンの目減りを伴います。金についても同様ですが、資金の避難先としての金投資は、インフレが極端に加速したり、市場を混乱させるような局面では、なんらかのヘッジ効果を提供するはずですが。

金融セクターに注目 — 投資価値が相対的に高く、先行きが期待される資産

欧州のエネルギー企業や新興国市場の一部のセクターにも相対的な割安感があり、景気浮揚策が米国外にも広がった場合には、恩恵を受けることが期待されます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

ピクテのウェブサイト 最新情報にキャッチアップ！

ピクテ

検索

<http://www.pictet.co.jp>

Market Flash マーケット関連ニュース

ヨーロッパから見た世界のマーケット関連情報
ピクテならではの分析はこちら

MF



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/markets>

Today's Headline 今日のヘッドライン

今、マーケットで注目の話題をプロの視点でレポート
平日夕方 毎日配信中！

TH



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/headline>

Fund Watch ファンド関連ニュース

ファンドの現状と日々変動するマーケットの関係を
詳しく、解りやすく解説します

FW



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/fundinfo>

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。