



米国のインフレが金融市場の焦点に！

足元の米国10年国債利回りの急上昇については、FRB（連邦準備制度理事会）が長期金利の上昇を容認した結果との解釈もありますが、インフレに警戒的な国債市場がFRBに早期の金融政策の正常化を催促しているとも考えられます。FRBのインフレに楽観的な見通しと、長期金利や期待インフレ率（BEI）の上昇に象徴される市場のインフレに警戒的な見通しのどちらが正しいかが今後6-12カ月の金融市場の方向性を決めることになると思います。

米国長期金利が急上昇

米国10年国債利回り（以下、長期金利）は昨年8月を底に上昇に転じました。1月5日のジョージア州上院選で大統領、上下両院を民主党が握ることが確実となり、大規模な経済対策が実行されとの見通しが高まり、ワクチン接種の進展によって経済活動が正常化するとの期待が高まったことがこの動きに拍車をかけました（図表1）。直近、FRBは2021年の実質GDP成長率見通しを4.2%から6.5%に、コアPCEデフレータ（FRBが重視するインフレ指標）を1.8%から2.2%に引き上げる一方、インフレは長期的に安定推移するとの見通しや現在の緩和的な金融政策を継続する姿勢を堅持しました。足元の長期金利の急上昇については、FRBが長期金利の上昇を容認した結果との解釈もありますが、インフレに警戒的な国債市場がFRBに早期の金融政策の正常化を催促しているとも考えられます。このレポートでは米国のインフレの先行きとともに市場やFRBの今後の動きを考えます。

コストプッシュインフレの兆し

コアPCEデフレータは1.5%程度で安定していますが、BEIと呼ばれる市場が織り込む期待インフレ率はFRBが目標とする2%を上回る2.3%前後まで上昇してきました（図表2）。市場はインフレ加速を先回りして織り込んでいるようにも見えます。一般的にインフレは原材料などの投入コストが上昇する「コストプッシュインフレ」と最終需要の高まりを受けた「ディマンドプルインフレ」に分

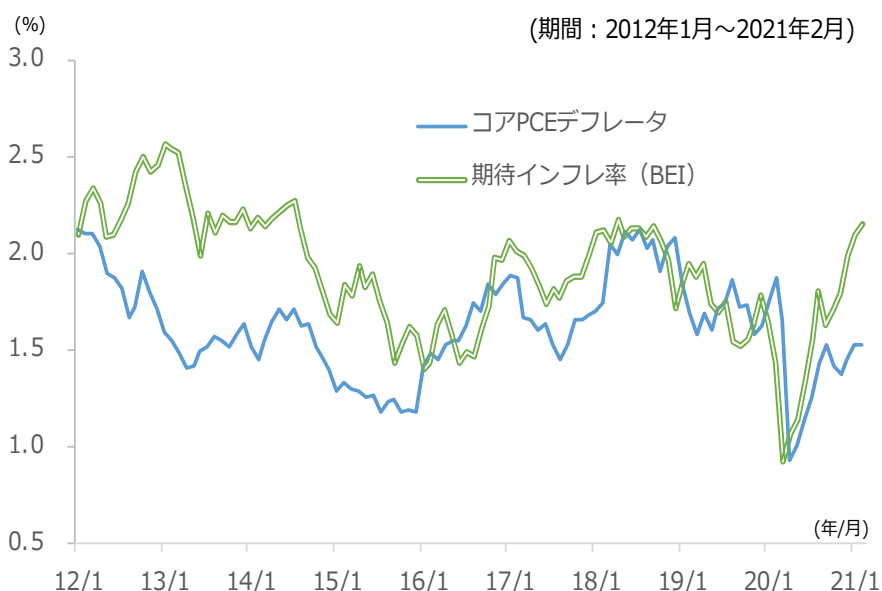
図表1 米国10年国債利回り

(期間：2020年1月2日～2021年3月22日)



図表2 コアPCEデフレータと期待インフレ率

(期間：2012年1月～2021年2月)



(図表1-2の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



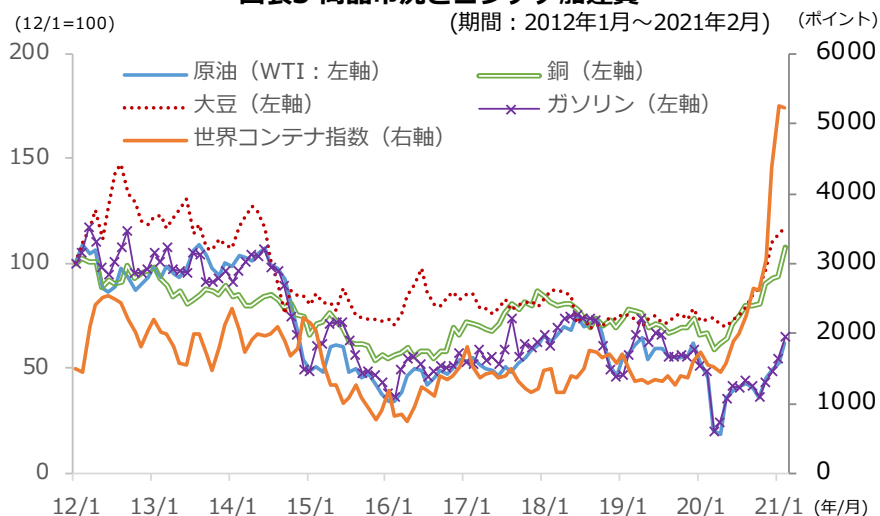
けて考えられますが、足元ではコストプッシュインフレの兆しが鮮明になってきました。原油などのエネルギー価格、銅などの産業メタル価格、大豆などの食糧品価格に加えてアジアから米国に消費財を運ぶ際のコンテナ船運賃も足元で急上昇しています（図表3）。その結果、主要企業を対象とするISM、中小企業を対象とするNFIBの価格指数は直近で大幅に上昇しています（図表4、5）。コストプッシュインフレは既に川上（原材料コスト）から川中（企業物価）に迫ってきています。この流れが川下の最終消費段階に波及するかどうかが今後の焦点になると考えられます。川下により近いガソリン価格は既に上昇に転じています（図表3）。

構造的なデフレーション要因

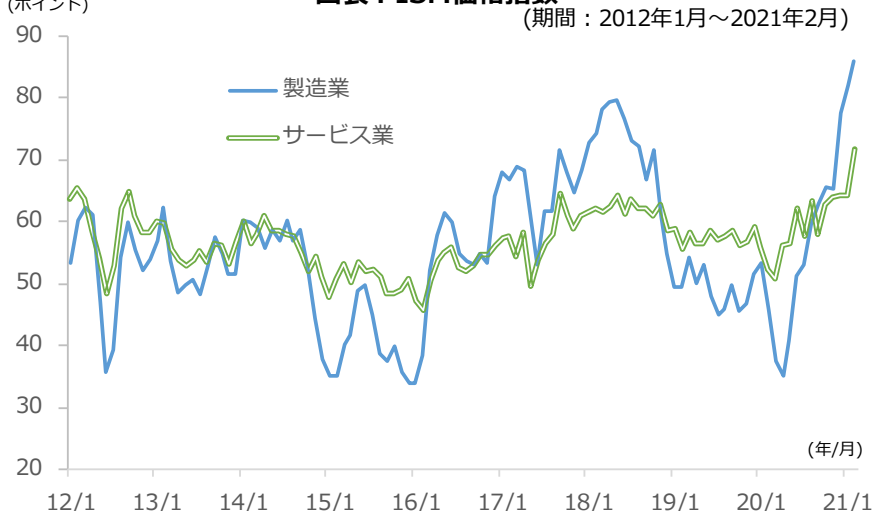
構造的なデフレーション（物価引下げ）要因にも注目する必要があります。コロナ禍でデジタル化が進めばAI、IoTなどの先端技術によって経済全体の生産性の伸びが加速します。その結果、労働投入や資本投入が一定でも財やサービスの供給が増え、需給面からインフレ圧力がかかりにくくなります。また、コロナ禍を背景に政府による企業救済でゾンビ企業が生き残れば経済全体の過剰供給につながり、デフレーションが継続すると考えられます。

非農業部門の雇用者数は昨年3月以降、コロナ禍で2267万人減った後に1319万人増加しましたが、差し引き948万人が職を失ったままです。失業率はコロナ禍で14.8%まで上昇し、足元では6.2%まで低下しましたが、コロナ前の3.5%には遠く及びません。就労者予備軍がこれだけ豊富な環境で、マクロレベルで大幅な賃上げは期待できず、最終消費段階のインフレ圧力は抑制された状況が続くと考えられます。

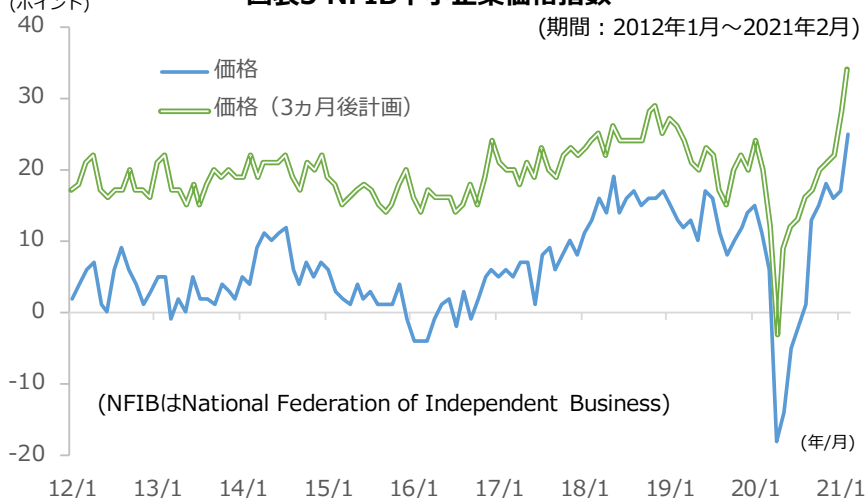
図表3 商品市況とコンテナ船運賃



図表4 ISM価格指数



図表5 NFIB中小企業価格指数



(図表3-5の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客

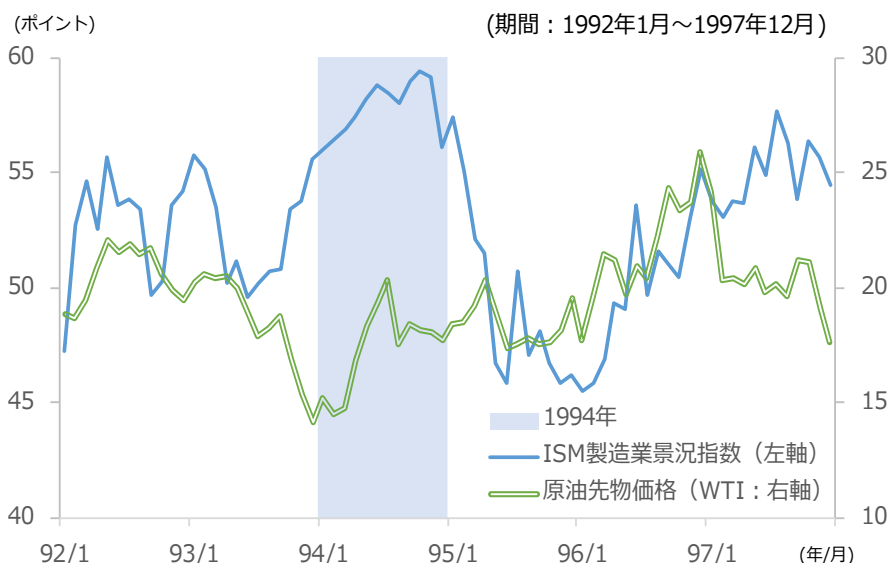


今後6-12カ月の金融市場の焦点

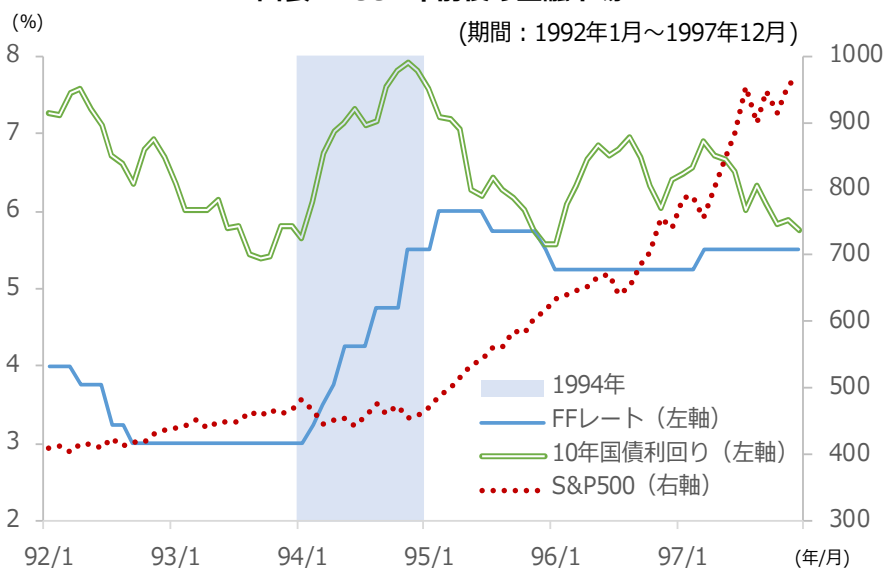
原油価格が昨年4月に大底を打ち、その後上昇を続けていることを考えれば、本年4月の前年同月比のコアPCEデフレータはエネルギー価格の上昇を反映して高い伸びになると予想されます。FRBのインフレに楽観的な見通しと、長期金利やBEIの上昇に象徴される市場のインフレに警戒的な見通しのどちらが正しいかが今後6-12カ月の金融市場の方向性を決めることになると思います。FRBの見通しが正しく、夏場以降にインフレ率が2%程度に落ち着けば、現在の緩和的な金融政策が継続すると思われます。一方、市場の警戒的な見通しが正しく、今後インフレが加速すれば、1994年型の長期金利の大幅な上昇が想定されます。1991年3月に景気が底を打ち、今回同様にISM企業景況指数、原油価格が上昇に転じ、景気過熱を懸念する声が高まった1994年に長期金利は急上昇し、インフレに後れをとったFRBは数次にわたる利上げを余儀なくされました（図表6、7）。米国株式は1994年を通して横ばいで推移し、これが1994年12月のテキサス（メキシコ）危機を招いたと考えられています。2021年と1994年では経済やインフレの構造が大きく異なるとの声も聞かれますが、当面、米国のインフレ、FRBや国債市場のインフレに対するスタンスから目が離せない相場展開が続くと考えます。

以上（ストラテジスト）

図表6 1994年前後のISM企業景況指数と原油価格



図表7 1994年前後の金融市場



（図表6-7の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客



皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%（税抜3.5%）

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%（税抜1.90%）

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号
加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）