書面による事前承認なく複製・複写することを禁じます。
本書の巻末に記載するすべてのリスク開示情報をご参照ください。

Insight INVESTMENT

インフレアップデート

世界的なインフレのリスクを検証

2021年8月

BNY MELLON | INVESTMENT MANAGEMENT

エグゼクティブサマリー

米国が主導して、世界的にインフレが急激に加速 // 3

- 経済活動が再開されるなかで、サプライチェーンは需要に追い付くのに悪戦苦闘している
- インサイトのコアシナリオでは、インフレはピークに達した後、緩やかに減速すると見込む

インフレが高水準にとどまり、その裾野が広がっていくというリスクがある // 4

- 一部のインフレ先行指標ではインフレ圧力が持続する可能性があることが示唆されている

さまざまなグローバルな要因がインフレを押し上げている // 4

- 食料品価格やコモディティ価格が世界的に上昇傾向をたどっている
- エネルギー価格や海上輸送運賃の上昇に伴い輸送費用が上昇している
- 世界的な半導体不足の影響を受け、一部の製品の生産が制限されている

これらの要素が米国を中心に国内のインフレ圧力を増幅させている // 7

- 米国では賃金上昇圧力が高まり、賃料も上昇している

歴史的な関係が再び横行する可能性がある // 8

- マネーサプライとインフレや、雇用と賃金との歴史的な関係が崩壊しているが、この状態は恒久的なものにはならないかもしれない

インフレの上昇は政治的リスクを高める可能性がある // 9

- 食料品価格の急騰が「アラブの春」の引き金となった

結論 // 9

インフレアップデート
世界的なインフレのリスクを検証

世界的なインフレ率の急上昇が世間の注目を集めるなかで、インフレ率が予想を上回る水準で持続的に推移するリスクを高める可能性がある根本的な要因の一部を検証する。

米国が主導して、世界的にインフレが急激に加速

新型コロナウイルスのパンデミックに伴うロックダウンから抜け出し、世界各国で経済活動が再開され始めるなかで、世界的にインフレが急激に加速して多くの市場関係者を驚かせています。この要因は、コモディティ価格が上昇し、テクノロジー産業における主要部品が不足するなかで、サプライチェーンの再開のペースが需要に追い付かない状況にあることです。米国では2021年6月の総合消費者物価指数（CPI）が前年同月比で5.4%上昇しています（図1参照）。とはいえ、米連邦準備制度理事会（FRB）が重視するインフレ指標である個人消費支出（PCE）価格指数は前年同月比3.5%の上昇にとどまっています。

1：米国が世界的なインフレ加速の先頭に立つ[1]

コアシナリオでは、インフレはピークに達した後、緩やかに減速すると見込む

ここ数ヵ月に見られたインフレの急激な加速の要因は、一部のセクターがパーフェクトストーム（複数の悪材料が重なって起こる最悪の状況）に巻き込まれたことによるものです。市場の懸念の焦点である米国では、新車生産が半導体不足の影響で減産に追い込まれている一方で、消費者が新型コロナワクチン接種後にレジャー関連の支出を急速に増加させるなかで、レンタカー会社はレンタカー落ち中古車（レンタアップ車）を売り控えています。その結果、中古車価格は急上昇し、6月は前年同月比45%上昇しており、また6月のレンタカー料金は前年同月比88%上昇しています。これら2つの自動車カテゴリーがCPIに占めるウェイトは4%未満にすぎませんが、6月のCPI上昇のかなりの部分を占めています。これ以外では、航空運賃や衣料品価格も経済活動再開の恩恵を受けて大幅に上昇しています。

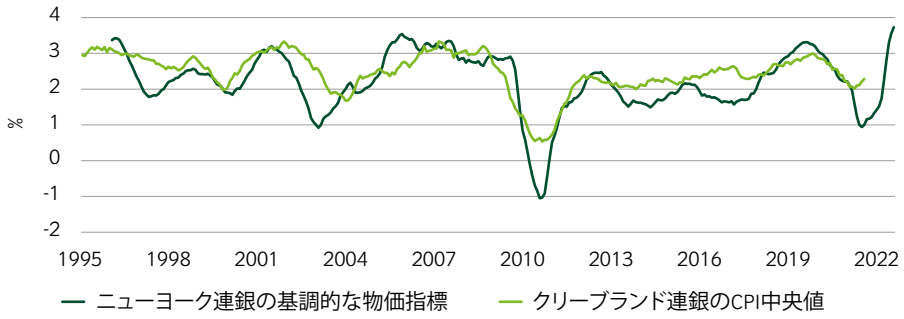
これらの要因が消失し、サプライチェーンや個人消費が正常化に向かえば、CPIは現在の水準から緩やかに減速していくと予想しています。中古車価格のようなカテゴリーでは、足元で見られたような大幅な上昇は一定の期間に限ってしか持続することができず、他の領域での大幅な価格上昇がなければ、5%の価格上昇を持続するのは極めて困難になるでしょう。とはいえ、CPIの低下は緩やかなものになり、CPI上昇率が対前年比で3%を下回る水準まで低下するのは2022年になると予想しています。

[1] 出所：インサイトおよびブルームバーグ。2021年7月31日時点のデータ。

しかし、インフレの裾野が広がり、高水準にとどまるというシナリオもある

ニューヨーク連銀が公表する基調的な物価指標（UIG: Underlying Inflation Gauge, 一過性の要素を除外し、持続的なインフレ圧力を捉えることを目的）は、同指標が開始された1995年以来の最高水準まで上昇しています。歴史的に見て、このことはインフレ圧力の裾野が広がることを裏付ける分かりやすい兆候となります。例えば、図2で、UIGを1年前倒ししてみると、歴史的に見て、クリーブランド連銀のCPI中央値の適切な先行指標になっていることが分かります。クリーブランド連銀のCPI中央値は、単一のセクターの物価圧力から生じる歪みを除去することを目的とした指標です。これによって、現在のインフレ傾向が一過性のものではないとの懸念がさらに深まる可能性があります。

図2：一部のインフレ指標では明確な危険信号が発せられている[2]



さまざまなグローバルな要因がインフレを押し上げている

一部の短期的なインフレ圧力は今後数ヵ月のうちに消失するかもしれませんが、引き続き懸念材料となるさまざまな中長期的な要因があります。

コモディティ価格の上昇基調がスーパーサイクルに変わる可能性があるのだろうか？

2020年以降、食料品価格は世界的に上昇基調をたどっており、その要因はさまざまですが、上昇は広範囲に及んでいます。食料品価格上昇の原因の一つは中国からの需要です。中国では所得の伸びが高まるに伴い、牛肉、豚肉、鶏肉などの肉類、水産物、乳製品などのより高価な食品に対する需要が増大し、国内生産が需要に追い付かなくなっています。2018年にアフリカ豚熱の感染拡大により中国の豚の飼育頭数の大部分が殺処分されたことや、主要な穀物生産地である揚子江流域での大洪水などによって、こうした状況がさらに悪化しました。2021年には米国の一部の州では観測史上最高気温に達するなど、米国やブラジルにおける干ばつも主要穀物の生産を圧迫する要因となりました。

こうした食料品価格の上昇は先進国市場のインフレにある程度影響を及ぼしていますが、食料品の消費者物価統計に占めるウェイトが相対的に高い新興国市場に最も大きな影響を及ぼす可能性が高いでしょう。国際通貨基金（IMF）は2021年7月に公表した世界経済見通し[3]の中で、一部の新興国市場や先進国市場では2022年に入っても、「食料品価格の上昇圧力の継続」にある程度関連して、インフレが高止まりを続けることが見込まれると警告しています。

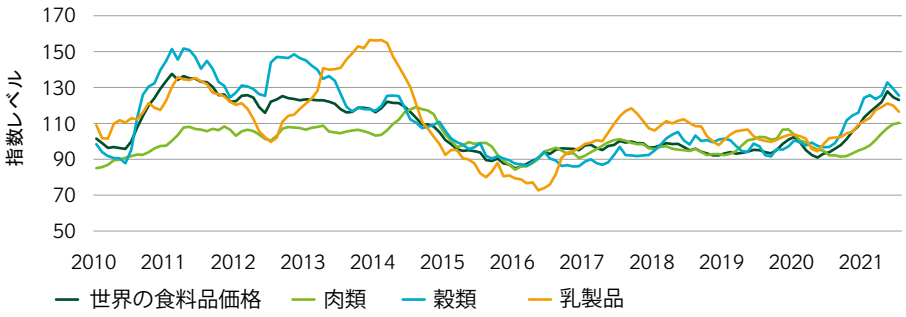
[2] 出所：インサイトおよびブルームバーグ。2021年7月31日時点のデータ。
[3] 出所： https://www.imf.org/en/ Publications/WEO/Issues/2021/07/27/world-economic-outlook-update-july-2021

//

…最近のデータでは、供給問題に起因するインフレの上昇圧力の解消がFRBスタッフのベースライン予測よりも緩やかになるリスクが高まっていることが指摘されている[4].

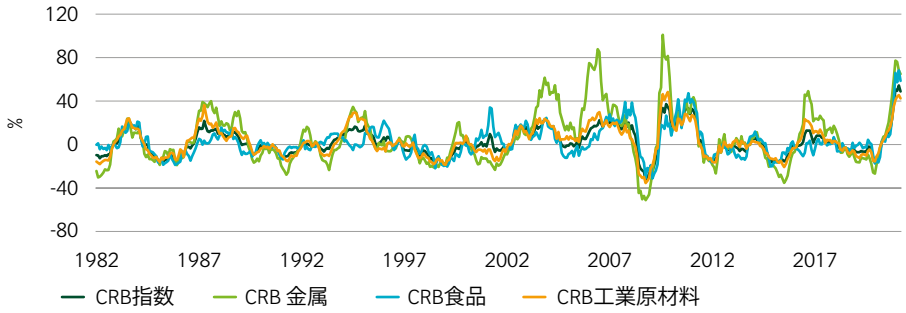
//

図3：世界の食料品価格は幅広く上昇傾向をたどっている[5]



しかし、価格が上昇しているのは食料品だけではありません。他のさまざまなコモディティの価格も急上昇しています。広範なコモディティ価格の動向を示すCRB指数は過去数十年で最大級の急上昇を記録しました（図4参照）。

図4：12ヵ月間の価格変動ではコモディティ価格が急上昇していることが示されている[6]



コモディティ価格の急上昇は、投機的な取引によって引き起こされたものではなく、供給不足が原因であるように思われることから、持続する可能性があることが示唆されています。歴史的に見て、格言にもあるように、高価格を是正する最良の方法は高価格なのです。なぜなら、コモディティ市場では、一般的に価格の上昇が新たな投資ブームを引き起こす引き金となるからです。しかし、責任投資や脱炭素化を重視する傾向が強まるなかで、足元の景気サイクルでは供給増加により価格の低下をもたらすことは極めて難しくなっている可能性があります。こうした状況を踏まえて、一部の市場関係者は「我々はコモディティのスーパーサイクルの始まりを迎えようとしているのかもしれない」と予言しています。

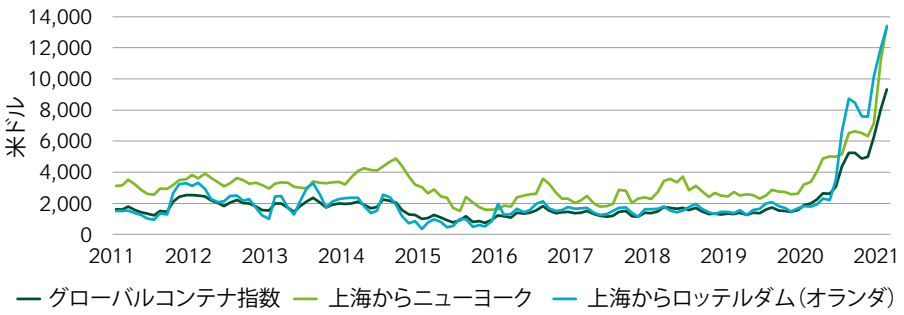
[4] 出所：2021年7月米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録
https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20210728.pdf
[5] 出所：インサイトおよびブルームバーグ。2021年7月31日時点のデータ。
[6] 出所：インサイトおよびブルームバーグ。2021年7月31日時点のデータ。
[7] https://www.iea.org/reports/the-role-of-critical-minerals-in-clean-energy-transitions

クリーンエネルギーへの移行に伴う需要も主要金属の価格を下支えする要因となっています。国際エネルギー機関（IEA）は「クリーンエネルギーへの移行における重要鉱物の役割」というタイトルの報告書を2021年4月に発表し、その中で「クリーンエネルギーへの移行は金属や鉱業に広範囲にわたる影響を及ぼすことになるだろう」と述べています。IEAは、パリ協定の目標を達成するシナリオでは、主要金属に対する総需要に占めるクリーンエネルギー技術の割合が今後40年間で大幅に増加し、銅やレアアースについては40%超、ニッケルやコバルトについては60～70%、リチウムについてはほぼ90%まで増加すると予測しています。

世界的な海上輸送費の高騰がこれらの価格上昇を増幅させており、また輸入価格にも影響を及ぼしている

世界各国での新型コロナワクチン接種の展開にむらがあることが世界の海上輸送に深刻な問題を引き起こしています。なぜなら、海運労働者の大半がワクチン接種の遅れている発展途上国の人たちだからです。新型コロナウイルスのパンデミックに起因する海上輸送の混乱は、先進国市場がロックダウンから抜け出し、世界的に海上輸送需要が急増するなかで発生し、海上輸送運賃の急上昇を招きました。中国から米国又は欧州までの40フィートのコンテナの海上輸送運賃は2,000～3,000米ドル前後から2021年には13,000米ドル超に上昇しており、このコスト上昇分は企業の利益の中で吸収されるか、あるいは顧客に転嫁せざるを得なくなっています。

図5：コンテナの輸送費用は劇的に上昇している[8]



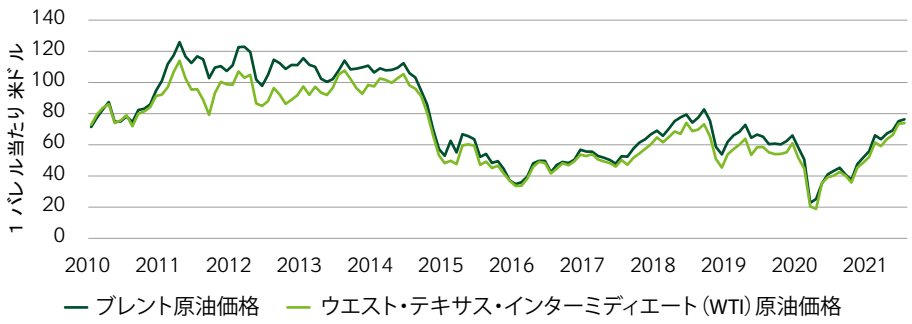
原油価格の上昇が輸送費の上昇圧力を増大させている

2020年4月に原油の先物価格が1バレル＝マイナス37米ドルまで下落するという衝撃的な出来事を受けて、石油輸出国機構（OPEC）とロシアなど非加盟産油国で構成する「OPECプラス」が原油供給制限の合意に成功し、世界の原油在庫を縮小させました。これによって原油市場にとって良好な状況が生まれ、原油価格が上昇傾向に転じたことで、輸送費用を増大させる要因になりました。投資家からの脱炭素化に向けての中長期的な圧力が強まるなかで石油業界の資金が枯渇しつつあり、石油業界の企業は今後の需要を満たすための十分な投資ができなくなっています。こうした状況を踏まえて、JPモルガンは、今後数年のうちに構造的な原油供給不足の状態に陥ると推測しており、彼らのモデルによれば、2025年までに1日当たり最大で3百万バレルの供給不足になることが示唆されているとしています。もしこれが本当なら、原油価格は今後しばらくの間、高止まりを続ける可能性が高いでしょう。

> 人手不足は現実のものであり～
> 日増しに悪化の一途をたどっている[9]

[8] 出所：インサイトおよびブルームバーグ～世界輸送コンサルタントDrewry、40フィートコンテナ1個当たりの輸送費。2021年7月31日時点のデータ。
[9] 出所：米商工会議所社長兼最高経営責任者（CEO）スザンヌ・クラーク（Suzanne Clark）氏。

図6：原油価格は上昇傾向をたどっている[10]



技術サイクルには依然問題がある

新シリーズの強力なグラフィックプロセッサーや、新世代のコンピューターチップが発売され、予想をはるかに上回る需要が集まっています。こうした半導体チップの世界的な不足によって自動車を含むさまざまなハイテク商品の供給が制限されていますが、半導体チップの不足が完全に解消されるのには時間がかかるでしょう。バイデン米大統領は、自動車産業など米国の主要産業への半導体チップの供給網の見直しを求める大統領令に署名しています。新たな半導体の生産能力を稼働させるためには6カ月前後のリードタイムが必要になることを踏まえると、半導体の供給不足は少なくとも2022年まで継続すると見込まれています。

図7：2021年7月の見出しでは、半導体不足が依然として大きな影響を及ぼしていることが示唆されている

ドイツの自動車メーカーBMW、半導体不足の影響を受け1万台に及ぶ自動車生産を一時停止

半導体チップ不足の影響によってレンタカー料金は高止まるであろうと、欧州大手レンタカー会社EuropcarのCEOが警告

米自動車大手GM、半導体不足の影響を受け大半の大型トラックの生産の一時停止を余儀なくされる

ドイツの高級自動車メーカーDaimler、半導体不足の影響を受け新車販売見通しを下方修正

英自動車メーカーLand Rover、半導体不足の影響を受けスロバキアでのDefenderの生産を一時停止

Land Rover、半導体の供給危機の影響を受けスロバキアでのDefenderおよびDiscoveryの生産を一時停止

世界的な半導体不足により、中国や日本の自動車生産が打撃を受ける

[10] 出所：インサイトおよびブルームバーグ。2021年7月31日時点のデータ。

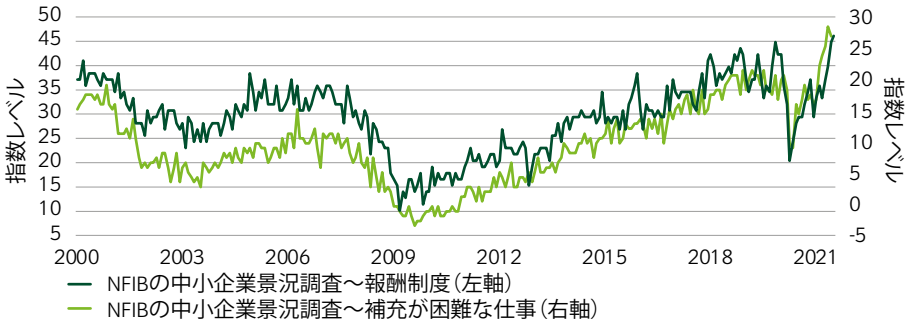
これらの要素が、米国を中心に国内のインフレ圧力を増幅させている

米国における足元でのインフレの急上昇は中古車価格など短期的な要因によるものですが、インフレ圧力が幅広い分野に広がりつつあるリスクがあります。

賃金上昇圧力が高まっている

10年超にわたりインフレの抑制に寄与してきた重要な要因は、雇用と賃金との伝統的な関係が弱体化したか、それとも完全に崩壊してしまったように思われることです。こうした事態がなぜ起こったのかについては諸説あります。その中には、従来型の正規雇用から短期の仕事を常に渡り歩く働き方（ミュージシャンがいろいろな演奏会を渡り歩くやり方に因んで「ギグエコノミー（非正規雇用者が企業から単発または短期の仕事を請け負う働き方）」ともしばしば呼ばれる）への変化によるという議論も含まれています。しかし、足元では、ロックダウンの解除に伴う再雇用の勢いの加速により、企業は十分かつ適切な労働力を確保できなくなっています。米国では2021年3月に求人件数が過去最高の8.1百万人に達し、教育やヘルスケアなど一部の業界では求人件数のほうが資格要件を満たした求職者の数よりも多くなっています。こうした状況を踏まえて、米商工会議所は労働力不足の状況を「国家非常事態」と呼んでおり、同商工会議所メンバーの90%が「雇用可能な労働者の不足」が彼らの領域における経済活動を鈍化させている大きな要因になっていると報告しています[11]。また、全米独立企業連盟（NFIB）の中小企業景況調査によれば、欠員の補充に悪戦苦闘している企業の数は数十年ぶりの高水準に達しており（図8参照）、また報酬制度の水準もほぼ同じくらい急速に上昇していることが示されています。このような状況の下で、労働市場が引き締まり続けるなかで、歴史的に標準的な状況が再び横行し、賃金インフレが現在の想定よりも長期間にわたり持続し得る可能性はもちろんあります。

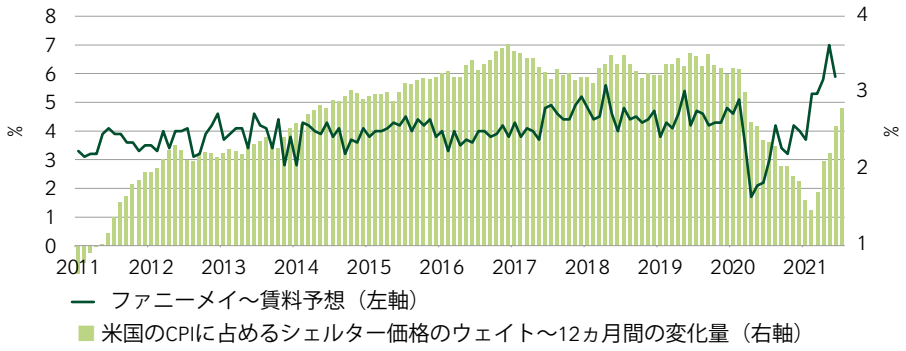
図8：欠員の補充に悪戦苦闘している中小企業の数は数十年ぶりの高水準に達している[12]



所得の上昇は住宅価格や家賃により大きな影響を及ぼす可能性があります。賃貸カテゴリーがCPIに占めるウェイトは3分の1前後であり、またCPIの構成要素である「シェルター」価格（家賃・宿泊費）は新型コロナウイルスのパンデミック期間中に見られた抑制された水準から着実に上昇を続けています。当社は、シェルター価格インフレの回復は長期にわたり緩やかに進むと予想していますが、同セクターにおける価格上昇圧力の兆候を探るため、賃金動向と共にファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）の賃料予想に関する調査などの景気先行指数の双方を注意深く注視していく方針です。

[11] https://www.uschamber.com/report/the-america-works-report-quantifying-the-nations-workforce-crisis
[12] 出所：インサイトおよびブルームバーグ～NFIBの中小企業景況調査。2021年7月31日時点のデータ。

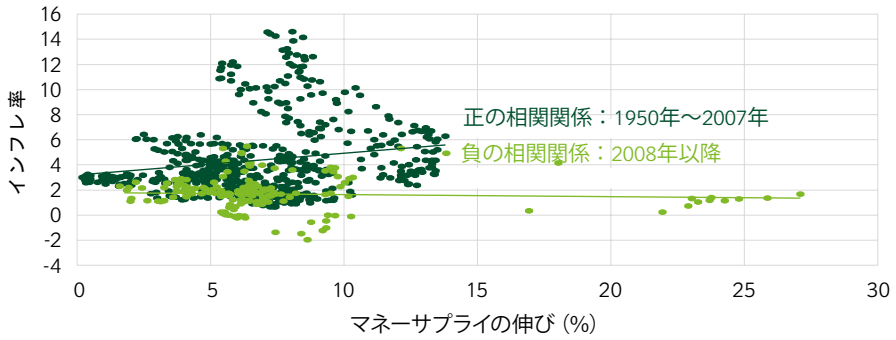
図9：米国の賃料予想は急上昇している[13]



歴史的な関係が再び横行する可能性がある

2008年の世界金融危機以降の期間に、雇用と賃金との関係、マネーサプライ（通貨供給量）の伸びとインフレの関係など複数の歴史的な関係が崩壊しています（米国の例については図10参照）。欧米においてマネーサプライは急増していますが、市場関係者はこれによって持続的なインフレ圧力が生じる可能性をおおむね否定しています。

図10：米国におけるマネーサプライの伸びとインフレ率との相関関係[14]

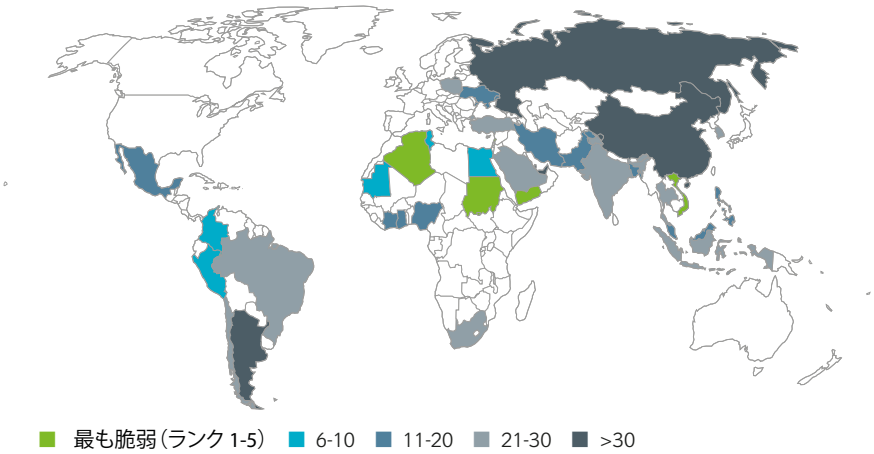


インフレの上昇は政治的リスクを高める可能性がある

たとえ総合的なインフレ率がピーク水準から緩和したとしても、食料品価格やエネルギー価格の上昇に起因する政治的リスクや市場リスクは依然として重大なリスクとなる可能性があります。2011年には、チュニジア、エジプトなどのアラブ諸国で食料品価格が急騰したことが引き金となり暴動が発生し、最終的に民主化運動「アラブの春」が起きました。現景気サイクルにおいては、食料品価格や輸送費用の上昇、発展途上国での新型コロナワクチンの不足などが相まって、政治的リスクが悪化する可能性があります。ブルームバーグ社は世界中のデータを分析し「食料品脆弱性スコアカード」を作成しています。現在のところ、これらのリスクの中心はイエメン、スーダン、レバノンなどの比較的小さな国となっていますが、物価が上昇傾向を続ける場合には、これらのリスクは広がっていき、他の国々を不安定に陥れる可能性があります。

[13] 出所：インサイトおよびブルームバーグ。2021年7月31日時点のデータ。
[14] 出所：マクロボンド・フィナンシャル。1960年～2021年7月のデータ。

図11：ブルームバークの食料品脆弱性スコアカード[15]



エジプトのエルシーシ大統領は
1977年以来初めて
パンの価格を引き上げた[16].

結論

今後、世界のインフレ動向を注視していくことが投資家にとって不可欠となるでしょう。ここ数十年間、世界のインフレを支配してきたディスインフレ勢力が再び横行すれば、インフレは2022年に入り緩やかに減速していくはずです。しかし、これが平坦な道筋にならない可能性があることを示唆するさまざまな懸念される兆候がみられます。

インフレが予想以上に持続的なものであることが分かる場合や、さらに加速する場合には、その事実が市場関係者に受け入れられるまでには相当な期間を要する可能性が高いでしょう。中央銀行やエコノミスト、アナリストなどがインフレリスクを繰り返し過大評価するなかで、インフレの持続的なアンダーシュート（目標の未達）が市場心理に強く根付いていくには何年もかかりました。我々は今、「インフレリスクが持続的に過小評価されている」というこれまでとは逆の状況に入りつつあるのかもしれません。その一方で、欧米の中央銀行はインフレ目標を緩和しており、またインフレリスクに対して十分なヘッジを行っている投資家はほとんどいない状況となっています。

[15] 出所：ブルームバーグ。2021年7月31日時点のデータ。
[16] 2021年8月現在：https://www.reuters.com/world/middle-east/egypts-sisi-calls-first-bread-price-rise-decades-2021-08-03/

寄稿者

デイビッド・フッカー
ポートフォリオ・マネージャー
インサイト・インベストメント

サイモン・ダウン
シニア・ライター
インサイト・インベストメント

FIND OUT MORE

@InsightInvestIM

company/insight-investment

www.insightinvestment.com

<投資信託に係るリスクについて>

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、金利の変動等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

<投資信託に係る重要な事項について>

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、取得、換金の申し込みの受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の解約金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

<投資信託に係る費用について>

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）等をご覧ください。

■申込時に直接ご負担いただく費用・・・・・・・・・・・・・・・・・申込手数料 上限3.85%（税抜3.5%）

■換金時に直接ご負担いただく費用・・・・・・・・・・・・・・・・・信託財産留保額 上限0.70%

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・・信託報酬 上限 年率2.035%（税抜1.85%）

■その他費用・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。

※ 上記費用の総額につきましては、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々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、事前に良く投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧下さい。

<ご留意事項>

■ 本資料はインサイト社およびそのマクロ見通しの紹介を目的として、インサイト社が作成した資料をＢＮＹメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が翻訳した資料です。

■ 当資料は信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性･完全性について保証するものではありません。

■ 当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成時点のものであり、事前の連絡なしに今後変更されることがあります。

■ 当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等をお約束するものではありません。

■ ファンドに生じた損益は、すべて受益者の皆様に帰属します。

BNYメロン・インベストメント・マネジメント・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406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
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

15398-10-21