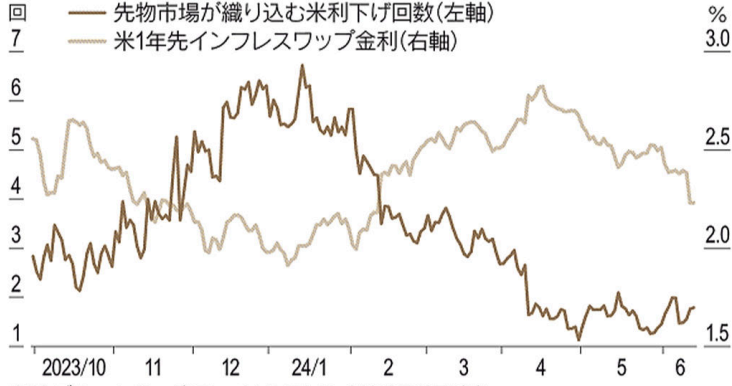


# インフレ再燃視野に資産構成を

花井ゆき子 ティー・ロウ・プライス・ジャパン 債券運用戦略部長



(図表1)先物市場が織り込む米利下げ回数は低下



出所 ブルームバーグ・ファイナンスL.P.。24年6月13日時点

6月も最終日となり、2024年の前半戦も終わります。今年は、年初から市場予想よりも高い米国の消費者物価指数(CPI)の発表が続いたことで、米金利の「Higher For Longer(より高く、より長く)」の見通しが復活し、市場による米連邦準備制度理事会(FRB)の利下げ回数予想は大きく低下しました(図表1)。

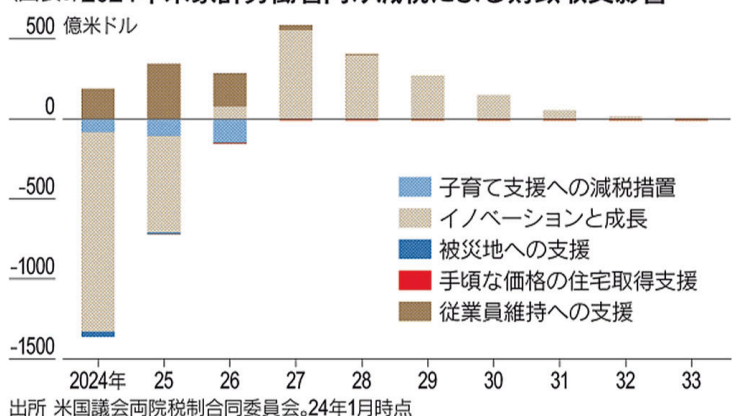
### ■ECBは利下げを開始

6月には欧州中央銀行(ECB)が市場予想通り利下げを実施しました。7月以降の政策金利判断は「データ次第」ということで、賃金上昇圧力が強いインフレが残る中で、政策金利を据え置き余地を残しました。市場は年内にあと1~2回のECBによる利下げを見通しています。

欧州では製造業の弱さが景気見通しの足かせでしたが、先行きに対し少し楽観的になった企業もあるようで、改善方向といえます。世界を見渡せば、23年夏に利下げを始めたチリを筆頭に、ブラジル、ペルー、メキシコなどの南米や、ポーランド、チェコ、スイス、スウェーデンなどの欧州の国々も利下げを始めています。

積極的に何度も利下げをする

(図表3)2024年米家計労働者向け減税による財政収支影響



出所 米国会議両院税制合同委員会。24年1月時点

(図表2)米CPIのサービス価格は高水準で推移



出所 米労働省、Haver Analytics。前年同月比。24年5月末時点

国や、一度実施した後は据え置いてインフレ状況を見極めている国など、金融政策の状況は様々です。徐々に国別のマクロ経済や金融政策の格差が意識されてきています。

### ■サービス価格インフレは複雑

6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で利下げは予想通り見送られましたが、ドット(メンバーによる金利予想)の示唆する利下げ見通しが3回から1回に変更されタカ派な印象を残しました。しかし、直前に発表された5月の米CPIが市場予想を下回ったこともあり、強弱が混在したメッセージとなり、金利市場が大きく動く展開にはなりません。

FRBの金融政策判断の鍵となってきたのはインフレ率です。コロナ・ショックによるサプライチェーン問題とロシアのウクライナ侵攻により石油・天然ガス価格が急上昇し、米CPI上昇率は2022年6月に9.1%となりました。40年ぶりの高水準でした。これは、商品価格の低下が主導し23年6月ごろまでに比較的短期に3%まで修正されました。

しかしそれ以降、FRBはより複雑なサービス価格のインフレと対峙しています。サービス

価格は、労働市場との複雑な関係性や月次でみられる特殊要因などから下げ渋り、一進一退の展開となっています(図表2)。

市場の金利見通しも右往左往し、年初の6回超の利下げ見通しは足元の1回程度まで大きく変化しました。

サービスインフレが下がるには賃金上昇圧力の低下が必要です。それには、失業率が上昇し労働需給が緩和する必要があります。ただし、労働市場のデータは強弱が拮抗しています。

4月の雇用増加のペースは、市場予想に比べると若干低いものでした。5月の就業者数は市場予想を大きく上回りましたが、失業率は若干上昇して4%になりました。雇用の増加ペースが下がっても、例えばヘルスケア業種の雇用はコロナ禍前の推定トレンドを下回り、高齢化によりヘルスケアサービス需要が構造的に高いことを考えれば、まだ増加余地があります。

その他の業種や企業でも、人手不足との声が依然として聞かれます。米労働市場は落ち着き始めていますが、まだ弱いという域には入っていないと思われます。

### ■テールリスクを考える

インフレが低下すればバラ色かと言えば、そういうわけでもなさそうです。労働市場が強気または弱気へと環境変化するとき起こり得る極端なテールリスクを考えてみます。

一つは、労働市場が緩和へと向かい、弱さが顕著となる場合です。例えば足元で米財政が悪化しているので積極的な支援策に踏み切れず、市場流動性も悪化し、結果として経済成長に対して大きな脅威となるというケ

ースがあるかもしれません。

反対側のテールシナリオとしては、労働データが強く、賃金上昇圧力が継続する場合、今年は大統領選挙年であることから財政は緩和的で、FRBが軟着陸を目指しリセッション回避行動を優先するかもしれません。

このような仮定では、インフレの再燃が脅威となるかもしれません。もちろん極端なテールリスクの場合なので発生確度は低く、現実にはこれらシナリオの間のどこかに落ち着く可能性が高いと思いますが、テールリスクと思える今がむしろバラ色なのかもしれません。

### ■日本は数少ない金融緊縮組

世界が利下げに舵を切る中で、日銀は数少ない金融緊縮組です。3月に17年ぶりの利上げが実施され、ゼロ金利政策が解除されました。日銀は「緩和的な環境を維持する」というハト派的なメッセージを発しながらも、利上げペースやQT(量的緊縮)縮小は物価動向次第で機動的に調整もするとの姿勢。日銀も「データ次第」の仲間入りです。

5月末ごろには10年国債利回りが13年以来初めて1%を超えました。利回りが上昇すれば、特に国内投資家の円債への需要が見られるので、一方向に急騰する環境ではないでしょう。但し、世界の市場関係者にとっては、日本の投資家はその資金をどこから持ってくるかの方が非常に気になることです。

### ■耐久性ある資産構成を

米利下げが開始するならば、イールドカーブはスティープ化し、デュレーション(平均回収期間)は長めに、というのが常とう手段です。リセッション(景

はない・ゆきこ 慶大法卒。オリックス、三井住友信託銀行ロンドン支店、米アライアンス・バーンスタインを経て2017年、米ティール・ロウ・プライス入社。債券部門のスペシャリストとして投資戦略を立案する。

気後退)には債券が強く、インフレには商品、不動産、株式などのリスク資産が強いと言われます。

ただし、足元の市場ではこうしたリスク対称性が不安定になっています。コロナ禍以来、インフレの予想は難しく、多くの市場関係者が何度も見誤ってきました。いま言えるのは、インフレがすぐなくなることはないでしょう。

米国が大幅に利上げをした後ですが、インフレ再燃のリスクは意識しなければなりません。選挙年の減税などの財政支出(図表3)はインフレ上昇要因です。石油価格は中東の地政学リスクが高まれば簡単に上昇しかねない「ワイルドカード」です。

一方、多くの先進国が、積極的な利上げ後のクレジットの「サイクル後期」に位置し、今後は経済成長の減速が見込まれます。ならば、どちらに転んでも、耐久性のあるポートフォリオに工夫したいところです。

クレジットサイクルに影響を受けない、構造的に大きな変化を銘柄選択で捉えたり、流動性を確保した公募債市場で短期や中期の高い利回りを追求したり、合理的なコストでインフレヘッジ資産を保有したりと様々な手法が考えられます。流動性を譲歩するなら、その対価をきちんとプレミアムとして獲得することも重要です。今のうちに理想のポートフォリオを見定めていきましょう。

※上記は2024年6月30日号日経ヴェリタスで掲載された記事の複写です。日本経済新聞社の許諾を得て掲載しています。