



情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏

2020年6月25日

～ポスト・コロナを考える④ 敢えてインフレリスクを考える～

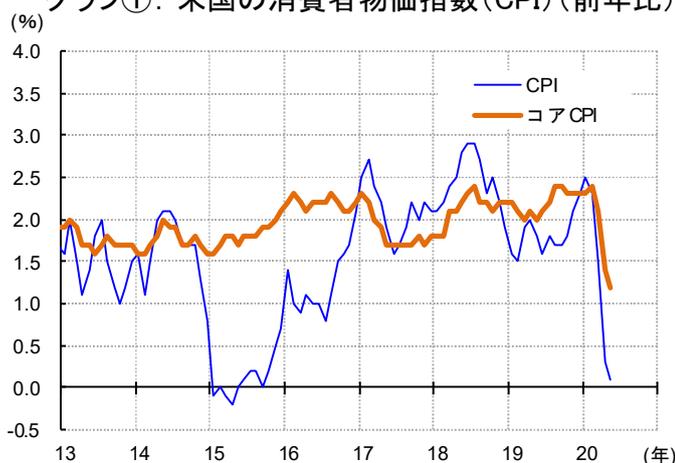
以前、ある記者の方から、「新型コロナウイルスの感染拡大は物価にどのような影響を及ぼすのか」という質問を頂戴しました。それに対して、「エネルギー価格下落を主因にデフレ懸念が高まるだろう。コアの物価上昇率（エネルギー価格等の変動の大きい項目を除く）についても、エネルギー価格下落の波及効果や需給ギャップ引緩みを背景に、次第に鈍化すると思われる。」といったコメントをしました。

現時点でもそうした見通しは変えておらず、新型コロナウイルスの感染拡大は物価下落圧力として作用する面が大きいとみています。実際、5月の日本の全国消費者物価指数（生鮮食品を除くコアCPI）は前年比0.2%低下と、2カ月連続のマイナスとなっています。

日本に限らず米国でもインフレ率は鈍化しています（グラフ①）。やはりエネルギー価格下落が物価の下押しに寄与しています。また、1～3月期のGDP成長率がマイナスとなり、4～6月期はさらにマイナス幅拡大が予想されています。この結果、需給ギャップは引緩み、コアのインフレ率についても暫くは伸び悩むだろうと予想します。6月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で示された参加者の見通しにおいても、2022年までの中心的な物価見通しは、前回（昨年12月）に比べて引き下げられています。

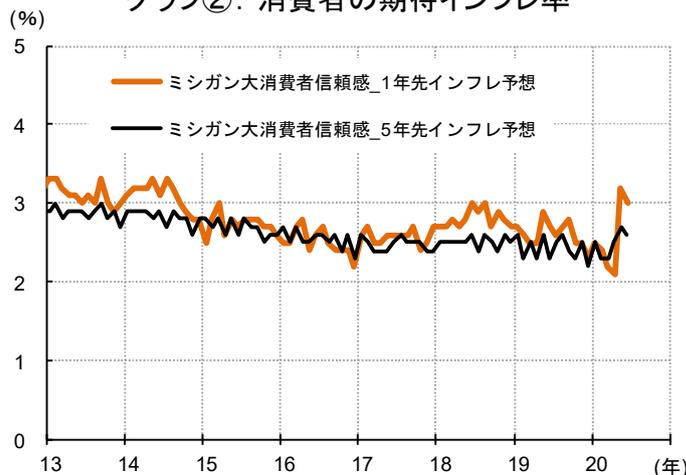
しかし、今回のレポートは敢えて、新型コロナウイルスの感染拡大を契機にインフレが発生し得ないのか、というリスクシナリオに焦点を当てて考えてみたいと思います。ちなみに、米国のミシガン大学消費者信頼感指数では1年先のインフレ予想が、5月から上振れており、やはり注意が必要かもしれません（グラフ②）。

グラフ①：米国の消費者物価指数(CPI) (前年比)



期間：2013年1月～2020年5月 月次データ

グラフ②：消費者の期待インフレ率



期間：2013年1月～2020年6月 月次データ

<次頁へ続く>

出所：グラフ①、②ともにBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

インフレリスクを懸念する理由は4つあります。

①供給の制約……日本でも「三密」を回避するということが盛んに求められていますし、海外でも他人との物理的距離を設けるように促されています。その結果、レストランや映画館、イベント会場では入場の制限がなされることもあります。こうした供給の制約は物価の上昇に寄与する可能性があります。航空機での移動に関しても、従前と比べて搭乗者数が抑えられるため、運賃を引き上げなければ採算が取れないという話も聞かれています。

②需要の創出……新型コロナウイルスの感染拡大が、これまでの生活様式を変えることで、新たに需要が発生し、物価を押し上げるというものです。典型的な例が一時期のマスク価格高騰です。これまでは疾病感染防止のためにマスクを着用するという人は限られていたでしょうが、新型コロナウイルスの感染広がりを受けて、感染防止目的での需要が大きく拡大しました。その結果、高値で転売されるなど社会的な問題にも発展しました。今後も生活様式の変化により、需要が伸びる製品に関しては、一時的であれ物価上昇圧力に繋がらないか注意が必要だと思われれます。

③人件費上昇……日本でも配達サービスなどでは、新型コロナウイルス感染拡大前から、人手不足を背景に値上げが行われてきました。今後も同様の状況が続く可能性があります。このほか、コロナ禍でも事業を継続するために、従業員の出社が必要であった国内外のスーパーなどでは、手当などで報酬を上乗せしたという事例も報道されています。

④サプライチェーンの変化……これまで、グローバルなサプライチェーンを用いた生産体制が物価下落圧力になると指摘されてきました。しかし、今回の新型コロナウイルスの問題を受けて、こうした生産体制が変質するのではないかとされています。その結果、物価下落圧力が弱まる可能性があるのではないかと考えます。これまで、各企業はグローバルな物流網を用いて、比較的、生産コスト（例えば人件費など）の低い生産拠点を生産をしてきました。複雑な部品に関しては別の地域で行うなどし、一つの製品を作るには、世界の様々な生産拠点で作られた部品をもとに組み立てられることも少なくなかったでしょう。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、検疫体制が強化され、物流網に支障が発生するという事態も見られました。加えて、予てからの米中対立も続いており、一部企業は改めて、サプライチェーンの再構築を検討しているようです。こうした再構築の動きが広がれば、生産コストが増加することもあるでしょう。また上述のとおり、物流コスト上昇の可能性もあるなか、グローバルなサプライチェーンを用いた生産体制は変化を迎えるかもしれません。生産コスト増加については注意しておくべきでしょう。

日銀もFRB（米連邦準備制度理事会）も、当面はインフレが発生するとはみていないようです。こうしたなかで大規模な金融緩和を続けています。私も基本的には、当面、インフレが発生する可能性は低いと考えています。しかし、上記のような観点から、インフレリスクに関しても、注意を払っておく必要があると考えます。