

ロベコ・インフレ集中討議 ピークの水準より 方向性に注目すべきか

Sustainable Investing Expertise by
ROBECOSAM

- サプライチェーンのボトルネック解消の動きは一時的に停滞
- ユーロ圏では賃金急上昇のリスクは比較的小さいものの、上昇圧力は蓄積されつつある
- エネルギー移行: 「気候フレージョン (climateflation)」から「グリーン・フレージョン (greenflation)」や「化石フレージョン (fossilflation)」への移行

パンデミック危機が始まって以来、インフレに関する議論が白熱しています。供給ショック、非常に刺激的な財政金融政策、深刻な地政学動向などの要因が重なる結果、インフレは歴史的に極めて異例な経過をたどっています。インフレに影響する短期的、長期的なトレンドについて理解を深めるために、ロベコでは 2 回目となる「年次インフレ集中討議 (Robeco Annual Inflation Day)」を開催しました。

そこでの議論において、以下の 4 つのトピックに注目しました。

1. サプライチェーンの混乱
2. 賃金とインフレの相互関係
3. グローバリゼーションと脱グローバリゼーション
4. エネルギー移行に起因するインフレ上昇圧力

Article
機関投資家向け
2022 年 6 月

ロベコ・グローバル債券マクロ・ストラテジスト
Rikkert Scholten
Martin van Vliet
Bob Stoutjesdijk



これらのトピックを掘り下げて検討するため、外部から有識者¹をお招きしました。

本レポートでは、主な結論を要約します。総合インフレ率は、米国では既にピークに達した可能性があるものの、ユーロ圏と英国では必ずしもそうとは言えないというのが、全体的な結論になります。さらに、ピークからの低下ペースは緩慢なものとなり、当初は高原状態のように見える可能性があることから、残存するインフレ期待や賃金の押し上げ圧力に関する中央銀行の懸念は解消されないでしょう。このことはまた、インフレに関する不確実性、とりわけ着地点に関する不確実性が、この先数四半期においても払拭されない可能性が高いことを示唆しています。

インフレ上昇に伴い不確実性が高まる局面において、債券市場とどのように向き合うべきか、という問題についてのロベコの見解にご興味をお持ちの方には、直近のセントラル・バンク・ウォッチャー²をお読み頂くか、最近公開したポッドキャスト³をお聞きになることをお勧めします。6月中旬には、最新のグローバル債券マクロ・アウトLOOKを公表して、デュレーション、為替、債券のアセットアロケーションに関するロベコの意思決定に、インフレと中央銀行の政策がどのように影響するかについて、概要を提示する予定です。

サプライチェーンの混乱とインフレの動向

最近2年間にわたって、パンデミックに起因するグローバル・サプライチェーンの混乱は、製品価格を中心に物価を押し上げる要因となってきました。2021年10月に最悪期を脱したものの、2022年3月以降はボトルネックの解消が進んでいないことが、今回の議論を通じて確認されました。主な要因としては、中国においてロックダウン措置の影響により半導体の生産が減少していることと(3月は前年同月比12%の減少)、欧州においてウクライナ情勢に起因するワイヤー・ハーネス不足の影響が自動車生産に及んでいることが挙げられます。ウクライナにおける軍事衝突と対ロシアの制裁によって、肥料や穀物などの必要不可欠な投入物の供給が抑制される結果、世界的な食品価格の高騰が加速する公算が大きいようです。

一方、港湾における混雑状況は引き続き改善しています。2021年6月から10月にかけて、ロサンゼルスやロング・ビーチなどの港では船舶が長い列を成していましたが、現在、状況は概ね正常化しています。空いているコンテナを撤去してスペースを作る、週末勤務に対して金銭的なインセンティブを付与する、船舶が出港する際の待ち行列の位置を決定するなどの実践的な措置が、混雑の緩和に寄与しています。もう一点、中国では、ロックダウン措置に伴う制約が輸出品の輸送に与える影響が、これまでのところ限定的であることに注目すべきでしょう。上海港からの出港数が減少する一方で、その他の港が補完的な役割を果たしています。とは言え、アジアの製品に対する需要と、アジア域外で生産された製品に対する(中国を含む)アジアからの需要の間には、引き続き顕著な不均衡が見受けられます。この不均衡がアジア地域におけるコンテナ不足の背景にあり、コンテナ運賃が高止まりする要因となっています。

「総合インフレ率は、米国では既にピークに達した可能性があるものの、ユーロ圏と英国では必ずしもそうとは言えません」

また、新車および中古車の価格、レンタカー料金、自動車保険料の上昇からもうかがえるように、自動車価格もインフレ上昇の重要な要因となっています。したがって、解消されない阻害要因に苦しむ欧州のメーカーとは一

¹ インフレ集中討議において見解を共有して頂いた Arend Kapteyn (UBS)、Greg Fusezi (JP Morgan)、Yulia Zhestkova および Daan Struyven (Goldman Sachs) に対して感謝いたします(敬称略)。

² <https://www.robeco.com/en/insights/central-bank-watcher.html>

³ <https://www.robeco.com/en/insights/2022/06/podcast-whats-with-inflation.html>

線を描く形で、米国において自動車の生産計画が足元で再び拡大傾向にあり、コロナ前の水準を回復していることは、前向きな動きと言えます。

多くの製品の生産において、半導体不足が重大なボトルネックとなっています。不足する状況は解消されていませんが、半導体の生産は加速しつつあり、足元では、コロナ前の成長トレンドから想定される水準を 19%上回っています。半導体関連の投資は継続し、設備投資はパンデミック危機が始まって以来 55%増加しています。このため、2023 年までには、コンピュータ・チップが過剰供給状態に転じる可能性もあります。

賃金とインフレの相互関係

米国では賃金の伸び率(約 4.7%)がユーロ圏(約 2%)を上回っています。パンデミック危機の発生当初における企業活動停止に関する政策対応の違いが、欧米間格差の一因と考えられます。米国では所得支援に重点が置かれたのに対して、欧州では雇用維持を目的とする政策が立案されました。また、米国では約 2,200 万人の労働者が解雇された後に再雇用されたのに対して、一時帰休スキームが存在する欧州では、失職者は比較的少数にとどまりました。在職時よりも新規雇用時の方が賃上げを獲得しやすいため、労働力不足が進む米国では、再雇用の過程において賃金が上昇する結果となりました。その意味において、労働市場における離職率の水準は、各国間における賃金上昇率の差を少なくとも部分的には説明すると言えます。米国と英国(Brexit も一因)においては、早期退職の傾向や長引くパンデミックの影響(非正規雇用が選好される傾向など)に関連して、労働力の供給が低調であったことにも留意が必要です。

賃金と物価がスパイラル的に上昇するリスクがどの程度大きいのか、現時点で判断することは困難ですが、ユーロ圏よりも米国の方がより大きなリスクにさらされているとロベコでは考えています。ユーロ圏には賃金の伸び率、インフレ率が比較的低調だった長い歴史があり、この先、賃上げ要求の拡大ペースが抑制される可能性があります。賃金交渉の状況を見る限り、ユーロ圏では賃金の伸び率が過去 20 年間のレンジにとどまる公算が大きいようです。これに対して米英の状況はいくぶん異なり、この 10 年間、インフレ率と賃金の伸び率はより大きく変動しています。もっとも、ユーロ圏においても、総合インフレ率の上昇はインフレ期待(消費者のインフレ期待を含む)の上昇につながるようになっていきます。このため、インフレ期待の上昇が持続的な賃金上昇につながるリスクを、無視するべきではありません。ECB のタカ派理事は、このリスクに対する認識を深めているように思われます。

グローバリゼーションおよび脱グローバリゼーションとインフレの関係

ここ数十年間にわたって、バリューチェーンのグローバリゼーションと中国の世界経済へ統合は、製品価格のインフレを抑制する役割を果たしてきました。グローバリゼーションの流れの鈍化を意味する「スローバリゼーション(slowbalization)」や、より仮説に近い話として脱グローバリゼーションというシナリオは、将来的にインフレの水準がいくぶん上昇するという見通しの根拠になりえます。パンデミック危機の下で、幅広い製品のグローバル・サプライチェーンに内在する多くの脆弱性と重要な相互依存性が浮き彫りにされたことは事実であり、2020 年以降、生産の国内回帰が急速に進展すると多くの識者が予想してきました。しかしながら、これまでのところ、脱グローバリゼーションが幅広く進展する兆候は皆無に等しいように思われます。一例を挙げると、2018 年以降、米国製製品の消費に占める中国の市場シェアが低下する一方で、賃金水準が絶対的にあるいは相対的に低い国々(ベトナムなど)が中国のシェアを奪う構図が確認されています。実際のところ、世界の貿易量は高い水準で推移しています。

また、グローバリゼーションがインフレを抑制する効果が既に弱まっていたことも、重要なポイントになります。推計によると、その効果は 1998 年から 2008 年にかけては年率-0.5 ポイント程度でしたが、2009 年から 2019 年にかけては同-0.25 ポイント程度に低下しています。最後に、サプライチェーンの混乱に対応するソリューションと

して、リショアリング(生産の国内回帰)を選択する動きを裏付けるデータはほとんど存在していません。在庫の積み増しやサプライチェーンの多様化などの戦略の方が、選好されているようです。

エネルギー移行とインフレの関係

温室効果ガスの排出量ネットゼロ達成を目的とするエネルギー移行の動きによって、全般に物価がどの程度押し上げられるのかを考える場合、3つのショックを区別することが有益であると、ECBのシュナーベル専務理事は主張しています。3つのショックとは、気候変動に伴うコストの増加(深刻な気象現象に起因する食品価格の上昇など)を意味する「気候フレーション(climateflation)」、グリーン・テクノロジーにおいて用いられるコモディティの価格上昇などに起因するインフレを意味する「グリーン・フレーション(greenflation)」、化石エネルギー源への依存に伴うレガシー・コストを意味する「化石フレーション(fossilflation)」を指します。

3つ目のショックに関連して、この5年間における化石エネルギーからの脱却の取り組みと比較した場合、グリーン・エネルギー向けの設備投資を積み増す動きは過度に遅いと主張する声も聞かれました。EUは現在、再生可能エネルギー向け投資パッケージとして、2022~30年に2,000億ユーロの予算を割り当てる案を検討していますが、グリーン・エネルギー向けの設備投資がさらに遅れることになれば、エネルギー移行に関連するインフレの押し上げ要因の1つになりかねません。

化石燃料に対する需要からグリーン・エネルギーに対する需要への移行を促進する上で、炭素税の導入は比較的効率の良い方法になりえます。今回の議論では、効果的な炭素税の導入によって、少なくとも3年以上の期間において、米国のインフレ率は年0.25%程度、ドイツのインフレ率は年0.1%程度、それぞれ押し上げられる見通しが指摘されました。エネルギー移行の実現を図る上で、排出量に対する上限設定や再生可能エネルギー源の最低比率の導入は、それほど効果的な方法ではなく、むしろインフレに与える影響が大きいと考えられます。また、移行プロセスを実行する優秀な人材が不足する結果、賃金と物価がスパイラル的に上昇する可能性も、エネルギー移行に関連するインフレの押し上げ要因に含まれます。

重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (以下“ロベコ”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

| |
|--|
| 商号等： ロベコ・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 2780 号 加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 |
|--|