

マーケットの視点

「インフレ」

物価上昇一巡後は株高か インフレと資産価格の関係

- 1 インフレ上振れが一時的でないとしたら
- 2 過去のインフレ局面のパフォーマンスはまちまち
- 3 インフレピークアウト後は株高傾向

1 インフレ上振れが一時的でないとしたら

- 米国を中心にインフレ率が加速しています。米国の6月の消費者物価指数（CPI）は前年比+5.4%と2008年以来の高い伸びとなりました。前年に新型コロナウイルスの感染拡大を受けて物価が一時的に低下した反動はあるものの、前月比で見てもここ最近では上昇率が高まっています。
- 米国のインフレ率の上昇要因として、経済の急激な再開を受けて半導体をはじめとした部品不足が発生していることや、原材料価格が高騰していることが挙げられます。
- ただ、こうした要因は時間とともに解消に向かいます。我々は目先のインフレ率の上振れは一時的で、物価上昇率は今後徐々に鈍化していくと考えています。
- 一方、リスクシナリオとしてインフレ率が高止まりする可能性も排除は出来ません。理由として、コロナによる構造変化、米中対立、ESG機運の高まりが挙げられます。
- 労働供給の面では、コロナによる構造変化によって労働者のスキルにミスマッチが生じ、恒久的に復職できない労働者が増えることや、感染を恐れて高齢の労働者が復帰しないケースが考えられます。こうした中では労働供給は構造的に減少したままのため、労働需給の逼迫から賃金が上昇し、サービス価格は上昇を余儀なくされます。
- また、コロナによる構造変化はモノの需要にも影響します。直近の米国のCPIは自動車価格の上昇によって押し上げられていますが、コロナによる公共交通機関を避ける動きが長期化し、自家用車の需要が構造的に高まる際には、自動車価格には上昇圧力がかけられます。

【米消費者物価指数】



(注) データは2010年1月～2021年6月。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【米消費者物価指数（中古車）】



(注) データは2016年1月～2021年6月。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■ 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■ 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■ 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■ 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■ 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。■ 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■ 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

- 米中対立の先鋭化もインフレ上昇要因です。これまで、中国は世界の工場として製造業の拠点となってきましたが、米国との対立によって特に半導体技術の拠点としての魅力が低下しています。こうした動きが他の部品にも拡大すると、製造コストの増加からインフレ圧力が生じます。
- 最後はESG機運の高まりです。国際エネルギー機関（IEA）は、2050年のカーボンニュートラル（二酸化炭素ネット排出量ゼロ）を実現するため、今後の石炭及び石油・ガスの新規開発停止を含む行程表を発表しました。強制力を伴うものではないものの、今後の化石燃料への投資が世界的に難しくなることを強く示唆する内容でした。需要が一定程度残る中で新規開発投資が控えられると、供給不足となってエネルギー価格が高止まりすることが考えられます。
- こうしたことから、リスクシナリオとしてのインフレ局面長期化に備えるのも一考に値します。

2 過去のインフレ局面のパフォーマンスはまちまち

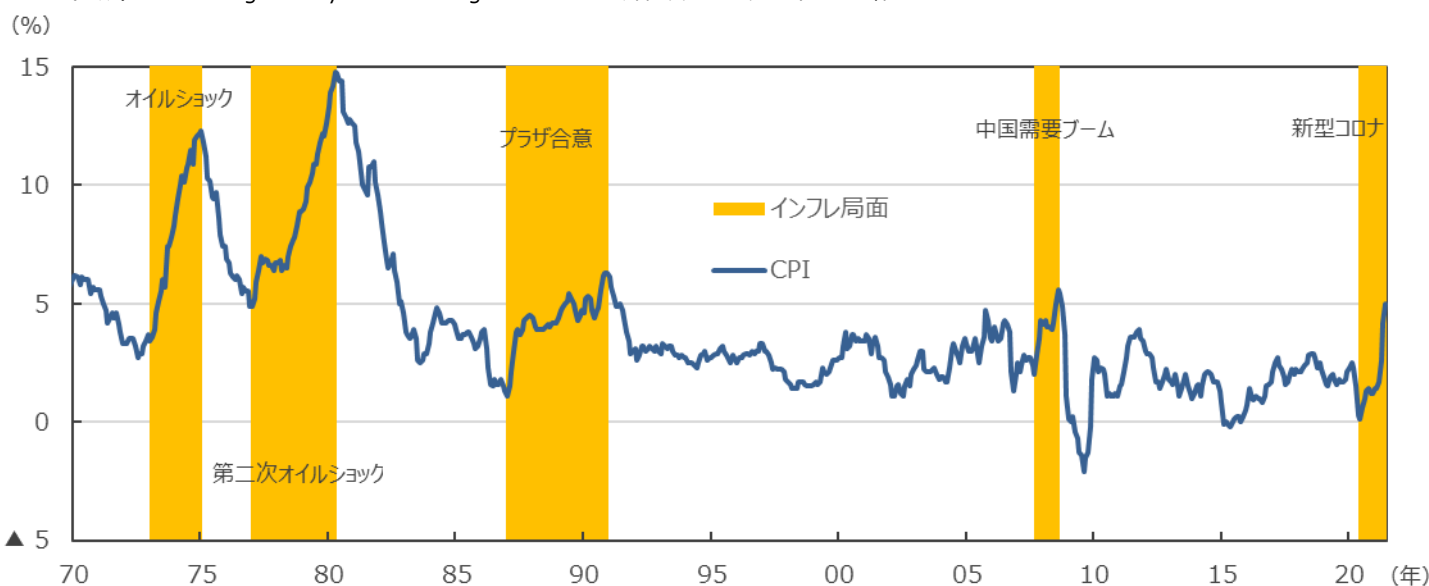
- 過去のインフレ局面で資産価格はどのように変化したのでしょうか。1970年以降で、米国のインフレ上昇率が前年比で5%を超えた局面は、新型コロナウイルスの影響を受けた今回を含め、オイルショック、第二次オイルショック、プラザ合意、中国需要ブームの合計5回あります。
- 米国の主要資産のパフォーマンスを見ると幾つかの点が指摘できます。第1に、金がどの局面においても総じてインフレ上昇率を上回る高いリターンとなりました。第2に、株式は大幅なマイナスとなる場面もある反面、高いリターンを生み出す局面もありました。第3に、債券は一般的なイメージと異なり必ずしも下落するわけではありませんでした。金の高いパフォーマンスには及ばないものの、株式のような大幅なマイナスに陥る局面もありませんでした。

【過去のインフレ局面と資産別パフォーマンス】

| 年/月 | 月数 | 局面 | CPI | 株式 | リート | 国債 | 物価連動国債 | 投資適格社債 | ハイイールド社債 | 金 |
|-------------|----|------------|------|-------|-------|------|--------|--------|----------|-------|
| 72/12-74/12 | 24 | オイルショック | 22.1 | ▲39.4 | - | 10.8 | - | ▲4.4 | - | 196.1 |
| 76/12-80/3 | 39 | 第二次オイルショック | 37.2 | 6.8 | - | 4.7 | - | ▲11.0 | - | 267.7 |
| 86/12-90/11 | 47 | プラザ合意 | 20.7 | 50.7 | - | 33.4 | - | 34.9 | 7.1 | ▲1.0 |
| 07/8-08/7 | 11 | 中国需要ブーム | 5.5 | ▲11.8 | ▲10.1 | 7.3 | 11.0 | 1.1 | ▲1.4 | 35.8 |
| 20/5-21/5 | 13 | 新型コロナ | 4.9 | 41.8 | 38.3 | ▲3.7 | 7.1 | 3.6 | 15.0 | 10.2 |

(注) インフレ上昇率のボトムからピークを打つまでの期間。パフォーマンスはそれぞれの期間での変化率(%)。株式はMSCI米国指数。リートはS&P米国リート指数。国債、物価連動国債、投資適格社債、ハイイールド社債はBloomberg Barclaysの米国の各指数。トータルリターン。

(出所) Bloomberg Barclays, Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



(注) データは1970年1月から2021年5月。(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

| イベント | 概要 |
|------------|---|
| オイルショック | 73年に勃発した第4次中東戦争を契機に原油価格が高騰。 |
| 第二次オイルショック | 79年にイランで革命が発生。イランでの石油生産の中断とOPECによる原油価格の度重なる引き上げ。 |
| プラザ合意 | 85年の米国、日本、旧西ドイツ、英国、フランスによる通貨合意。貿易不均衡とドル高是正のための協調介入、日本・旧西ドイツの内需拡大が合意され、ドル安が進行。 |
| 中国需要ブーム | 中国経済の高成長が持続。世界的な食料、原油価格の上昇へと波及。 |
| 新型コロナ | 新型コロナウイルスのパンデミックで大きな打撃を受けた分野の経済活動再開。 |

3 インフレーション後は株高傾向

- 次に、インフレ率が5%を超えてからピークアウトした後の1年間のパフォーマンスを見てみます。
- インフレが落ち着くとおおむね株高傾向になったと言えます。また、債券のパフォーマンスもおおむね良好と言えます。不調なのは金で、インフレ率がピークアウトするとパフォーマンスが他の資産に劣後するケースが多くなっています。

【インフレーション後（1年）の資産別パフォーマンス】

| 年/月 | CPI | 株式 | リート | 国債 | 物価連動国債 | 投資適格社債 | ハイイールド社債 | 金 |
|-------------|------|-------|-------|------|--------|--------|----------|-------|
| 75/1-75/12 | 7.1 | 35.8 | - | 8.1 | - | 16.7 | - | ▲23.7 |
| 80/4-81/3 | 10.6 | 38.1 | - | 13.1 | - | 13.2 | - | 3.9 |
| 90/12-91/11 | 3.1 | 21.1 | 26.8 | 13.2 | - | 16.4 | 44.9 | ▲4.8 |
| 08/8-09/7 | ▲2.0 | ▲20.1 | ▲39.8 | 6.5 | ▲0.5 | 9.1 | 4.9 | 4.4 |

(注) パフォーマンスはそれぞれの期間での変化率(%)。株式はMSCI米国指数。リートはS&P米国リート指数。

国債、物価連動国債、投資適格社債、ハイイールド社債はBloomberg Barclaysの米国の各指数。トータルリターン。

(出所) Bloomberg Barclays、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- インフレの後退は、金融引き締めや緩和の長期化につながるため、金融資産全体が買いとなり、特にそれまで下がっていた資産が買い戻されるケースが散見されます。
- 我々のメインシナリオとしてはインフレは一時的と見ています。また、インフレ要因が指摘される一方で、根強いインフレ抑制要因も残っており、大幅なインフレの進行は予想していません。こうしたことから、インフレ率は遠からずピークアウトに向かうと考えています。

| | インフレ要因 | デフレ要因 |
|-----|---|---------------------------------------|
| 政策面 | 大規模景気対策による財政赤字拡大 大規模金融緩和による過剰流動性 ESG推進（エネルギーコストの増加） | 今後の増税 今後の金融緩和縮小 DX推進（生産性向上、省力化） |
| 供給面 | サプライチェーン再構築の遅れ 原材料価格の高騰 | Eコマースの普及 |
| 需要面 | これまで抑えられていた需要の拡大 | 先進国における高齢化、人口減少 |
| 構造面 | グローバル化の停滞 | 新興国への製造業移転の継続 |

- インフレのピークアウト後に株高が進みやすい傾向にあることなども踏まえ、株式をはじめとしたリスク資産の緩やかな上昇継続を今後も予想します。
- ただし、リーマンショックに伴う金融危機と景気後退があった2008年から2009年にかけては株安が大きく進んでいます。物価もさることながら景気動向も重要で、インフレのピークアウト後は景気の動向にも着目する必要があります。

ここも
チェック!

2021年7月9日 主要な資産の利回り比較（2021年6月）
2021年7月6日「長生きに備える」ポートフォリオ戦略

■ 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■ 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■ 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■ 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■ 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。■ 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■ 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。