



インフレとデスインフレのリスクが並存する米国経済

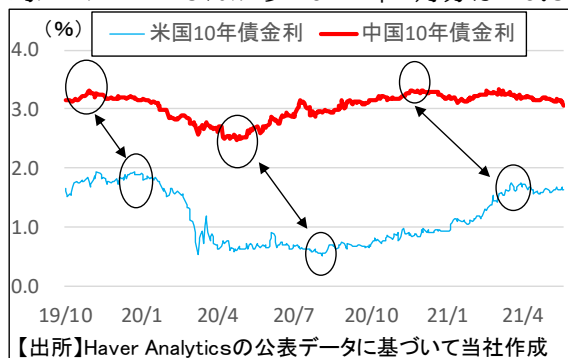
運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

米国でインフレの高進が懸念されている。材木不足が住宅価格高騰の要因になり、人手不足が深刻化し始めたことから、一部では景気回復に混乱的(messy or chaotic)という形容詞が使われることが増えている。

ただこの状況は、コロナ禍から経済が正常化する過程で生じる一時的な混乱とみて良いだろう。コロナ禍が猛威を振るい外出制限による巣籠もり生活の間に、米国政府は巨額の給付金をばら撒いた。結果的にお金の向かう先は、住宅、家具、家電、IT 関連商品の4分野に集中した。しかも、供給サイドもコロナ禍で生産が制約される中で世界中から輸入したため、用船、銅、半導体、木材、住宅の価格が高騰した。但し、注意が必要なのは、木材や半導体価格の上昇は相対価格の上昇であることだ。価格上昇でこれらに購買力を奪われれば、外食や旅行など他に回す購買力は減る。当然、そちらの価格は低下する。このメカニズムが生きている限り、ごく短期を除くと、相対価格の変化が一般価格水準(general price level)に与える影響は大きなものには成り得ない。そして、今後は全く逆が想定される。ワクチン接種が進んで外出制限が緩和されると、今度は需要が巣籠り期間中に急減した分野にシフトする。特に今年の夏は、予約状況からして旅行が一大ブームになる可能性が高い。となれば、今度は航空輸送、ホテル宿泊、レンタカーの需給がひっ迫して価格が上昇するだろう。需要がシフトすれば、巣籠り期間中に消費が集中した家具、家電、IT 関連商品への需要が減退して価格は沈静化するはずだ。こうした相対価格の高騰と急落が次々発生する事態は、経済がコロナ禍から正常化する過程で発生する避けがたい調整の一環と見てよいだろう。

問題はこの調整がスムーズか混乱的(messy or chaotic)かである。米国経済に内在する市場が価格と数量を調整する柔構造のメカニズムは頑健だ。5月に発表された小売売上高や住宅着工では、需要の減退は既に表面化した。コロナ禍対応で1月に創設された失業者への付加給付金は、労働供給を妨げる主因になっているとして、7月から労働供給増を後押しする「就職祝い金」へと順次変わる。ウーバーやエアビーは奇手ともいえる供給強化策を始めた。

FRB 筋が示すインフレが一時的という見立てについて、もし外れるとすると、相対物価の高騰が一般物価水準に直結する場合で、その原因としては賃金インフレが考えられる。しかし、雇用統計の平均時給(前年比)がそれまで基調的だった+4~5%から2021年4月分は+0.3%と急低下しており、可能性としては大きなものではない。



戦後の世界経済の先導役は一貫して米国だった。他の国は米国の景気循環を後から追いかけた。しかし、2000年以降は中国の存在感が大きくなった。そしてコロナ禍以降は全てにおいて中国が先行した。その様子が良く見て取れるのが左図の長期金利だ。コロナ禍の拡大、コロナ禍の抑制、経済正常化、そして米国は今後の課題となる景気対策の打ち切り、全て中国が先で米国は後から追いかけた。そして今、中国で表面化し始めたのは、不動産バブル抑制策の導入、債務過多企業の破綻処理、金融機関の不良債権の増加などだ。これらはデスインフレあるいはデフレ要因だ。

振り返って考えれば、2019年末時点で2020年の米国経済の最大の課題は日本化の阻止と目されていた。具体的には、潜在成長率の低下、自然利子率の低下、金融政策の有効性の低下、財政政策の有効性の低下、財政赤字の膨張、そしてデスインフレあるいはデフレ、これら日本経済を特徴づける構造問題の阻止だった。サマーズ元財務長官などは日本化と呼ばずに「長期停滞論」と呼んだが、中身は同じだ。コロナ禍からの回復の過程での一時的なインフレを経て、結局は来年以降に元の日本化阻止の課題に戻るシナリオも想定しておくのが得策だろう。

以上

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。