

アナリストの眼

米国のインフレ期待上昇は本物か

【ポイント】

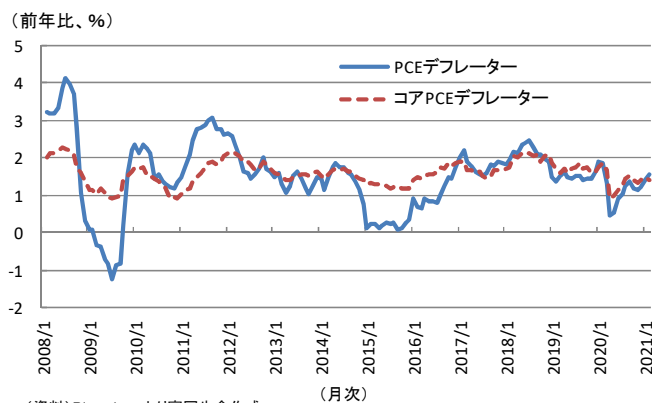
1. 米国のインフレ率は長らく低迷していたが、昨年末以降、インフレ期待の指標として一般的なブレイクイーブンインフレ率（BEI）は大きく上昇している。
2. FRBの債券購入プログラムに伴う、インフレ連動国債（TIPS）市場の需給不均衡がBEI上昇に大きく寄与しているものの、基調的な期待インフレ率も上昇傾向にある。
3. コロナ禍に伴う経済構造の変化や巨額の財政支出が、基調的な物価上昇をもたらすのか注目される。

1. 上昇する米国のインフレ期待

FRB（米連邦準備理事会）は、昨年8月に政策枠組みを変更し、インフレ率が一時的に2%を超えることを容認し、長期的に平均2%のインフレ率を目指す「FAIT（柔軟な平均インフレ率目標）」を導入した。過去には、インフレ率の指標となるPCE（個人消費支出）デフレーター及び基調的なインフレ率として重視するコアPCEデフレーターが2%を下回る状況下でFRBが利上げに踏み切ったことがあったが、この政策変更により従来と比べ利上げのハードルは高まった。米国をはじめとする先進国経済は、原油価格の長期的な低迷に加え、コロナ禍前から労働力と生産性の長期にわたる伸び悩みに伴う構造的なデシインフレ圧力を受けている。実際に、2008年のリーマン・ショック以降、これらのインフレ指標が安定的に2%を超えて推移した局面はなく（図表1）、平均2%のインフレ率の達成は容易ではないと考えられる。

一方、市場が織り込むインフレ期待の指標として最も一般的なブレイクイーブンインフレ率（BEI）は、大きく上昇している。米国10年名目利付国債とインフレ連動国債（TIPS）の利回り差であるBEIは、新型コロナウイルスの影響が主要国へ拡大する以前は1.7%前後で推移していたが、欧米諸国での感染拡大を受けた金融市場でのリスクオフの中、2020年3月には一時0.5%台へ急低下した。その後は、ワク

図表1. 米国PCEデフレターの推移



図表2. 米国10年ブレイクイーブンインフレ率の推移



チン開発の進展に伴う経済再開への期待から上昇に転じ夏場にはコロナ禍以前の水準を回復、12月以降上昇ペースは一段と加速し、今年4月末には2013年4月以来となる2.4%台まで上昇した（図表2）。

BEI 上昇の背景として、主要国におけるワクチン普及の進展と景気回復期待、原油など資源価格の上昇、昨年11月の米国大統領選挙で勝利したバイデン政権による大規模なインフラ投資計画など、いくつかの要因が考えられる。数字上は、今後10年にわたり平均2.4%以上のインフレ率を織り込んでいるが、FRBはこれらの要因の物価への影響は一時的との説明を繰り返している。

BEI の水準はオーバーシュートにも見えるが、巻き戻されない理由は BEI の構造によって説明できる。BEI は「期待インフレ率」と「インフレリスクプレミアム」の2つに分解され、前者はマクロ経済的要因による投資家の物価見通しを反映する。後者については、投資家のリスク認識やリスク許容度に加え、市場流動性や名目債とインフレ連動債の需給不均衡にも左右されるが、このうち需給の歪みが最近の BEI 上昇に大きな影響を及ぼしていると考えられる。

2. FRBによって歪められる TIPS 市場

新型コロナウイルスに対応した政府の大規模な財政支出のファイナンスとして、米国財務省は国債発行額を大幅に増額した。2020年の利付国債の発行額は前年比で約3割増加し3兆190億ドルに達した。これに対し、TIPSは2%増加の1,550億ドルと小幅な増額にとどまった。

一方で、FRBは量的緩和政策に伴う債券購入プログラムにより、足もとでは米国債800億ドル、住宅ローン担保証券400億ドル相当を毎月買い入れている。国債のうち、利付債を2020年に約2兆ドル購入しており、年間発行額の66%をFRBが吸収した。TIPS市場におけるFRBの影響は更に大きく、買入れ額は1,781億ドルと、年間発行額を15%も上回った。FRB購入分を考慮したTIPSの2020年のネット供給額はマイナスとなり、需給の締りが「インフレリスクプレミアム」の上昇を通じ、足もとのBEI上昇に寄与していると推測される。

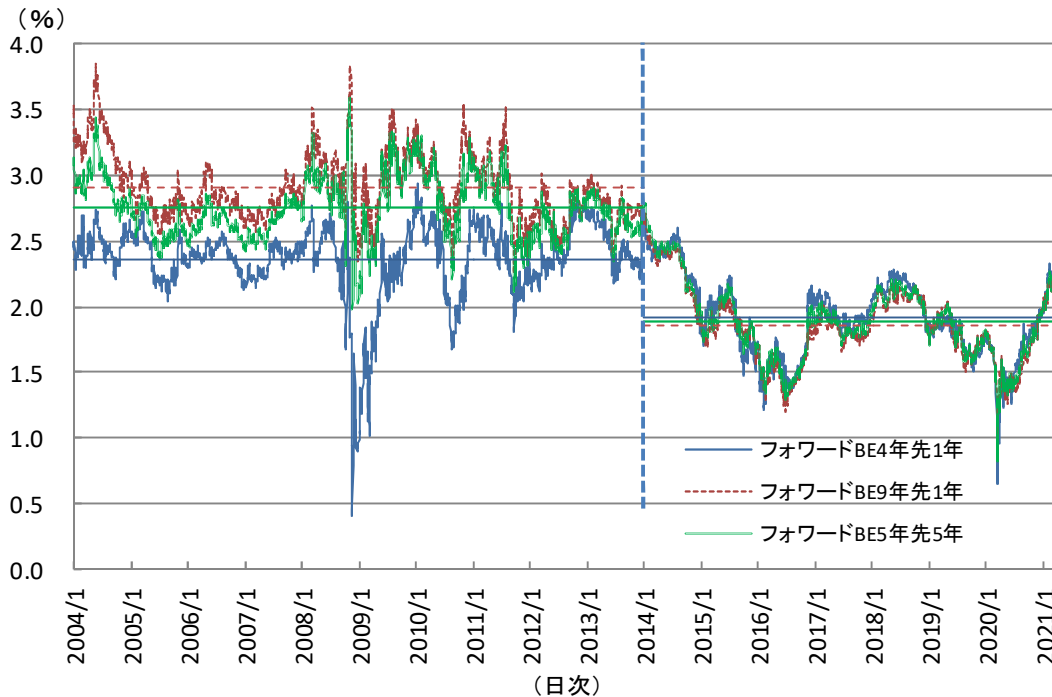
現存する米国債残高に占めるTIPSの比率は約9%と、この1年余りで1%程度低下した。今後も現行のペースが続けば更に低下する見込みであることから、5月にもFRBは毎月の国債購入においてTIPSを減額すると予想されるものの、BEIの大幅な水準調整をもたらす程のインパクトは無いと考えられ、量的緩和政策が継続する限りBEIは高止まりするだろう。

3. 需給要因だけでは説明できない期待インフレ率の上昇

TIPSの需給不均衡に伴う「インフレリスクプレミアム」上昇がBEIを押し上げていると分析したが、BEIのもう一つの構成要素である「期待インフレ率」がここ数年のトレンドを上抜けし、新たなフェーズに入った可能性も否定できない。

図表3は、米国のフォワードブレイクオープンインフレ率（フォワードBEI）の推移を示しており、4年後にスタートする期間1年間、同様に9年先1年、5年先5年のインフレ率見通しを反映している。TIPSが参照する消費者物価指数は、季節調整前のベースであることや、パンデミックによる一時的な指数の歪みの影響を受けるが、フォワードBEI（特に5年先5年）はこれらの一時的要因を排除した基調的な期待インフレ率の指標として、FRB等の主要中央銀行が注目する。

図表 3. 米国フォワードブレイクイーブンインフレ率の推移



(資料)FRBより富国生命作成

この図表 3 から、2014 年を境に水準が大きく下方シフトしたことに加え、期間ごとの乖離幅が縮小し期待インフレ率が収斂していることが確認できる。FRB のフォワードガイダンスの明確化など、市場とのコミュニケーションの改善や、構造的ディスインフレ圧力、原油価格の長期低迷などが反映されていると考えられる。

注目すべきは年初以降にみられるフォワード BEI の急上昇で、この数年のトレンドを明確に上抜けている。経済状況による一時的要因に左右されない基調的な期待インフレ率が、大規模な財政支出などへの政策期待を背景に高まっていると解釈できる。

4. 今回のインフレは本物か

FAIT を導入した経緯を踏まえれば、FRB はインフレ期待の高まりを歓迎し、コア PCE デフレーターなど物価指標のオーバーシュートはある程度は容認すると考えられることから、BEI などインフレ期待を示す指標は今後も高止まりすると予想される。

主要国の債券市場では、本格的にインフレがテーマとなった相場を長らく経験しておらず、実際に主要中央銀行が目安とする 2% を超えるインフレ率は定着しなかった。コロナ禍で加速したリモートワーク・オンラインサービス等の普及に伴う経済構造の変化や、米国政府によるインフラ投資を含む巨額の財政支出が、リーマン・ショック以降のディスインフレ圧力を緩和し、基調的な物価上昇をもたらすのであろうか。

この先数年間、債券市場ではインフレが「持続的なものか」が最も重要なテーマとなるだろう。

(資金債券グループ 八郷 大輔)