

インフレに関する考察

2008 年の金融危機の際、メディアは「ハイパーインフレだ！」と騒ぎ立てていました。しかし弊社はこの主張に一貫して反論し、「インフレは加速しない」と主張してきました。確かに、当時ベン・バーナンキ議長が導入した量的緩和（QE）とゼロ金利政策は、連銀のバランス・シートを大きく拡大させ、銀行の預金や準備金を急増させました。連銀は貨幣を刷って、国債や住宅ローン債権などの資産を購入していたのです。

では、なぜ 2008 年から 2015 年にかけての QE でインフレが起きなかったのでしょうか？その理由は、時価会計（マーク・トゥー・マーケット）が、連銀や財務省（TARP を覚えていますか？）の資本注入よりも速いペースで資本を毀損していたからです。同時に、規制当局は銀行に対して自己資本比率および流動性比率を大幅に引き上げさせました。その結果、通貨供給量（M2）は危機期間中に年平均 6% のペースで伸び、危機前とほぼ同じ成長率でした。

この状況が COVID の際に一変します。連銀は流動性規制を緩和し、財務省は銀行を活用して、税還付金の直接支給、PPP ローン（Paycheck Protection Program, 給与保護プログラム）、失業給付金の配布などを実施しました。これにより M2 は急増しました。これは弊社にとって非常に予測しやすいものでした。M2 が急増すれば、インフレも上昇します。その結果、消費者物価指数（CPI）は 2022 年半ばに 9.0% まで上昇し、約 40 年ぶりの高水準となりました。

しかし、M2 の急増は 2022 年に終了しました。現在、M2 は 2022 年のピークからわずか 0.5% 上回る程度で、直近 1 年間で 4.4% 増加しています。過去 3 か月間では年率 6.5% のペースで増えていますが、それでも比較的穏やかな成長です。

一方で、実質短期金利（インフレ調整後金利）は過去 2 年間で約 2.0% と、2006～07 年以来の高水準・長期間の緊縮状態が続いています。

これが金融政策の引き締めを反映しており、インフレの鈍化をもたらしたのです。消費者物価指数（CPI）の年間上昇率は 4 月時点で 2.3% まで低下、コア・インフレ率（食品・

エネルギー除く）はピーク時 6.6%、現在は 2.8% と比較的良好な水準に低下しています。「スーパーコア」インフレ率（さらに住宅賃料なども除く）も同様の傾向です。

過去 3 か月間で、消費者物価指数（CPI）は年率 1.6% の上昇にとどまり、生産者物価指数（PPI）は逆に 1.2% 下落しております。

今週発表予定の CPI と PPI はやや上振れすると予測されますが、それが必ず上昇しているという意味ではありません。

一部では、「トランプ政権下の関税が継続しているのに、なぜインフレは低下しているのか？」という疑問もあります。

それに対する答えは明快です。関税とインフレの関係は過大評価されているのです。確かに関税対象品目の価格は高くなりますが、消費者の購買力をその分削ぐため、他の商品やサービスの価格は逆に抑制されるのです。言い換えれば、関税はインフレ船の「デッキチェアの並び方」を変えるだけで、船が「水に沈む深さ（＝総合的なインフレ）」は通貨供給量が決めるということです。

現時点では連銀がインフレを抑え込んだように見えますが、インフレが「完全に終わった」と見るのは早計です。インフレ率は依然として FRB のインフレ目標である 2.0% を上回っています。もし今後、M2 が再び拡大し、金利を急激に引き下げれば、COVID 期の金融危機の「埋もれた残り火」が再び燃え上がる可能性があります。

弊社は、経済は現在、緩やかな利下げに対応できる段階にあると見ています。実際、現在はすべての金利がインフレ率を上回っています。連銀の金利政策は適切だったとは考えていません。2008 年の恐慌も COVID も金融政策によって引き起こされたわけではないので、インフレ率を下回る金利を維持することは、全く意味をなさないことでした。現時点、フェデラル・ファンド金利の実質利回りが 2.0% と高いため、25 ベーシス・ポイントの利下げを 2 回行う余地があると考えます。ただし、連銀は関税に過剰に焦点を当てており、9 月まで金利を据え置く可能性が高いと見ています。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサス	ファースト トラスト予測	発表結果	前回
6-11 / 7:30 am	消費者物価指数 - 5 月	+0.2%	+0.2%		+0.2%
7:30 am	コア消費者物価指数 - 5 月	+0.3%	+0.3%		+0.2%
6-12 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 6 月 8 日	241,000	241,000		247,000
7:30 am	生産者物価指数 - 5 月	+0.2%	+0.3%		-0.5%
7:30 am	コア生産者物価指数 - 5 月	+0.3%	+0.4%		-0.4%

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P. によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確かつ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。