

チーフ・エコノミスト コメント

今年のインフレ率を読み解く

2021年2月24日

Chief Investment Office WM

Paul Donovan, Chief Economist GWM

- 2021年、先進国の消費者物価総合指数(CPI)は上昇するものの、高水準にはならないだろう。
- 4-6月期(第2四半期)には、原油価格の上昇でインフレ率が急騰しそうだが、消費者も銀行も懸念しないだろう。
- 消費パターンが変わると、今年後半にはサービスセクターの価格にある程度の上昇圧力がかかる可能性がある。
- ユーロ圏 CPI 構成品目のウエイト変更に伴い、ユーロ圏の消費者物価データが年後半にはインフレ実態よりもやや低く表れる可能性が高い。

インフレーションは、経済の不均衡から生じる物価全般の動きであり、特定製品のサプライチェーンの問題に起因して発生する価格変動ではない。世界経済は現在も過剰設備を抱えているため、インフレ率は今年も穏やかに推移しそうだ。特定製品への需要が大幅に増加し、サプライチェーンの問題が重なって、値上がりした製品があったことは事実だ。だが米国のデータが示すとおり、大半の物価は今のところ正常な動きを示している。

今年、先進国の消費者物価総合指数(CPI)は上昇するものの、高水準にはならないだろう。重要なのは、消費者が気づいていない価格上昇品目もあるはずで、そうした製品の価格が変化しても、実質可処分所得に対する消費者の認識は変わりそうにないという点だ。

2021年における先進国の消費者物価の主な変動要因は3つ考えられる。CPI 構成品目のウエイト変更、コモディティ価格、需要動向の変化だ。ただし、投資家が本当に懸念すべきなのは需要がどう変化するかだ。消費者の実質所得に影響を及ぼしそうなのは需要動向だからである。

構成品目のウエイト変更

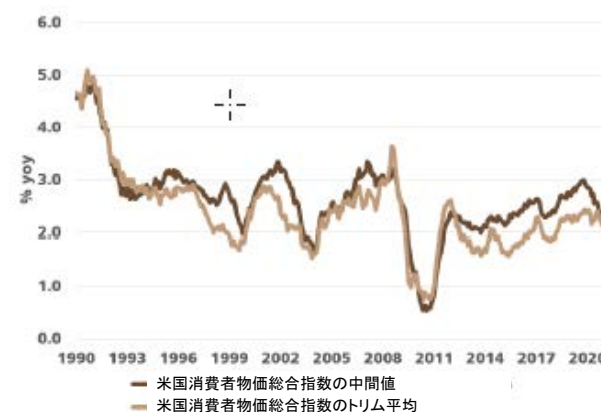
CPI は財のバスケットに基づいて測定される。インフレ率の計算では、消費者の支出パターンはそれほど大きく変化しないことが前提となっている。例えばある月に支出の10%が食費に回ったら、翌月もそうなると考えるわけだ。平常時には、これは完全に合理的な前提条件だが、今回の新型コロナ危機では、これがあてはまらない。

ユーロ圏と米国では、2020年にはCPIの公式データがインフレ実態を下回った(ただし英国はそうならなかった)。例えば、ロックダウン(都市封鎖)期間中、消費者は外食を平常時より大きく減らし、自宅での食事を大幅に増やした。その結果、レストランのメニュー価格はさほど上がらなかったのに対し、自宅で取る食品の価格は大幅に上昇した。だが、消費者物価のウエイトはこれまで固定されていたため、消費者の支出動向の著しい変化は反映されなかった。つまり、2020年の公式CPIは値下がりした品目を重視しすぎ、値上がりした品目を軽視しすぎたのである。

米国では、今年、CPIのウエイト変更がない(変更は2年に1度実施)。ユーロ圏では1月に変更が行われたため、その影響で今後数カ月に発表されるCPIは若干上昇するだろう。今後ユーロ圏では、

米国の物価上昇は概ね正常なペース

米国消費者物価指数のトリム平均と中央値



出所: Haver

トリム平均は米国経済における物価変動の最大値と最小値を除外した平均値。

CPIの計算にあたって、自宅で消費される食品などの重要度が実態に近い形で反映されるだろう。

では、消費者はそうした状況を意識するだろうか？しないだろう。消費者はこれまでの3四半期間、CPIが示す数値よりも高いインフレ実態の中で生活してきた。ただし、発表される数値が実態に近づいても、消費者行動が変わるとは思えない。中央銀行も同様だ。2020年のインフレ率が人為的に低く算出されていたことを認識していたにもかかわらず、これまでのアプローチを変えそうにない。

コモディティ価格

前年比で見たCPIは、原油価格の上昇に押し上げられるだろう。2020年4月に原油価格は大幅に下落し、4月と5月にはそれが消費者に転嫁された。したがって、2021年4月と5月の前年同月比のインフレ率は、原油の異常な低価格を反映したものとなりそうだ。これは総合CPIとコア(食品とエネルギーを除く)CPIの双方に影響する。エネルギー費用は他の製品価格にも組み込まれているからだ。オンライン発注の製品価格は、配送費の値上がりという形で原油価格を反映するだろう。

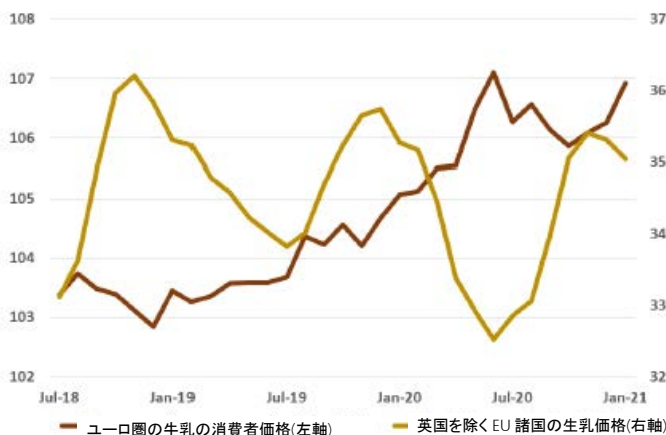
消費者は原油価格のベース効果(対前年比効果)を気にするだろうか？恐らく気にしない。それは、多くの消費者が昨年安い原油価格を経験したからではない。原油価格が安かったのは、ロックダウンの期間中は誰も車を運転しなかったからだ。そのため消費者が原油安を実感しなかったのである。いずれにせよ、1年前のガソリン価格を覚えている人などいない。原油価格が絶対水準で高いか、つい最近大きく値上がりした場合ならともかく、ある程度時間を置いてしまうと、過去との比較でどうかなどわからないものだ。ガソリン価格が再び値上が

りするようなことになれば、消費者は価格変動にもっと敏感に反応するだろう。しかもこれは長続きしそうでないため、中央銀行も注意を払わないだろう。今年後半までには、ベース効果は消失していると予想する。

コモディティとしての食料価格の値上がりと、そのインフレ率への影響にも一定の懸念がある。とはいえ、これは新興国にとっての懸念材料であって、先進国にはそれほど大きな影響はない。先進国における「食料品価格」はコモディティとしての「食料価格」との関連性が低いからだ。我々が購入するのは加工度の高い食品で、比較的複雑な方法で配送されて市場に届く。つまり、食料品価格に最も影響を及ぼす要素は、実際には各地の労務費なのだ。2020年に食料品価格が高騰したのは、専らレストランへの提供に用いられていたサプライチェーンをスーパーマーケット向けに切り替えられなかったからであり、農場で何が起きていたかは殆ど関係がない。牛乳価格もコモディティとしての生乳価格と密接に連動しているわけではない。

牛乳は生乳ではない

ユーロ圏における生乳と牛乳の価格指数



注: 牛乳は生乳を殺菌処理等を行ったもの
出所: ユーロスタット、Haver、UBS

したがって、コモディティとしての食料価格のインフレは先進国の食料品小売価格のほんの一部を占めるにすぎないだろう。消費者はそんなことを気にするだろうか？気にしないだろう。コモディティ価格の値上がりが消費者物価に反映されるとしても微々たるもので、しかも食料品の消費パターンが再び変わる可能性も高いからだ。

累積需要

2020年の消費者は、貯蓄せざるを得なかった。ロックダウンと行動制限で支出の機会がなかったからだ。オンラインで買い物続けることはできたが、サービスセクターへの消費支出は低迷した。

活動制限の第1弾の緩和では、家具や電化製品などを中心に財への需要が急拡大した。長い巣ごもり期間中、テレビで家の模様替えを紹介する番組をみる機会が増えた消費者の間には、家具や家電の買い替えへの関心が高まった。長く複雑なグローバル・サプライチェーンは、この需要拡大への対応に苦戦した。その結果値上がりした財もあった。米国の耐久財価格(家具や電化製品など)は、ロックダウン期間中には下がったものの、ロックダウン解除後に4%近く上昇した。ユーロ圏の家具価格の上昇率はゼロ近くから1.2%に上がった。ユーロ圏にとっては大きな動きである。

各種制限措置が緩和されて不安が収まれば、支出はサービスに向かうと我々はみている。人々は楽しい時間を過ごしたいと思うだろう。つまり耐久消費財ではなく、娯楽やホスピタリティーを求めるはずである。インスタグラムに買ったばかりの洗濯機の写真を投稿する人はあまりいない。経済にとって重要なのは、財価格よりもサービス価格の方だ。サービスセクターの需要が供給を大きく上回ると、サービス価格が上昇し、総合インフレ率に大きな影響を及ぼすだろう。

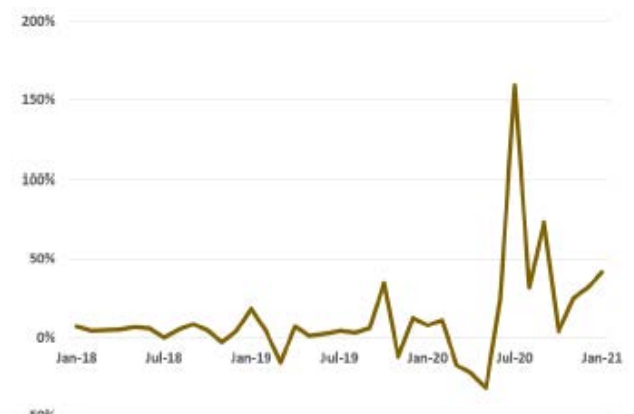
サービスセクターのあらゆる分野が同時に活動を再開することは考えにくい。活動制限は、段階的に緩和されていく可能性が高い。特に観光旅行業は規制緩和が最も遅れそうなセクターだ。つまり、外国からの観光客が多く訪れる国では、自国民の需要を超えるホテルや娯楽サービスの過剰供給により価格が抑えられ、その結果、全体の物価上昇が限定的となるだろう。

対人サービス業では、総じて供給の変化スピードが製造業よりも速い。製造業よりも労働集約性が高く、資本集約性が低く、サプライチェーンは短く、複雑ではないものが多いからだ。しかも、多くの職種では高い技能を必要としない。その結果、製造業よりも早く供給量を調節できる。Yelp(ローカルビジネスレビュー・サイト)の分析によると、ロックダウン期間中は、米国ではレストランの新規開店は壊滅的な状況だったが、2020年8月には正常に戻っていた。需要増に伴って供給量が一気に増えれば価格上昇も抑えられるだろう。

サービスセクターでは、新規開業も急拡大を見せた。世界中の多くの先進諸国で、各種制限が解除されるとともに新会社の設立が急増している。米国でこの動きを先導しているのは小売業だ。ショッピングモールの先行きが厳しいときに奇妙に響くかもしれないが、恐らくこれは、TikTokのコンテンツクリエイターが物販を行うなど、インターネットを用いた小売ビジネスの勃興を反映している。その一方で、宿泊や娯楽セクターでも新規事業が大幅に伸びており、2020年7月以降の前年比の伸び率が平均52%と、事業創出力の強さが際立っている。

米国のサービスセクターは供給が回復

新規事業申請件数(宿泊業、飲食業)の伸び(前年同月比、%)



出所: 米セントルイス連邦準備銀行 FRED データベース、UBS

チーフ・エコノミスト コメント

とはいえ、今後はサービスセクターの価格上昇が起きないというわけではない。人手不足になれば価格は上がるだろう。しかし、消費者の出費がサービス業にシフトすれば、供給側は製造業よりも素早く対応するだろう。

ユーロ圏では、サービスセクターに関して考慮すべき要素がもう1つある。CPI 構成品目のウエイト問題だ。2020年のユーロ圏の消費者物価は、支出パターンが2019年から変わっていないことを前提に算出されていた。2021年のCPIは、新型コロナ禍の支出傾向が続くことが前提となる。2021年には国外での休暇費用が増えたとしても、ユーロ圏の消費者物価には大きな影響はないだろう。なぜならば、欧州の消費者物価は、今年は消費者が旅行しない前提で算出されるからだ。

ただし、先に述べたように、これは欧州固有の問題であり、米国には何の影響もない。ユーロ圏の消費者は製品購入が多いため、消費者物価の総合値は実態と離れすぎることにはなさそうだが、消費がサービスに戻り始めた途端に、2021年の欧州のCPIは実態を下回る可能性が高い。

結論

今年はじめのインフレ率の上昇は、実態を追いかけるデータ(ウエイト変更を実施した欧州)と原油価格値上がりの影響によるものであり、消費者も中央銀行もさほど気にしないだろう。これは一時的なインフレ率の急騰なので、投資家も懸念する必要はないだろう。

今年後半には、製品への支出急増が、対人サービスを中心とするサービス業への支出急増へと変わる可能性が高い。財への需要は急拡大したが、現代のサプライチェーンの複雑さと、製造業の持つ特性により、供給が追い付かなかった。しかし、サービス需要が急騰した場合には供給側の反応は速いため、サービスセクターである程度価格が上昇しても、製造業ほどに劇的とはならないだろう。支出がサービスに移行すると、市場が目にするユーロ圏のCPIは、実態よりもやや低い数値がでるだろう。

チーフ・エコノミスト コメント

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

UBS 各社(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、お申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率。))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76%(税込)の運用報酬をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

チーフ・エコノミスト コメント

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

© UBS 2021 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号