

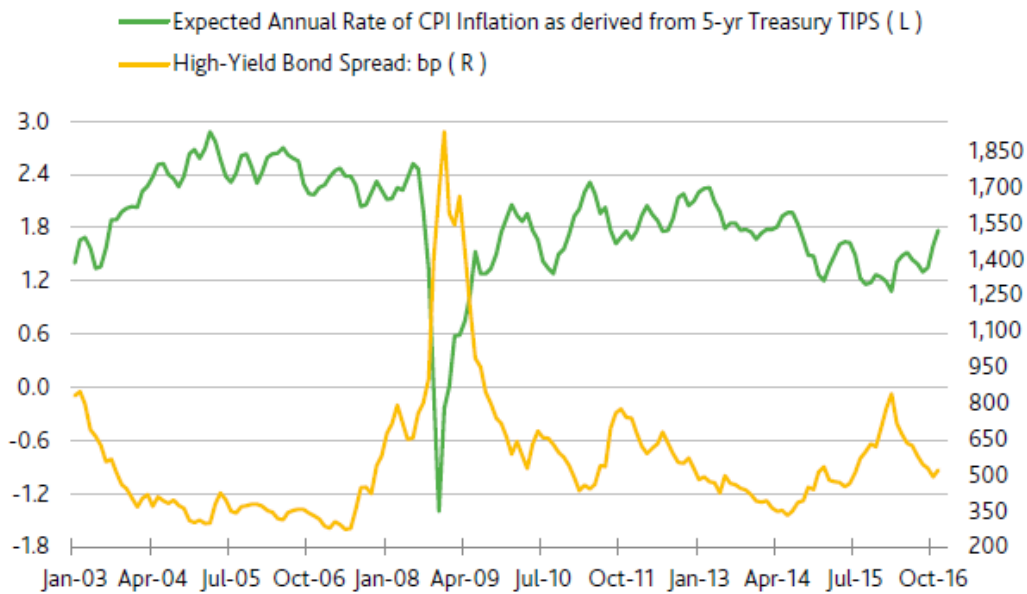
平成 28 年 11 月 21 日

米国国債市場は、インフレを予想、一方、クレジット市場は、予想していない。

多くの専門家は、より低い税、より少ない業務規制及びインフラ整備への投資の幾つかの組み合わせが、インフレーションを急激に高めるということを予想している。10 年国債の金利が 11 月 8 日の 1.86% から直近の 2.28% への上昇の多くの原因は、1928 年以来の大統領候補、上院、下院の共和党の圧勝から発生したインフレリスクの急騰のせいであった。

マーケットは、ワシントンにおける単一政党の支配は財政刺激策及び内需によるインフレ上昇傾向に火をつける他の手段の道筋を強化すると考えている。しかし、総需要が、循環的な方法で、価格水準の成長を明確に上昇させるに十分なほど、総供給を上回る保証はない。少なくとも、世界の生産資源の利用の低下傾向の中で、最近のドル為替レートの上昇は、国際的に取引される財のより低い価格水準での維持を促すこととなる。

Figure 1 : As Inflation Expectations Rise, the High-Yield Bond Spread Tends to Narrow source: Moody's Analytics



インフレ期待が上昇し、スプレッドは、ナローとなる傾向

5 年の国債金利から推定されるように、CPI インフレーションの予想年率は、2016 年 10 月の 1.6% から、直近の 1.8% へ上昇した。一方、ハイイールド社債のスプレッドは、10 月の 492bp から直近の 511bp へ広がった。

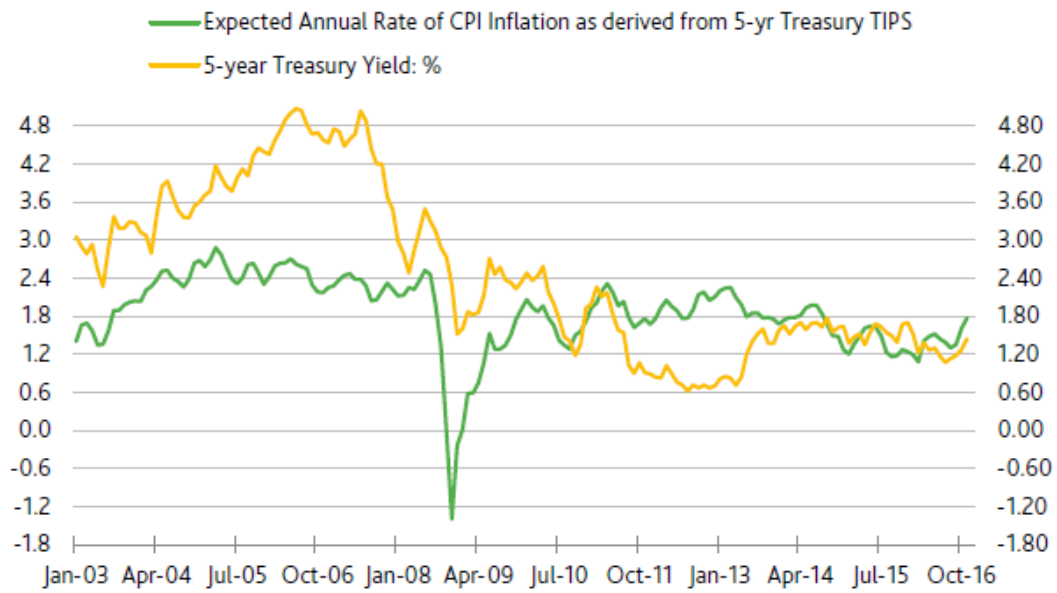
インフレ期待が上昇する中でのハイイールドのスプレッドにおける最近のワイドニングは、傾

向の終わりを示している。一般的に、ハイイールド社債のスプレッドは、インフレ期待により発生する金利上昇とは、反対の方向に動く。事実、ハイイールドのスプレッドは、2003年の1月から2016年10月をカバーする月次平均に基づけば、CPIインフレーションの5年国債金利による予想値と-0.8の比較的強い相関を示している。(Figure1)

国債金利と投機的格付けの金利は、期待インフレに対し異なる反応

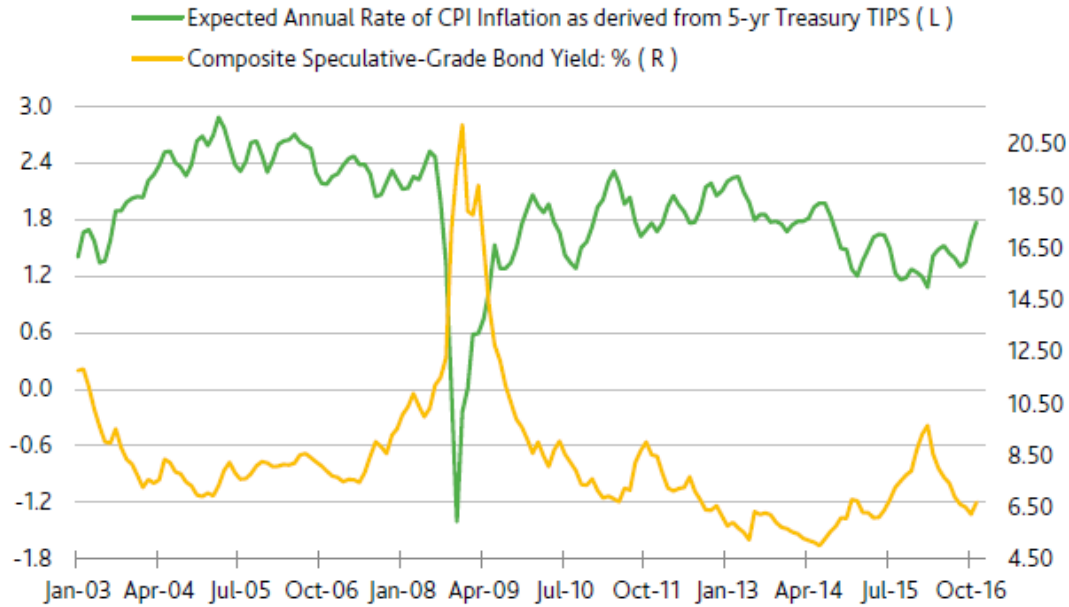
CPIインフレーションの期待値は、5年国債金利と投機的格付けの金利と本来は異なる相関を示す。期待インフレ率と5年国債金利間の+0.53の相関に基づけば、5年国債金利は、期待インフレ率と同じ方向に動く傾向がある。(Figure2)

Figure 2: Five-Year Treasury Yield Tends to Move with Inflation Expectations (correlation = +0.53)
source: Moody's Analytics



反対に、期待インフレ率と投機的格付けの社債金利間の-0.58の相関は投機的格付けの金利の傾向から、期待インフレの方向とは、反対の方向に動く。(Figure3)

Figure 3: Speculative-Grade Bond Yield Tends to Move in a Direction Opposite to That Taken by Inflation Expectations (correlation = -0.58) source: Moody's Analytics



ハイイールド社債金利と期待 CPI インフレーションの経験的な逆方向の関係は、理論的に道理にかなう。価格下落は、債務返済に悪影響を与える。2008 年から 2009 年の住宅価格の下落の結果によるサブプライムのモーゲージ市場の崩壊は、極端な例である。一方、期待以上に高い商品価格あるいは資産価値は、借り入れをしている事業者の債務の支払いを容易にする。一般的に、インフレーションは、固定金利の債務の支払いの障害を取り除く。

ビジネス界は、サービスの価格が上昇する一方、財の価格はしばしば下落するという明確に二極化する価格環境に直面している。

10 月の年率 1.6%の CPI インフレ率は、食品に関して-0.4%、エネルギー製品に関しての 0.1%の 10 月の年率の変化を除いて、2.1%に急変した。エネルギーに関して、WTI クルードオイルの 11 月に入って今日までの平均価格は、年率 1.1%まで上昇した一方、ガソリン価格は、年率-0.2%まで落ちた。それにも拘わらず、ガソリンの現在の価格は、2014 年の日時平均の -25%の水準をいまだに引きずっている。歴史的にみて、エネルギー価格は、オイルおよびガス産業へ意味ある援助を提供するには、あまりに低すぎる。

帰ってきた食品価格デフレ

食品価格の下落は、2009 年以來、初めて戻った。軽農業産業に関連して、肥料価格は、急に下落してきた。10 月は、前年対比、混合肥料の-10.1%、窒素肥料に関する-25.3%及び輪に関する-19.1%の生産者価格の下落が明らかになった。2016 年の最終四半期におけるこま

では、肥料価格の下落は5つの米国基盤の企業の格下げに関係している。

家庭で消費されない食物のインフレの年率は、2015年10月の2.9%から、2016年10月の2.4%へ低下した。それらは、レストランとバー売上の2015年10月の7.7%の年間増加率から2016年10月の2.7%への減速にぴったり合っている。レストランの売り上げに関する長期のブームはすでに終わったのかもしれない。

居住費用は、近いうちにコア CPI インフレーションを下げるかもしれない

10月の2.1%のコア CPI インフレ年率は、-0.5%のコア消費財価格下落と3%のコア消費サービス価格の上昇という異なる数値を組み合わせた結果であった。コア消費者サービス価格インフレーションは、家賃に関する3.5%、医療費に関する4.1%及び教育費に関する2.5%の年々の価格の上昇により導かれた。

居住費用はコア CPI の42%を占めている。それ故、コア CPI インフレーションの年率は、居住費用を除いた後では2.1%から1.2%に低下する。

居住費用インフレーションは、最も高い値かもしれない。不確な証拠が、賃料がかつて過熱気味のニューヨークとサンフランシスコの市場で沈静化しているかもしれないことを示唆している。更に、アパート市場の引き締めを示す国全体のインデックスが、2010年から2015年の平均62ポイントから2009年の第2四半期の20ポイント以来最も低い値である2016年の第3四半期の28ポイントへ下落した。後者に応じて、居住費用インフレーションの平均年率は、2009年6月に終わる2年間の2.5%から2011年6月に終わる2年間の0.2%へ低下した。すべての可能性を考慮して、居住費用のインフレーションの年率は、2017年の最終四半期までに3%より低下するであろう。

消費財に関しては、コアサービスインフレーションが、多くの場合、コア消費財インフレーションより上昇する。なぜなら、サービスは、相対的に、グローバルな競争に晒されていないからである。米国を本拠としている製造業に比較し、海外からの低コストのサービス提供者が、サービスの米国提供者を脅かす可能性は低い。続いて、ドル為替レート新たな高値が、世界的に取引されている製品のドル価格を一層抑える。コア消費財価格の下落は続きそうである。

10月は、①住宅設備及び用品に関して-1.8%、②自動車及びトラックに関して-4.1%、③ビデオおよびオーディオ製品に関して-14.5%、④スポーツ製品に関して-1.3%、⑤コンピューター、ソフトウェア、通信機器に関して-8.3%の前年比の下落を示した。「リース契約が終了」した自動車の数の伸びは、中古車及びトラックの価格下落を加速させそうであり、新車及びトラックに関する既に取りに足らない0.2%のインフレ率を更に下げるかもしれない。

より速い賃金上昇と工業世メタル価格による最近の急騰にもかかわらず、製品価格インフレーションはうまく封じ込められ続けることが予想される。企業信用が期待より低い価格から直面するリスクは、想定されるより高い価格の財からもたらされる収益のどんなものより、重要となる可能性がある。

以上

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品(有価証券を含みますが、これに限られません)の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

本書は、2016年11月10日付けで Moody's ANALYTICS が発出した Weekly Market Outlook『Treasuries See Inflation, Credit Does Not』の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11
加入協会 日本証券業協会
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あつせん相談センター
資本金 5億円
主な事業 金融商品取引業
設立年月 昭和24年7月
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。