

エマージング国の金融政策の転換はまだ完全には資産価格に織り込まれていないとみられます



デビッド・リース
シニア・エマージング・
マーケット・エコノミスト

足元のエマージング国のインフレ率は事前予想を下回っており、消費者物価指数（CPI）の総合指数の伸びはピークを過ぎ、低下に転じています。エマージング市場の主要17カ国の総合インフレ率(前年同月比)の単純平均は、14年ぶりの高水準となった1月の10%から3月には9%を割り込みました。景気回復にもかかわらずデスインフレが懸念されている中国を除けば、主要エマージング国の多くでは依然として中央銀行のインフレ目標値を上回っていますが、ここ数ヶ月低下傾向が示されています。

図表1：インフレは高水準から伸びが鈍化



出所：Refinitiv, Schroders. '17 EMs equal-weighted. 608266

世界の多くの地域では、ロシアのウクライナ侵攻に伴う原油価格の高騰の影響が薄まり、エネルギー・インフレ率が低下していることがこれまでのところ大きな役割を果たしています。エネルギー・インフレ率は短期的にはさらに低下し、原油価格が現在の水準で推移すれば、当面は低水準で推移するものとみられます。ただし、中国経済の回復に伴う需要増加によって原油価格が上昇した場合、2024年に近づくにつれてエネルギー・インフレ率が再び上昇する可能性があります。また、原油輸出国機構(OPEC)プラスの減産および地政学的緊張も原油価格の上昇要因となり得るとみており、このリスクは、前回の予測時から、コモディティ価格上昇シナリオの中でモニタリングを開始しています。

図表2：エネルギー・インフレは顕著な低下が始まる



出所：Refinitiv, Schroders. 608266

食品インフレも今後数ヶ月で急激に低下し始めると見込まれます。物価上昇率はこれまで予想を上回る状況が続き、コモディティ価格の変動を反映するまでの期間が長いことから（通常6ヶ月程度のラグ）、エマージング国の食品インフレは低下に転じ始めたばかりであることを意味します。

図表3：食品インフレは年末に向けて急降下が予想される



出所：Refinitiv, Schroders. 608266

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

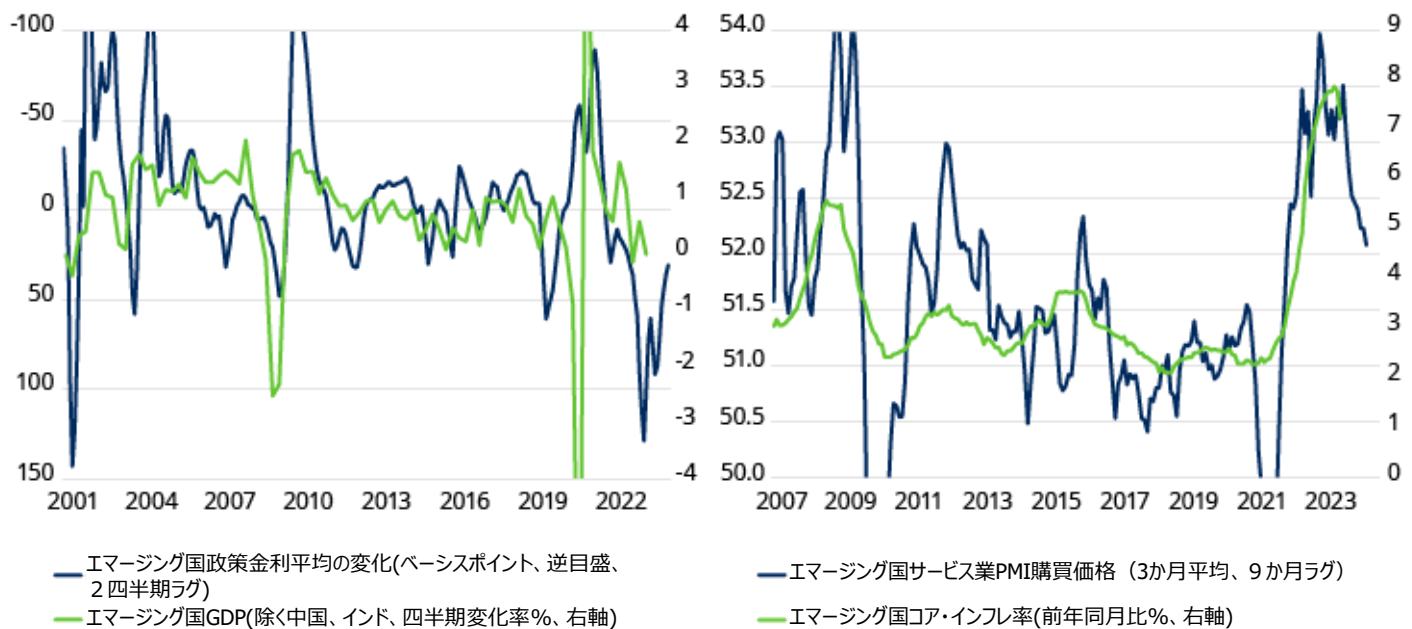
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

そして、先行指標は食品インフレ率が急低下することを示唆しており、エマージング国のCPIでは食品のウェイトが大きいことから、総合インフレ率を大幅に低下させる可能性があります。主要エマージング国では、食品は通常CPIバスケットの20～30%を占めています。そのため、食品価格指数の約12%ポイント(pp)の下落は、コモディティ価格との遅行関係から推測すると、年末までにエマージング国の総合インフレ率平均を3%ポイント程度押し下げる可能性があります。

また、コア・インフレもピークを迎え、今後数カ月は徐々に低下する兆しがあります。コア・インフレ率は、主要なエマージング国、特にラテンアメリカと中東欧地域では、依然として目標を大きく上回っています。しかし、少なくとも上昇は止まっており、利上げの影響による経済成長の鈍化がコアインフレ率を徐々に低下させるものと見込まれます。金利上昇が経済活動に反映されるには通常6～9ヶ月かかり、積極的な利上げの影響は遅れて現れるため、多くのエマージングの成長率が短期的に予想を下回る可能性は十分にあります。エマージング国サービス業PMIの「購買価格（prices charged）」のような調査項目は、コア・デイスインフレの傾向がまもなく加速することを示唆しています。

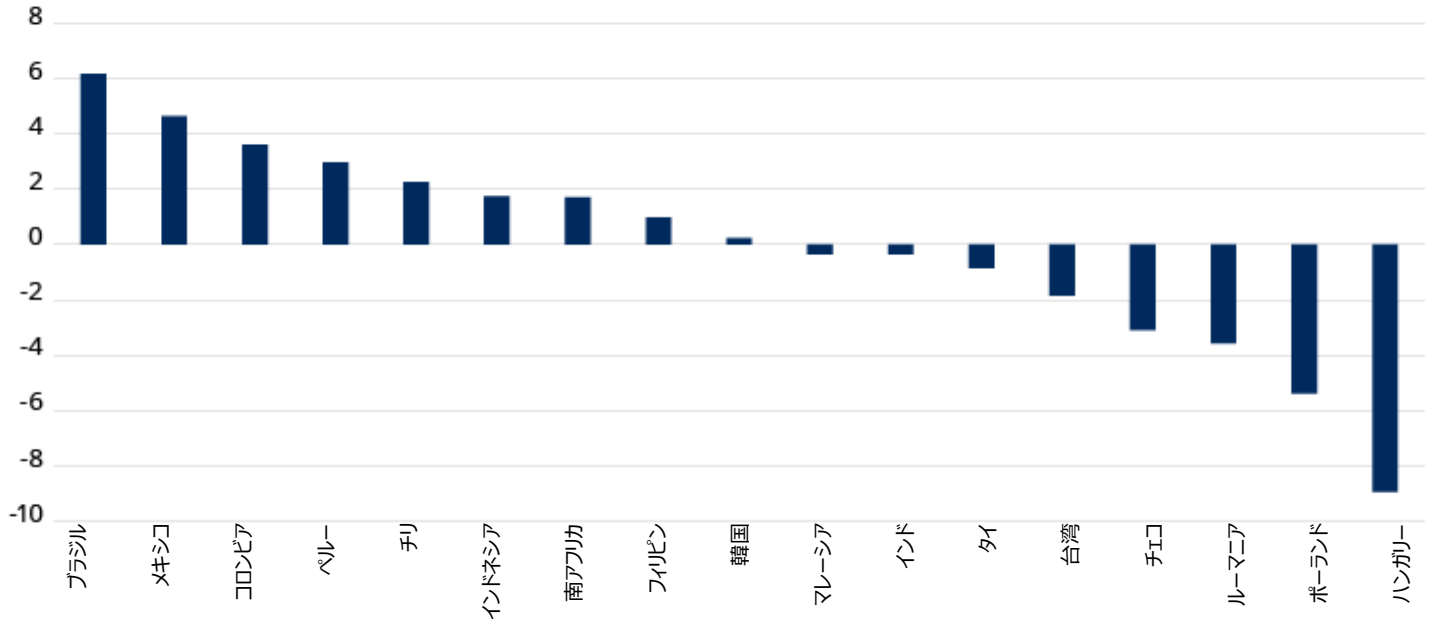
図表4：利上げがコアインフレの低下の要因に



出所：Refinitiv, Schroders Economics Group, 13 April 2023. 608266

インフレ率の低下と経済成長の鈍化を背景に、エマージング国の中央銀行は今年後半に利下げに舵を切ることになると予想します。主要先進国での利上げが続いている中で、今後数カ月間はインフレ率の低下を確認したいという理由から、エマージング国中銀のコメントは依然として慎重です。しかし、多くのエマージング国では現在、積極的な利上げサイクルを停止しています。もし、短期的な成長下振れリスクの懸念が正しければ、不冴えな経済活動の下支えに関心が向くタイミングもそう遠くないかもしれません。

図表5：市場が織り込む1年先の実質金利（市場が織り込む1年先政策金利－1年先インフレ予想）



出所：Refinitiv, Consensus Economics, Bloomberg, Schroders. 608266

このような金融政策の転換は、市場に十分に織り込まれていないように思われます。過度に高い可能性のあるインフレ率のコンセンサス予想に基づけば、市場の価格は、ラテンアメリカやアジアの一部の中央銀行が、経済成長が弱まる可能性があるなかで、大幅なプラスの実質政策金利を実施していることを意味する水準となっています。これは直感的に違和感があり、これらのエマージング国のイールドカーブの短期部分は最終的に低下することが示唆されていると考えられます。

【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schroders とは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。