

資源インフレ、最悪期「天井ピーク」通過兆候 減速や引き締めで節目下抜け、米は実質金利上昇の新難題

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2022/7/4 (月)

世界的に資源インフレは、最悪期「天井ピーク」通過の兆候が見られ始めた。世界減速や米 FRB など各国中銀の金融引き締め、米中などでのコロナ制限緩和と供給・輸送制約の修復などが影響しており、国際商品相場では当座の下値抵抗線の下抜けが目立ち始めている。一方でウクライナ戦争の長期化や根深い供給網の混乱などで、高位状態の持続リスクも消えていない。また、米国では FRB のインフレ抑制に向けた目論見通りとはいえ、物価上昇一服でも当面は利上げが続くと実質金利の上昇につながり、新たな難題となってくる。

需要増・供給＋在庫不足が需要減・在庫増に

「米国では小売業者が製品在庫を減らすため、いずれ価格を引き下げざるを得なくなる。こうした在庫を過剰に抱えることによるデフレ効果『ブルウィップ効果』が警戒される」――。

かつてリーマン・ショックの際に住宅市場の空売りで大きな利益を上げたヘッジファンド・マネージャー、マイケル・バーリ氏は6月27日に、自身のツイートでこのような警告を発した（ブルームバーグが引用で紹介）。

昨年以降は世界的に供給不足と在庫不足が深刻化し、インフレ上昇の一因となってきた。しかし、ここに来て米国ではコロナ打撃に伴う供給・輸送制約の緩和に加えて、企業による過度な在庫不足警戒による在庫の前のめり確保（オーバー・ヘッジ）、物価高打撃や FRB 引き締めを受けた需要減速などが重なり合う形で、過剰在庫が警戒されつつある。先行きデフレ・リスクは尚早ながらも、タイムラグを経てインフレの抑制につながるものだ。

資源に関しても、価格高騰の一因となっている品不足や在庫不足が一服となってきた。6月後半からは、「米エネルギー情報局（EIA）による6月29日発表の週間在庫統計では、ガソリンと留出油の在庫が増加」、「27日のロンドン金属取引所（LME）では亜鉛が1%の下落。LME 指定倉庫のオンワラント（引き出し予定のない）在庫が、過去最低水準から増加」、「中国鉄鋼メーカーの鉄スクラップの購入価格は、6月24日週に6カ月ぶりの安値を更新。鋼材在庫の急増などが重石」といった動きが観測されている。

米国では6月28日に5月の財（モノ）の貿易統計で、赤字額が前月比-2.2%の減少となった。同日発表の卸売在庫と小売在庫は堅調な増加を示しており、「品不足や在庫不足に対応した在庫確保の進展が、輸入の減少につながった」といった解説もある。

その中でパウエル米 FRB 議長は6月30日、改めて

引き締め強化姿勢を示しながら、「成長ペースを落とし、供給が追いつけるようにすることが目的」、「需要と供給のバランス均衡を取り戻す」と強調した。ここに来ての資源在庫の積み上がりは、「引き締め効果と需要減」が一因となる形での供給不足と在庫不足の是正を示唆するものだ。需要超過と供給不足の乖離修正は、資源インフレの最悪期「天井ピーク」通過につながる要因として注視される。

資源高の一服については、短期的ながらも米国債など各国金利の上昇一服（債券価格は下げ渋り）や、日米株など世界の株価の下支え、為替相場での資源国通貨の下落（豪ドル、NZ ドル、カナダ・ドルなど）、各国金利の上昇一服と資源国通貨の下落による円全面安の一服や調整円高の材料となってくる。

インフレ対応で上昇の金、2018 年以降の下落にも

もっとも資源インフレに関しては急激な昂進ペースが一服となっても、ウクライナ戦争の長期化や根深い供給網の混乱、新冷戦とグローバル化の縮小などで、高位状態の持続リスクは消えていない。同時に米国では FRB のインフレ抑制に向けた目論見通りとはいえ、物価上昇が一服となってきた場合、それでも FRB は当座の利上げを継続することで、「実質金利の上昇余地」が新たな難題となってくる（名目金利－物価変動率）。米国株の一段安や上値の抑制と、為替相場でのドルの支援材料になるものだ。

すでに米国では6月30日、FRB が重要視している物価指標・PCE（個人消費支出）コアデフレーターが5月分で前年比+4.7%となり、前月の+4.9%から低下した。2月の+5.3%が直近最高となる形で、最悪期の天井ピークの通過自体は固まりつつある。

一方で同じ5月に名目の米10年債金利は、月間最低でも2.7%と上昇傾向にある。結果、「名目10年債金利－PCE コアデフレーター前年比」で算出される実質金利の参考値は、-2.0%となった。過去最低水準である今年1月の-3.6%から切り上がり、昨年5月以来のマイナス幅縮小となってきた。

ちょうど米国株は、「実質金利の過去最低ボトム」である今年1月を高値ピークとして反落となっている。今後は FRB による確信犯的な実質金利の押し上げ寄与政策（＝インフレ・景気需要・資産価格を抑制）もあり、「金利高止まり－物価下落」の方向性が米国での実質金利の上昇余地となっていく。新たな米国株の打撃と、新たなドルのサポート要因として注視されそうだ。

過去に米国での実質金利上昇局面は、日経平均株価にも悪材料となる局面があった。一方で 2006－

2007 年や 1999－2000 年などでは、米国での引き締め環境に対しての日本の緩和環境残存や、為替相場でのドル高・円安効果などにより、日経平均が米株の NY ダウに優位となる逆行高も観測されている。

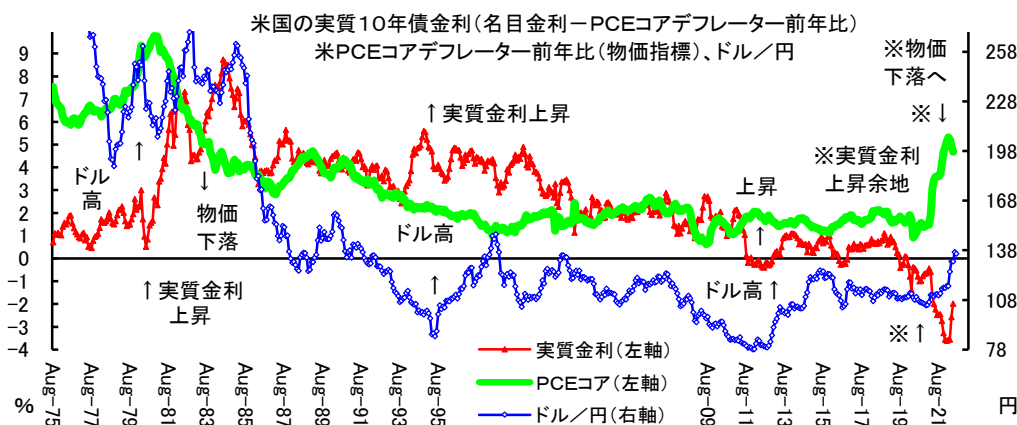
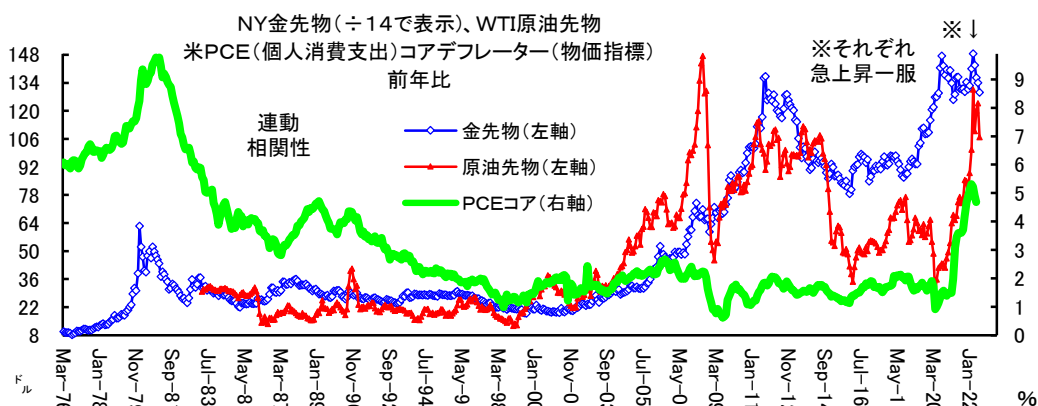
なお、資源相場に関しては、国際的な商品市況である CRB 商品指数が 6 月から反落に転じてきた。6 月 10 日の 329 を直近高値として、30 日には 291 と－11%の下落となっている。3 月 21 日以来の安値となるものだ。週足テクニカルでは 13 週移動平均線を下抜けてきたほか、3 カ月スパンのトレンド方向を示す 13 週線の方角角度は下抜き化へと転換してきた。足元では 2020 年 7 月からの長期上昇トレンドを支えてきた下値抵抗線、26 週移動平均線の下抜けを巡る重要攻防に直面している。

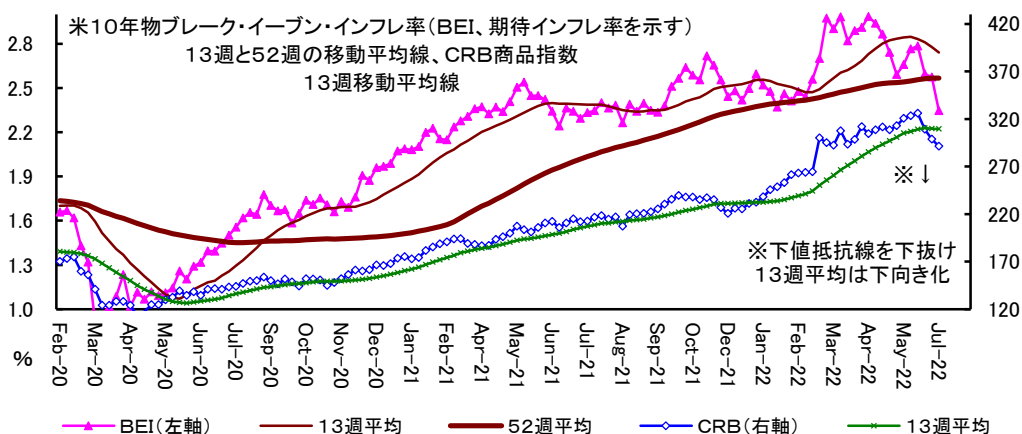
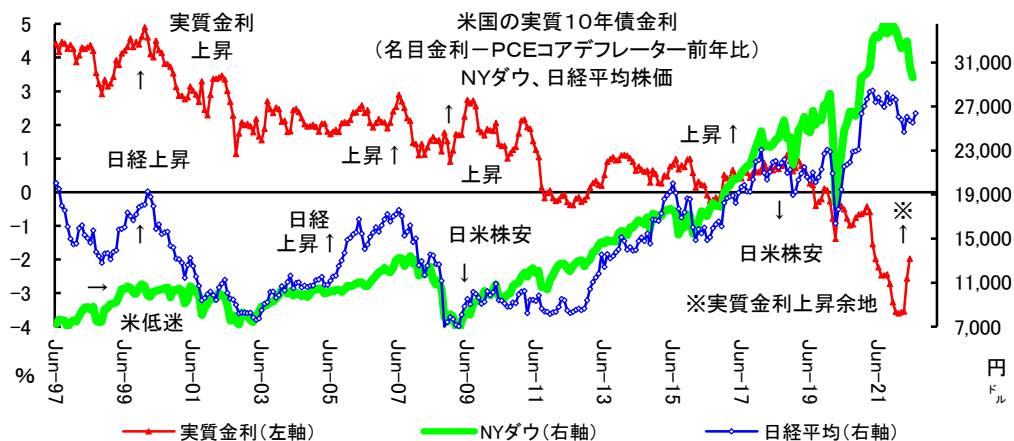
国際商品相場では、貴金属相場の上昇余波や対インフレのヘッジなど上昇してきた NY 金先物も下落に転じている。2020 年 8 月と今年 3 月の高値で 2 番天井が形成され、6 月 30 日には 3 月の高値から－13%の下落となってきた。月足テクニカルでは 12 カ月と 24 カ月の移動平均線の下抜け攻防に直面。両ラインの方角角度は下向き化に転じつつあり、このまま定着してくると実に 2018 年以降の下落トレンド入りとなる。

米国での金融引き締めや金利上昇は、過去にも「世界の資源需要減退懸念」や「グローバルなリスクマネーによる原油投資や原油ロング・ポジション（投機的な買い持ち）構築の減退と巻き戻し」、「過剰流動性相場の終焉の商品相場波及」などを通じて、原油などの調整下落を促してきた。

FRB は 6 月 15 日、政策金利 FF 上限を 0.75%引き上げ、1.75%の水準とした。前回の利上げ局面で FF が 1.75%にまで切り上がったのは 2018 年 3 月だが、当時の WTI 原油先物は上昇傾向のあと、「4 カ月後」となる同年 7 月の 1 バレル＝75 ドル超えで天井形成から反落に転じている。その前の利上げにおける FF1.75%到達は 2004 年 9 月以降であった。当時はそこから原油の上昇モメンタムが一服となり、10 カ月間は 50－62 ドル前後で上げ渋りとレンジ横這い化へと移行していた。

現在の FRB は、6 月から資産買い入れの量的緩和も縮小を開始させている。前回の米量的緩和では 2014 年 1 月から資産購入額が減額され、同年 12 月で緩和終了となっていた。当時の WTI 原油先物は上昇基調にあったが、その期間中である 2014 年 6 月の 107 ドルで高値ピークを形成し、反落へと転じている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。