

インフレに備える重要性

2026年6月



要約

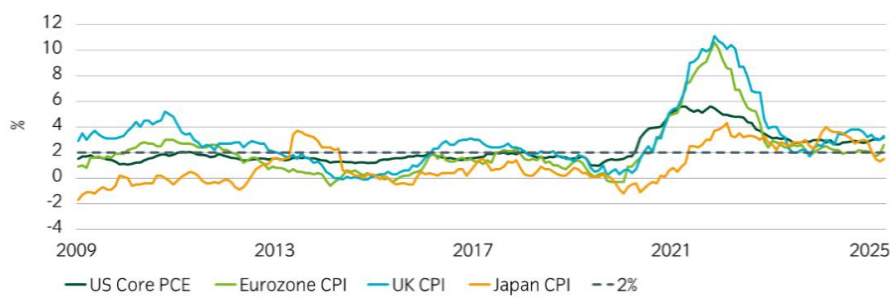
- **もはやデysinフレーションではない**：インフレ率は、上昇させていた要因である食料品やエネルギー価格のベース効果がなくなったことで、鈍化している。そうは言っても、現在の水準は決して低いものではなく、多くの国では中央銀行の目標値を上回ったままである。最近の中東地域における紛争に伴うエネルギー価格の上昇が、インフレ率を再加速させるリスクを高めている。
- **各国中央銀行のバイアスは依然として緩和方向**：多くの国では、インフレ率が目標値まで低下し、あるいは、国によってはまだ目標に達していない場合でも、インフレがピークになったと判断した段階で利下げに踏み切った。その後、インフレ率が何度か上昇を見せたが、各国とも、上昇は一時的なものと位置づけた。このことにより、全般的な物価水準が高止まりし、賃金上昇が引き起こすインフレがより長期化するリスクが芽生えている。
- **期待インフレ率が落ち着いているとは言えない**：一部の指標は、長期的な期待インフレ率が依然として高いことを示唆している。インフレ率を中央銀行が目標値に抑制することができないと家計と企業が判断するようになれば、賃金や物価に対する根本的な見方が変わる可能性が生じ、その結果インフレ抑制が一層困難になる可能性がある。
- **全世界においてインフレ率を押し上げる7つの構造的要因**：世界はインフレ環境へと移行しており、中期的には次の7つの要因に左右されるだろう。
 1. **積極的な政策がインフレを定着させる**：世界中で勃発しているさまざまな出来事が引き起こす悪影響を緩和するために、各国政府は多種多様な政策を採用することが当たり前になってきている。これは総需要を押し上げるため、インフレ要因になっている。
 2. **安全保障が再び政策の中心になってきた**：競合する勢力圏間の分断が起こっているなか、世界中の国々が巻き込まれることで地政学的緊張が高まっており、全世界的に防衛費の増加が続いている。
 3. **マクロ経済にとって債務の拡大が経済成長の制約要因になってきている**：各国政府の債務水準の悪化は、財政・金融政策を進めるに当たって圧力となっており、インフレ率の上昇、金融市場の不安定化、中央銀行の独立性の懸念などのリスクが高まっている。
 4. **人口動態がインフレ要因に転じ始めた**：高齢化と労働力の逼迫は、構造的な賃金上昇圧力とインフレの持続を招くことにつながる。
 5. **グローバル化から脱グローバル化へ**：グローバル化からサプライチェーンの安全保障へと各国が政策を転換している。このことは、この数十年にわたるデysinフレーションを終わらせ、インフレ経済を構造的に定着させる。
 6. **脱炭素化はインフレというコストを伴う**：エネルギー転換に必要な投資と政策の規模は巨大であり、今後もコスト上昇の圧力は続き、構造的なインフレ要因として定着する。
 7. **AIはデysinフレーションの要素だと考えられるが、実現はまだ将来のこと**：AI（人工知能）は長期的なデysinフレーションの要素だと考えられているが、短期的には投資需要、資源獲得競争、インフラ整備がインフレ圧力を高める。
- **国内のインフレ圧力要因が再び懸念材料**：グローバルではデysinフレーション圧力が後退しているが、国ごとに労働市場、規制、採用する政策が異なるため、国家間のインフレ格差がさらに拡大する可能性が高い。
- **インフレに備える必要性**：多くの投資家の目から低インフレ時代の残像が消えておらず、投資家が構造的な変化を過小評価していると当社は考えている。投資戦略にインフレへの備えを組み込むことの重要性が高まっている。

もはやデシインフレーションではない

総合インフレ率は、パンデミック直後の高い水準から急激に低下しました。低下の主因はベース効果です。パンデミック直後は、食料品やエネルギー価格が急騰した反動で、しばらくはベース効果がありましたが、現在ではほとんどなくなっています。

デシインフレ時代は終焉を迎えたと考えます。主要国のほとんどでは、インフレ率が中央銀行の目標を上回る高い水準を続けています (図表1)。米国と英国では特に高止まりしています。さらに、最近の中東地域の紛争に伴うエネルギー価格の上昇が、インフレ率を再加速させるリスクを高めています。

図表1：ほとんどの国ではインフレ率が2%を上回った状態が続いている¹



各国中央銀行のバイアスは依然として緩和方向

多くの主要国の中央銀行は、インフレ率が2%以上 (一部の国では2%を大幅に上回る水準) であったにもかかわらず、インフレがピークになったと判断した段階で利下げに踏み切りました (図表2)。米国やドイツなど、財政政策が拡大基調にあり、需給ギャップが拡大するとの予測がなかった国においても利下げが実行されました。

エネルギー価格がインフレを引き起こすリスクがあるため、今後は一定の金融引締めが実施される可能性があります。しかし、市場は、仮に利上げが再開されたとしても、利上げ幅は小幅にとどまると予想しています。米国では、エネルギー価格の上昇は利上げサイクルの再開を意味するのではなく、追加利下げの先送りにすぎないと考える市場関係者が多くいます。

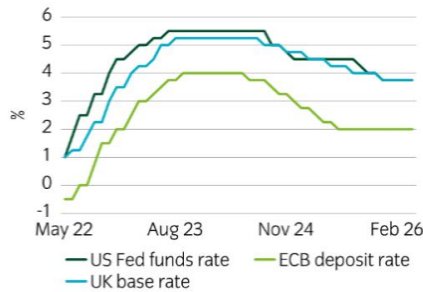
一般的に政策当局者は、中東における紛争、関税、英国における最低賃金制度の変更などの出来事を、一時的なショックとして捉えてきました。このような出来事は物価水準を押し上げますが、根本的なインフレ基調を変えるものではないと考えているからです。

¹ Source: Insight and Bloomberg. Data as at 30 April 2026.

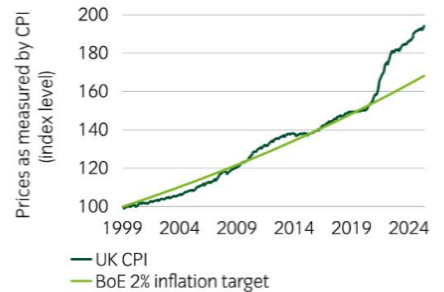
ただし、一時的なショックが積もり重なることは問題です。仮に目標値が達成されていた場合と比較すると、時間が経てば経つほど、インフレ率が積もり重なり、目標値との乖離幅がどんどん大きくなります。乖離幅は英国で特に顕著であり（図表3）、今でもインフレ率が目標を上回っているため、乖離幅がますます拡大しています。

家計が失われた購買力を取り戻すことで、賃金上昇の圧力は今後も高水準で推移する見込みです。このことは、インフレが長期化するリスクを高めています。

図表2：中央銀行はインフレがピークになったと判断した段階で利下げに踏み切った²



図表3：英国などではインフレ率と目標値との乖離幅が拡大³



期待インフレ率が落ち着いているとは言えない

各国の中央銀行がインフレ率目標の達成にコミットしているにもかかわらず、一部の指標は、長期的な期待インフレ率が依然として高いことを示唆しています（図表4）。中央銀行は期待インフレ率を重要な指標として捉えるべきです。中央銀行がインフレ率を目標値に抑制することができるかと家計と企業が判断しているかぎり、インフレ率の短期的な変動に毎回反応しないでしょう。このことは、中央銀行がインフレ目標を達成することをより容易にします。長期的な期待インフレ率が安定しない状況が続くということは、中央銀行に対する信頼が失われつつあることを示唆していると考えます。インフレ率が高止まりすると家計や企業が判断するようになれば、賃上げに対する要求や雇用契約の条件の変更、そして商品の価格設定方針を変える可能性が生じます。

期待インフレ率が高い水準のまま定着しそうな気配があるため、二次的な影響が生じるリスクが高まっています。家計は、失われた購買力を取り戻そうとしますが、購買力がさらに低下することを想定することになるでしょう。このような状況では、賃金上昇率が高止まりするなか、企業が継続的に価格を引き上げ、その結果、インフレ率を高止まりさせる悪循環が生じる可能性もあります。

図表4：米国の期待インフレ率は約2年前に急上昇したまま、高い水準を維持⁴



² Source: Insight and Bloomberg. Data as at 30 April 2026.

³ Source: Insight and Bloomberg. Data as at 30 April 2026. Rebased at 100 in 1999.

⁴ Source: Insight and Bloomberg. Data as at 30 April 2026.

全世界においてインフレ率を押し上げる 7つの構造的要因

21世紀に入ると、長い期間インフレ率は極めて低い水準で推移しました。経済のグローバル化、労働力の流動化、テクノロジーの進歩の全てが、供給サイドでプラスの効果を発揮しました。世界金融危機はこの状況を加速させました。その主因は、需要の大幅な減退及び銀行システムへの打撃の長期化でした。

最近になり、状況は一変しています。足許で起きたホルムズ海峡の混乱など、世界的な供給ショックはマイナスに働くようになってきました。グローバル化は、今やリショアリングや地域化へと180度方向転換しており、また厳格な移民政策により労働力の供給が制約されるようになりました。インフレ率が国内要因に左右される傾向が強まるにつれ、国内の需給関係の重要性が高まり、一方で、他国の景気循環との連動性が低くなる可能性があります。

当社は、中期的なインフレ動向は次の7つの要因に左右されると考えています。

1 積極的な政策がインフレを定着させる

パンデミックを受けて、各国の政府が積極的な政策を採用しましたが、今ではどの国においても多種多様な政策を採用することが当たり前になってきています。一時帰休制度、直接給付、エネルギー支援などの対策は、パンデミック時の危機下で経済を安定させるのに役立ちました。ただ、パンデミック収束後も、ショックが発生するたびに対策が期待されるなど、政府による支援策の採用が当たり前になってきています。

こうした支援策の影響で、需要は本来あるべき姿よりも高い水準となり、健全な経済を保つための自然の調整プロセスが働きにくくなっています。景気減速は痛みを伴うこともありますが、インフレを抑制する効果があります。景気減速局面を経ないかぎり、需要と供給のバランスが適切になることはなく、時間の経過とともにインフレ圧力が蓄積することになります。

2 安全保障が再び政策の中心になってきた

ロシアによるウクライナ侵攻は、欧州各国による防衛費見直しを引き起こし、また、フィンランドやスウェーデンなどのNATO加盟につながりました。欧州各国の防衛費増加、中東における不安定さが収まらないことや、長年にわたる米国による世界の安全保障へのコミットメントが遵守されないという明確なメッセージを米国が多く発信するようになってきていることが輪をかけています。

かたやアジアでは、ますます強硬になる中国の姿勢が、アジアの主要国に防衛費の見直しを促しています。つまり、競合する勢力圏間の分断が起こっており、各国において安全保障が最重要な政策として位置づけられるようになりました。各国政府は、米国の支援が得られない前提の下、自国の安全保障を可能にする態勢の構築を迫られています。

これは、第二次世界大戦後の体制からの大きな転換を意味しており、このことは、防衛にそれほどの重きを置いてこなかったドイツ、日本などの国において特に顕著に表れています。その結果、防衛費は増加する傾向となり、今後数年間は総需要を支えるでしょうが、一方では、財政赤字の拡大圧力が高まると考えます。

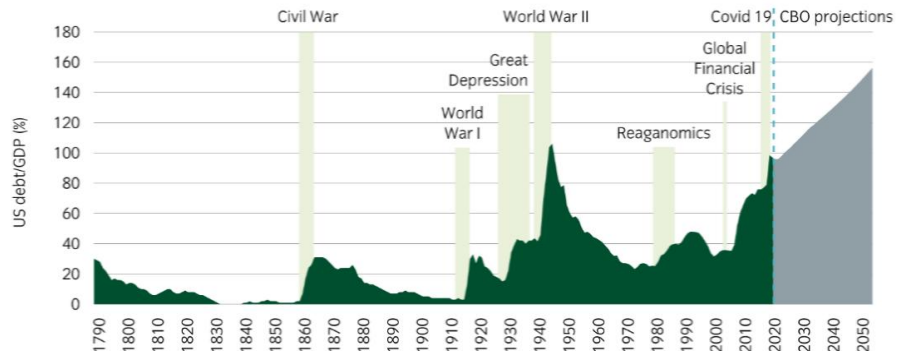
3 マクロ経済にとって債務の拡大が成長の制約要因になってきている

先進国の多くでは政府債務が急増していますが、歳出を抑制しようとするモチベーションは政治家にほとんど見られません。米国の議会予算局は、政府債務（対GDP比）が今後も継続的に上昇すると予測しています（図表5）。

債務が増加するに伴い、税収に占める利払い費の比率が上昇しています。これにより、債務返済負担が政治的な争点となっており、数年以内には難しい選択を迫られることになると考えられます。歳出削減が困難であるとの判断が政治的に下された場合、歳出削減の代替として、政府がインフレ昂進を容認し、名目成長率の上昇を利用して債務負担を実質的に軽減させることを目論む可能性があります。

これは、歳出をどの分野に優先的に配分するかという政策と、独立性を保つべき中央銀行の目標との間で矛盾を生じさせるリスクがあり、中央銀行の独立性に疑義を生じさせる可能性があります。また、債務水準が高止まりすることで債券市場が不安定となり、中央銀行がインフレ目標を達成するための舵取りを難しくする可能性もあります。

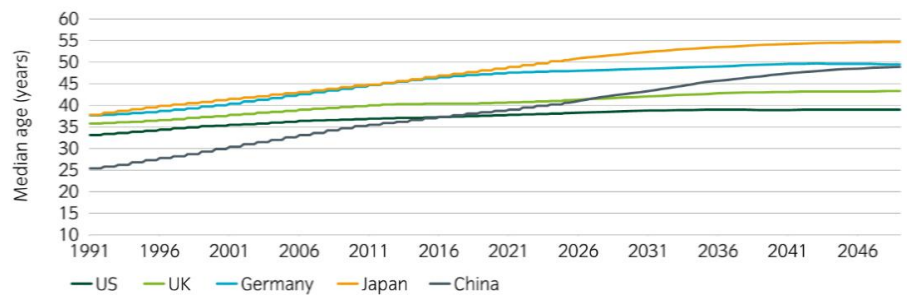
図表5：米国議会予算局の予測では、今後何十年にもわたり米国の政府債務(対GDP比)が上昇する⁵



4 人口動態がインフレ要因に転じ始めた

平均寿命が延びていること、並びに出生率が低下していることにより、世界的に高齢化が進んでいます(図表6)。国連の予測によると、中国、ドイツ、日本、ロシアを含む多くの国は人口が既にピークに達しています。また、全世界人口に占める80歳以上の比率も、2050年までは急激に上昇します。

図表6：主要国の国民の年齢(中央値)は上昇傾向⁶



高齢化は、生産年齢人口が減少する一方で、非生産年齢人口が増加するという扶養比率の上昇を引き起こします(図表7)。日本とドイツでは、生産年齢人口1人に対して被扶養者が約1人という状況になることが予想されています。

長期的には、扶養比率の上昇はインフレ圧力を高めることにつながると考えられています。被扶養者は生産活動に携わらない一方、消費活動は行うため、総需要を押し上げることになり、特にサービス部門において顕著になると考えられています。さらに、高齢者はイノベーション力が弱く、生産性も低いいため、供給サイドに圧力がかかることになるという見方もあります。

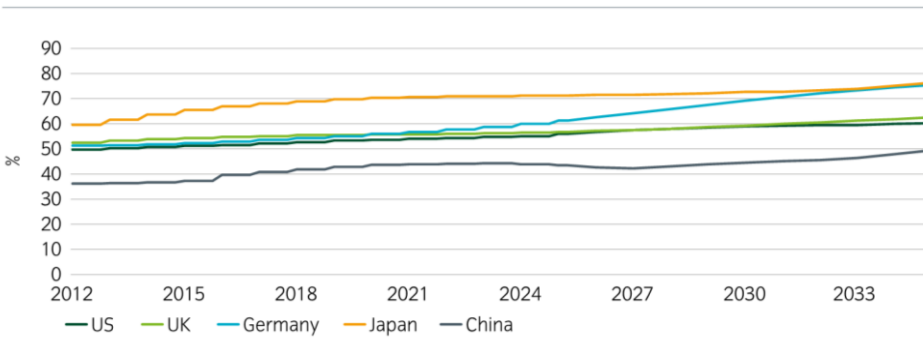
移民は高齢化を緩和することに寄与してきましたが、最近の状況を見ると、欧州や米国への移民は既にピークに達したことが示唆されます。移民政策を厳格化している国も現れ始めており、政策を変更したスウェーデンでは、2024年と2025年に50年以上ぶりに移民が純流出となりました。米国では、国土安全保障省が移民・関税執行局(ICE)の職員を1万人増員する計画が発表されました。

⁵ Source: Congressional Budget Office and Insight as at 9 January 2026.

⁶ Source: Insight and Bloomberg. Data as at 30 April 2026.

労働市場の縮小は、構造的な人手不足や賃金上昇を生み出すこととなりますが、多くの先進国では、それが当たり前になる可能性があります。

図表7：主要国における扶養比率は上昇傾向⁷



5 グローバル化から脱グローバル化へ

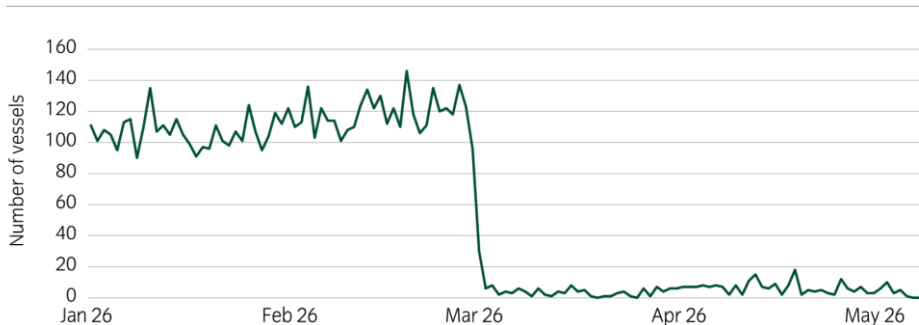
2001年に中国が世界貿易機関 (WTO) に加盟したことを契機に、工業製品の生産のグローバル化が一段と進みました。裕福で、消費の多い国は、人件費の安い国から製品を購入するようになりました。中国はその最大の受益者であり、何百万人も農民が都市部の工場で働くようになりました。生産された製品は安価で、デysinフレ要因となり、多くの国におけるサービス部門のインフレ要因を相殺しました。その影響が極めて大きくなったタイミングでは、各国の中央銀行はインフレよりもむしろデysinフレを懸念材料にするようになりました。

中国は世界的な経済大国となりましたが、そのことで西側諸国との関係が変化しました。従来は中国を貿易相手国として認識していましたが、今や戦略的なライバルになりました。パンデミック、ロシアによるウクライナ侵攻、ホルムズ海峡の封鎖 (図表8) は、サプライチェーンの確保及び安全保障に対する懸念を強める結果となりました。

同時に、脱炭素化への動きが世界的に加速したことで、グローバル化が進んだサプライチェーンの持続可能性が低下しています。多国籍企業は、長距離輸送に伴う二酸化炭素排出量の開示を迫られるなど、厳格な炭素会計が求められています。政策立案者側も、サプライチェーン強化に向けたセキュリティ対策及び気候変動への適応の視点を企業が事業戦略に織り込むことを強く求めています。

グローバル化によるデysinフレ効果が消えつつあり、逆に脱グローバル化に伴うインフレ圧力が高まっています。国内製造業の競争力を守るための関税の活用が増加している一方、コストを削減することは、安全なサプライチェーンを確保することよりも優先順位が低くなってきました。

図表8：ホルムズ海峡を通過する1日当たりの商船の隻数⁸



⁷ Source: Insight and Bloomberg. Data as at 30 April 2026.

⁸ Source: Bloomberg, data between 1 January 2026 and 8 May 2026.

6 脱炭素化はインフレというコストを伴う

2015年にパリで開催された国連気候変動会議 (COP21) においては、世界の平均気温上昇を産業革命以前比で2°Cより十分低く抑え、1.5°C以下に抑える努力をするという、国際的に法的な拘束力をもつ「パリ協定」に196か国が署名しました。目標達成のためには、世界的にエネルギーのシステムを抜本的に転換させることが必要です。国連は、2030年までに先進48か国におけるエネルギー転換にかかる費用が約5.8兆米ドルに達すると予測していますが、これは48か国のGDPの約19%に相当します⁹。

米国は2026年1月に同協定から正式に離脱しましたが、エネルギー転換のモメンタムは衰えていません。引続き各国の政府、規制当局、大手企業は脱炭素化に対する投資のコミットは継続しており、このことはエネルギー、インフラ、産業の各セクターにおける投資需要が増加することを意味しています。

長期的な観点からは、エネルギー転換は世界に恩恵をもたらすとみていますが、短・中期にはインフレ要因になると考えられます。投資先分野が大きく変化することに加え、重要鉱物資源の不足、電力網の容量不足、熟練労働力不足がコストを押し上げる可能性があります。さらに、カーボンプライシングや化石燃料への課税強化などの政策は、経済全体の投入コストを上昇させます。このような要因が相まって、エネルギー価格の上昇を通じてインフレに広範な上昇圧力がかけられ続けると考えられます。

7 AIはディスインフレの要素だと考えられるが、実現はまだ将来のこと

中長期的には、生産性を向上させることで、AIはディスインフレの要因になる可能性があります。ただ、生産性を大きく向上させる革新には時間がかかるのが通常です。19世紀後半に導入された電力も、工場や製造プロセスを適応させる必要があったため、転換に数十年を要しました。

短期的には、AIは巨額の投資を必要とするため、どちらかと言えばインフレ要因と見なされています。米国の2026年におけるAIインフラの投資額はGDPの約2%に達するとの推計がありますが、これは、2000年代初頭のブロードバンド整備時のピークである約1%や、アポロ計画の約0.5%よりも高い水準です。AIへの巨額の投資に伴い、専門性の高い労働力や重要な部品への需要が高まっており、このことも価格上昇圧力を強めることになると考えられます。

また、AIは電力や天然資源の争奪を激化させます。一例として報じられたのが、カリフォルニア州とネバダ州の州境にあるタホ湖のスキーリゾートです¹⁰。同地では、電力を2027年から近隣のデータセンターに供給することが決定されたため、住民は代替となる供給元を探さなければならなくなりました。この例のような、地域への電力供給が停止するような事態が一般的になる可能性があります。

国内のインフレ圧力要因が再び懸念材料

グローバルな要因によるディスインフレが国内のインフレを相殺していたのは過去の話になり、今後は再び、国内要因がそのままインフレに直結することになると考えられます。

国内のインフレ要因を抑制できない場合、グローバルな要因と相まってインフレが昂進し、各国の中央銀行はインフレ率を目標どおりにコントロールし続けることが困難になる可能性があります。このことは、インフレ率の推移やインフレ対策の考え方の違いを反映して、各国間の政策の乖離幅が拡大する可能性が高くなると考えられます。

米国では、経済成長率が予想外に堅調さを維持しているため、成長率よりもインフレ抑制の方が問題であり続けると考えられます。さらに、輸入品に対する広範な関税が、インフレ圧力を強くしています。

生産が低コスト国から自国に戻るにつれ、国内の労働コストや規制がインフレ動向を左右することになると考えられます。労働関連法規が硬直的で、最低賃金が高く、環境規制が厳しく、エネルギーコストが高い国が影響を受けやすくなります。

⁹ Source: [The costs of achieving the SDGs: Energy transition](#), UN.

¹⁰ Source: [Nearly 50,000 Lake Tahoe residents face power loss as utility redirects lines to data centers](#), 12 May 2026, Fortune.

インフレに備える必要性

市場では依然として、世界金融危機後の環境を前提とした見方が根強く、多くの市場参加者は、当時のような極めて低いインフレ率の環境に戻ることを想定しています。投資家は往々にして、直近に経験した環境を基に将来を見通す傾向があり、状況が変化している可能性を受け入れるまでに時間がかかります。

構造的な変化が生じた場合、市場の調整は往々にして同じようなパターンをたどります。初期の兆候は一時的なものとして片付けられ、その後、時間の経過とともにそれまでの見方と整合しない証拠が積み上がり、従来の見方はより強く問われるようになります。最終的には、これまでの前提が崩れるにつれて、市場はより急激な調整を迫られます。

インフレ率が構造的に高い状態にある場合、投資面では以下の点が示唆されます。

- インフレ率の変動は高止まりし、世界的な供給ショックの影響を受けやすい状態が続く可能性があります。
- 実質利回りは、2020年以前と比べて構造的に高い水準になる可能性があります。
- 国ごと、地域ごとに国内のインフレ動向が異なることで、国・地域間のばらつきが拡大する可能性があります。

このような点を踏まえると、ポートフォリオに一定のインフレヘッジを組み入れることは有効と考えられます。具体的には、インフレ連動債やインフレスワップを活用する方法があります。加えて、エクスポージャーを機動的に調整できるアクティブ運用マネジャーに資産を配分することも、インフレを巡る見方がなお定まらない局面では、特に有効な選択肢になり得ます。

執筆者



デイビッド・フッカー

シニア・ポートフォリオ・マネージャー
インサイト・インベストメント



サイモン・ダウン

投資コンテンツ共同責任者
インサイト・インベストメント

重要な情報

- 当資料は、インサイト・インベストメント社が作成した資料をもとに、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が情報提供を目的として翻訳・作成した資料であり、一般投資家への特定の有価証券の勧誘を目的とするものではありません。また、当資料の内容は必ずしも原文の内容と一致するものではありません。
- 翻訳には細心の注意を払っていますが、完全性を保証するものではありません。英文資料と翻訳内容に相違がある場合は英文資料が優先します。
- 当資料に示されている運用成果、データ、見解等は過去の実績および将来の予測であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。第三者機関提供データに関して当資料の作成者は、いかなる保証・責任を負うものではありません。
- 当資料に記載されているいかなる見解も、その執筆者が資料作成時点に入手可能な信頼できると判断した情報に基づき記述したものであり、情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。また、将来予告なく変更することがあります。
- 個々のポートフォリオ運用チームは異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。
- 当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でも当資料の全体または一部を、転用、配布することはできません。

BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第406号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

16600-05-25