BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行　経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

April 11, 2011

＜FOCUS＞

金融政策を占うインフレ率～景気腰折れ無ければ来春に 1%台後半へ

- インフレ圧力が高まっている。コア・インフレ率は昨年 10 月を底に 4 ヶ月連続で上昇幅が拡大。サービス価格を中心に全般的に上昇幅が拡大してきている。景気回復の持続に加え、昨今の資源価格高騰を受けてディスインフレからインフレへの転換が徐々に明確化してきた。こうしたなか、FRB はインフレ警戒姿勢を徐々に鮮明化させている。

- インフレ率が底入れし、金融政策の焦点がインフレ動向に移るという点については、当レポートで指摘して来た通りで予想通りの展開。一方、中近東情勢の緊迫化を受けた原油価格の高騰に伴い川上からのインフレ圧力は想定以上に強まっている。金融市場でも、インフレの影響を受けやすい中長期債を中心に利回りが上昇している。

- 失業率と物価のトレードオフ関係を示すフィリップス・カーブは、この先の CPI がこれまでの景気回復と失業率の低下を受け、上昇幅を緩やかに拡大させることを示唆。期待インフレ率も上昇、ガソリン高の影響が拡大すれば CPI の上昇ペースは加速する可能性を孕む。また、家賃も来年初頃まで上昇基調を維持し CPI の押し上げ要因となる見込み。

- 今後、足元 1%程度のコア・インフレ率は、年末にかけて 1%台半ばまで上昇、来春～夏にかけては前年比+2%に徐々に接近する展開となる公算。今後は、物価指標の振れを映じて金融市場の金融政策の先行きに対する見方が大きく揺れ動く展開が予想される。

- FRB の利上げのタイミングについては 2012 年以降とみてきたが、現時点でもこの見方を維持する。期待インフレ率の上昇を受けて、FRB の出口政策が前倒しになる可能性もあるが、インフレ加速は一方で目先の個人消費の減速要因となるリスクがあり、堅調な景気回復と一本調子でのインフレ率上昇という姿は想定しにくい。FRB は当面は慎重な政策運営を継続すると予想する。

＜経済指標コメント＞

3 月の非製造業 ISM 指数は 57.3。2 月の消費者信用残高は前月比+76 億ドルと 5 ヶ月連続で増加。新規失業保険申請件数（4 月 2 日〆週）は 382 千件（前週比▲10 千件）、継続受給者数（3 月 26 日〆週）は 3,723 千人（同▲9 千人）。

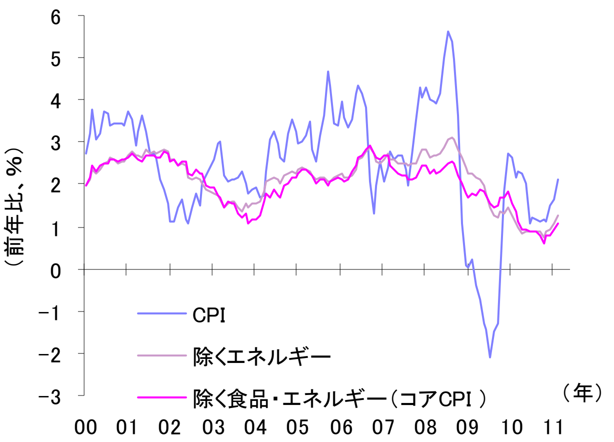
＜FOCUS＞ 金融政策を占うインフレ率～景気腰折れ無ければ来春に 1%台後半へ

高まるインフレ圧力

インフレ圧力が高まってきた。2 月の CPI はヘッドラインが前年比+2.1%まで上昇、コアベースでも同+1.1%と、昨年 10 月の同+0.6%を底に 4 ヶ月連続で上昇幅が拡大している（第 1 図）。

コア CPI の内訳をみると（第 2 図）、資源高の影響を受けやすい運輸サービスに加え、ウェイトの大きい家賃など、サービス価格を中心に全般的に上昇幅が拡大してきている。財の価格もごく小幅ながら 4 ヶ月ぶりにプラスに転じてきた。景気回復の持続に加え、昨今の資源価格の高騰を受けて、ディスインフレからインフレへの転換が徐々に明確化してきたと言える。

第1図：消費者物価指数



（資料）米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

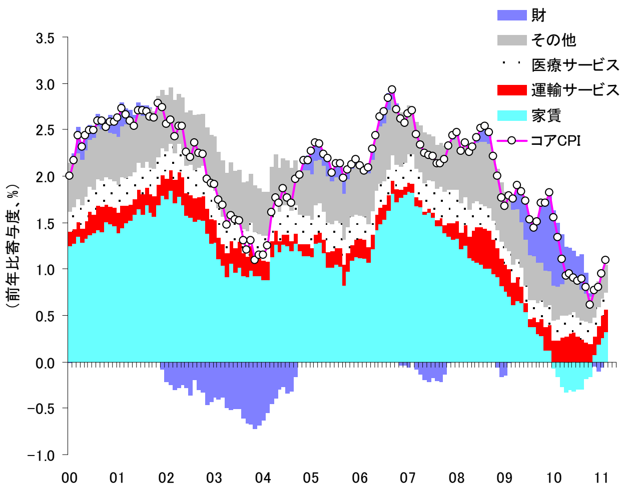
FRB のインフレ注視は想定通り

こうしたなか、FRBはインフレ警戒姿勢を徐々に鮮明化させている。3 月FOMCの声明文ではインフレ警戒姿勢を強く打ち出したほか[1]、今月 4 日にはバーナンキ議長が「インフレとインフレ期待の動向を非常に注意深く監視する必要がある」と発言、本日の講演でイェレン副議長も、資源価格上昇が物価に及ぼす影響は一時的としつつも、「インフレ期待の安定について楽観はできない」と指摘している。

インフレ率が底入れし、金融政策の焦点がインフレ動向に移るだろうという点については、当レポートで指摘して来た通りであり[2]、ここまでは予想通りの展開を辿ってきたと言えるだろう。

一方、中近東情勢の緊迫化等を受けた原油価格の高騰に伴い、川上からのインフレ圧力は想定以上に前倒しで強まってきている。金融市場でも、インフレの影響を受けやすい中長期債を中心に利回りが上昇、米国 10 年債利回りは、日本の大震災後に一旦 3.2%を割り込んだが、足元は 3.5%弱まで上昇してきた。

第2図：消費者物価指数（財・サービス）の推移



（資料）米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

---

[1] 3 月 15 日付 Topics。
[2] 2 月 3 日付 Topics 等ご参照。

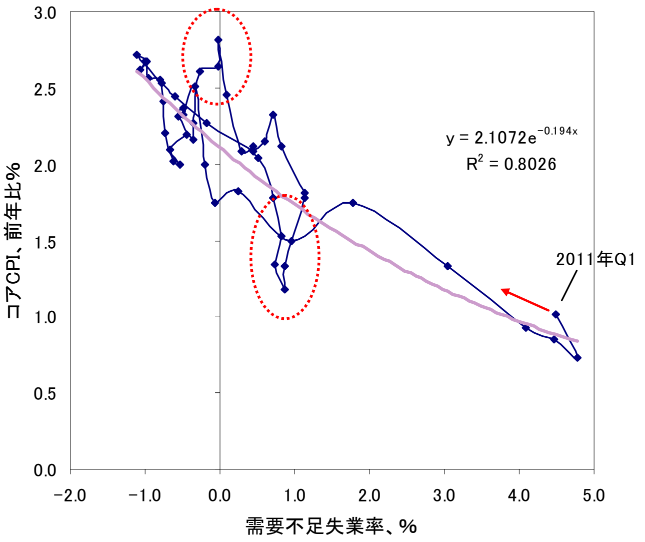
フィリップスカーブは物価安定を示唆？

では、今後の金融政策や金利動向を占うであろうインフレ率は、今後どのようなパスを辿るであろうか。まず、失業率と物価のトレードオフ関係を示すフィリップス・カーブをみると（第3図）、この先のCPIは、これまでの緩やかな景気回復と失業率の低下を受けて、上昇幅を拡大させることが示唆される（図中の赤矢印）。

一方、高失業率の下、フィリップス曲線のカーブはなだらかであり、今後の労働需給のタイト化に伴うインフレ圧力の上昇は緩やかとも言えるだろう。失業率が高止まりするなか、賃金上昇を始めとする物価上昇圧力は生じにくく、金融緩和を続けることが可能であるというFRBのこれまでのスタンスの背景がここにあることは言うまでもない。

ただ、こうした失業率と物価のトレードオフ関係は必ずしも安定的ではない。まず、自然失業率をどうみるかによって、x軸の需要不足失業率（ないし循環的失業率）は大きく変わるが、この点については推計上の不確実性が高く、FOMC内でも意見が割れている。仮に自然失業率が労働市場のミスマッチにより上昇しているならば、足元の需要不足失業率はより低い計算になる。フィリップス曲線のカーブはより鋭角となり、失業率の改善とともにインフレ率は同図が示唆する以上に上昇する可能性があることになる。

第3図：フィリップス・カーブ



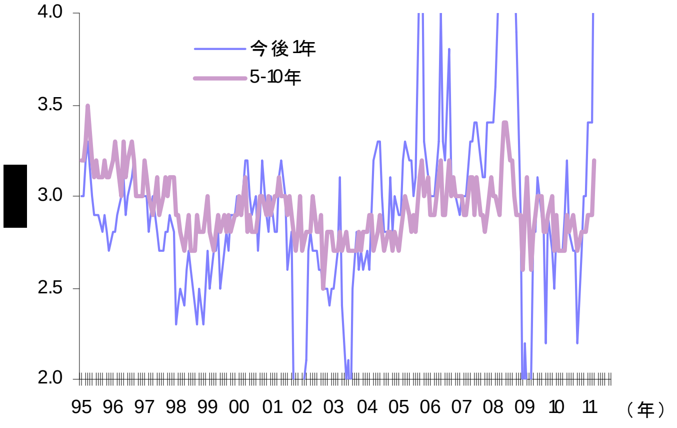
（注）表示期間は1999年～2011年第1四半期。失業率を1年先行。
需要不足失業率は、失業率－自然失業率（CBO推計）とした。
（資料）資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

鍵を握る期待インフレ

また、実際のインフレ率は期待インフレの動向によっても大きく左右される。前掲第3図においてフィリップス曲線から大きく下振れているところは（破線部分）、グローバルにデフレ懸念が拡がった2003年当時、逆に上振れているところは（同）、2005年のハリケーン・カトリーナ襲来後にインフレ懸念が強まった時期のデータである。短期的なインフレ率という観点では、労働需給より期待インフレの方が、その影響度は大きいとも言えるだろう。

足元、家計の期待インフレはミシガン大学の消費者センチメントでみると、ガソリン価格高騰等を受けて大幅に高まっている。市場のインフレ予想を示すとされるブレーク・イーブンインフレ率（名目10年債利回り－物価連動債利回り）も直近は2.66%と、今次景気回

第4図：ミシガン大学　消費者期待インフレ率



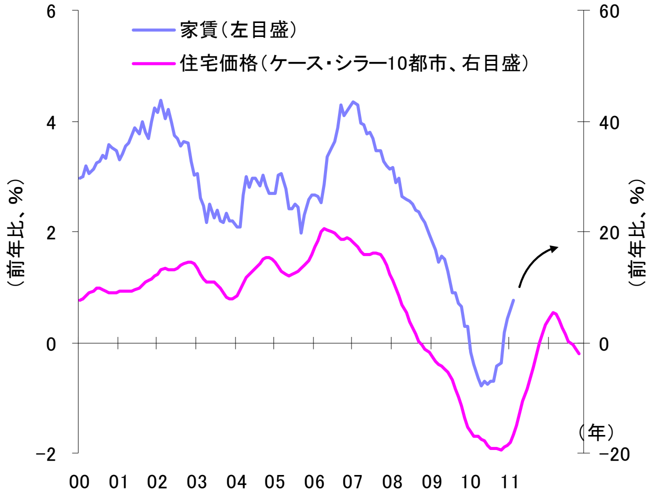
（資料）Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

復局面で最も高い水準まで上昇している。ここもとバーナンキ議長ら FOMC メンバーが、こうした期待インフレの動向を中心に、警戒姿勢を打ち出しているのはごく自然な反応である。

家賃は当面は上昇傾向

加えて、ややテクニカルな点だが、前掲第 2 図でみた家賃も当面は上昇基調を辿るとみられる。家賃動向が金融政策を決めることにはならないが、CPI に占める家賃のウェイトは大きいため無視はできない。家賃（含む帰属家賃）は、通常、賃貸契約が複数年に亘ることを反映して、住宅価格の動きから 2 年弱のラグをもって推移する（第 5 図）。住宅価格は 2009 年春から改善傾向にあったことを踏まえると、これまでの両者の関係が崩れないことを前提とすれば、家賃は来年初ぐらいまでは上昇基調を維持し、CPI の押し上げ要因となるはずである。

第5図：家賃と住宅価格の推移



（注）住宅価格を9四半期先行。
（資料）bloomberg、米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

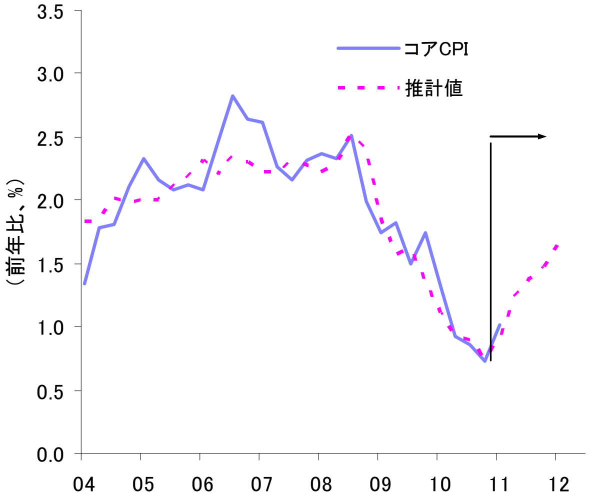
CPI は来春～夏にかけ 1%台後半から 2%へ

このように、労働需給や期待インフレ、家賃などインフレ率の変動要因は、来年初にかけてインフレ率が徐々に上昇する可能性を示している。こうした点を踏まえ、今後のCPI上昇率をラフに試算してみると[3]、足元 1%程度のコア・インフレ率は、今年末にかけて 1%台半ばまで上昇し、来春～夏にかけては前年比+2%に徐々に接近する展開となりそうである（第 6 図）。

もちろん、実際のコア・インフレ率がこうした試算のように安定的な上昇基調を辿ることはないだろう。市場では、FF 金利先物でみると（次頁第 7 図）、今年末から来年初にかけて FRB による小幅の利上げが織り込まれている格好であるが、今後は、月次の物価指標の振れを映じて金融市場の金融政策の先行きに対する見方が大きく揺れ動く展開が予想される。

FRB の利上げのタイミングについては、これまで 2012 年以降とみてきたが、現時点でもこの見方を維持することが妥当と考える。期待インフレ率が一段と上昇し、FRB の出口政策が前倒しになる可能性もみておく必要はあるが、インフレ率の上昇は一方で目先の個人消費の減速要因となる可能性があり、堅調な景気回復と一本調子でのインフレ率上昇という姿は考えにくいためである。米国の個人

第6図：コアCPIの推移

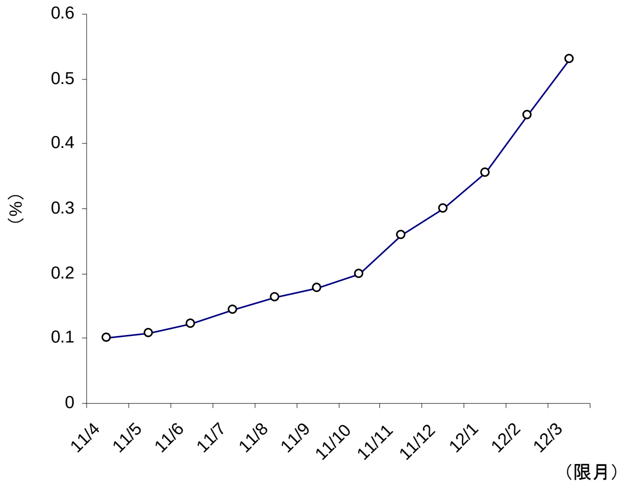


（注）コアCPIを、労働需給・期待インフレ率・住宅価格で推計したもの
（自由度調整済決定係数=0.76）
（資料）労働省・ミシガン大学等資料等をもとに三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3 これまでの原油価格の強含みを踏まえ年末にかけて 120 ドルへ上昇することをここでは前提とした。

消費については、住宅バブル後の過剰債務の調整が進展をみせるなど徐々に正常化に向かっていると評価しているが、原油などエネルギー価格が一段と急上昇してしまった場合にその影響を十分吸収できるほど回復しているわけではない。また、住宅セクターは引き続き脆弱である。上述した通り、家賃は来年初にかけて上昇基調を辿るものの、住宅価格の弱含みが長期化すればその後は逆に物価の押し下げ要因となる可能性が残っている。FRBはこうした点も踏まえながら当面は慎重な金融政策運営を継続すると予想する。

第7図：FF先物の推移

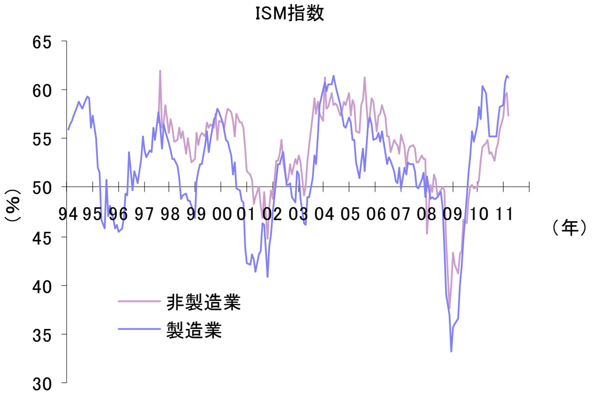


（注）4月11日時点。
（資料）Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

＜FOCUS＞

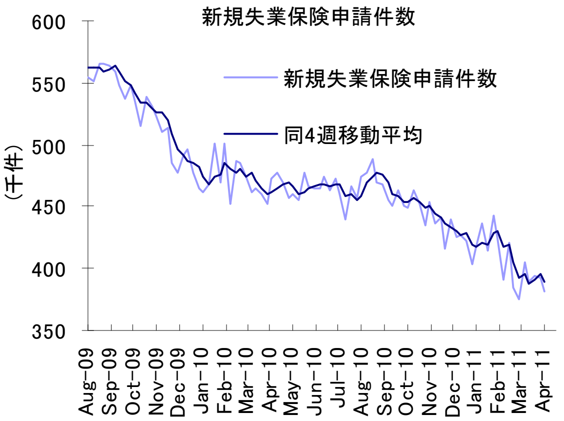
＜経済指標コメント＞

- **3 月の非製造業 ISM 指数は 57.3**：。3 月の非製造業 ISM 指数は 57.3%と 2 月の 59.7%からは減速した。雇用が 53.7%と前月の 55.6%から低下。新規受注も 64.1%と引き続き高水準ながら前月から小幅低下となった。



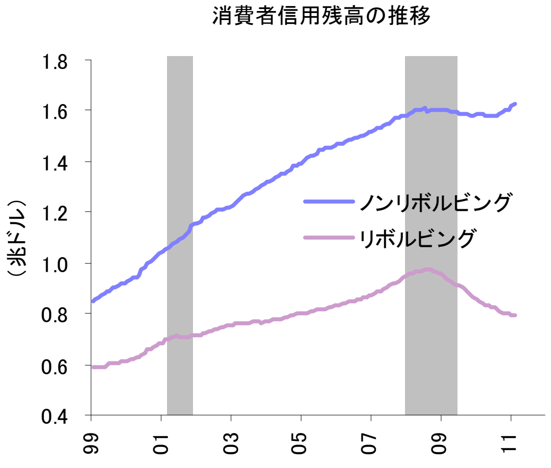
（資料）全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室

- **新規失業保険申請件数（4 月 2 日〆週）は 382 千件（前週比▲10 千件）、継続受給者数（3 月 26 日〆週）は 3,723 千人（同▲9 千人）**：新規失業保険申請件数は 2 週連続での減少。4 週移動平均は 389 千件（前週比▲6 千件）と 6 週連続で 400 千人を下回った。



（資料）米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **2 月の消費者信用残高は前月比+76 億ドルと 5 ヶ月連続で増加**：2 月の消費者信用残高は 2 兆 4,196 億ドルと 5 ヶ月連続で増加。ノン・リボルビングが前月比+103 億ドルと 7 ヶ月連続で増加し全体を牽引。一方、リボルビングは同▲27 億ドルと 2 ヶ月連続で減少。



（注）シャドウは景気後退局面。
（資料）FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(＜経済指標コメント＞)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.