



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

December 29, 2011

<FOCUS>

コア・インフレ2%が示すもの

- ▶ ヘッドライン・インフレ率は漸く頭打ちとなってきたが、食料品とエネルギーを除いたコア・インフレ率は前年比+2.2%まで上昇してきている。物価には慣性が働くことや、前月比ベースの動きを踏まえると、コアベースのインフレ圧力がすぐに低下することは無さそうだ。インフレ率の上昇はデフレ・リスクの逡巡を意味する反面、実質賃金の下押しを通じ個人消費にとってはマイナスだ。
- ▶ コア・インフレ率の上昇をどうみるかだが、ここもとのインフレ率は、これまでのフィリップス曲線から大きく乖離する形となっている。この背景の一つは、今春以降の原油価格高騰等を受けた家計の期待インフレ率が大幅に高まったことである。また、ややテクニカルな要因だが CPI におけるウェイトが大きい家賃もインフレ率の押し上げに作用している。
- ▶ 今後、コア・インフレ率は、従来のフィリップス曲線に回帰する形で低下傾向を辿るだろうか。足元におけるインフレ期待がほぼ長期平均近辺まで安定化してきている点は、先行きのインフレ圧力が徐々に低下することを示唆している。また、家賃も足元の住宅価格の下落を映じて緩やかな低下要因になると予想される。
- ▶ 一方、労働需給の面からは急速にコア・インフレ率が低下することは難しいように思われる。需要不足失業率（実際の失業率－構造的失業率）は、構造的失業の増加に伴い低下しており、実際の労働需給は見た目以上にタイト化している公算が大きいためである。
- ▶ フィリップス曲線の傾きが緩やかであり失業率の低下がインフレ圧力に繋がりにくいことや、家賃の動きを踏まえると、資源高に伴って期待インフレ率が再上昇するリスクを別とすれば、今後、コア・インフレ率がさらに上昇するリスクは大きくないとみられる。他方、今後、期待インフレ率が落ち着くなかでもコア・インフレ率が前年比+2%～+1%台後半で高止まりする場合には、足元の構造的失業の増加を示す一つの方法となる。

<FOCUS> コア・インフレ2%が示すもの

上昇続くコア・インフレ

ヘッドライン・インフレ率は漸く頭打ちとなってきたが、食料品とエネルギーを除いたコア・インフレ率は、直近11月が前年比+2.2%と、2008年10月以来の水準まで上昇してきている（第1図）。

コア・インフレ率については、今年末にかけて同+1%台半ばまで上昇し、来年前半に同+2%へ接近するとみていたが¹、足元はそれを上回る上昇ペースとなっている。物価には慣性が働くことや、前月比ベースの動きを踏まえると（同図）、コアベースのインフレ圧力がすぐに低下することは無さそうだ。

インフレ率の上昇はデフレ・リスクの逡巡を意味する反面、時間当たり賃金が前年比+2%弱の伸びにとどまるなか、実質賃金の下押し要因にもなっており、個人消費にとってはマイナスだ。

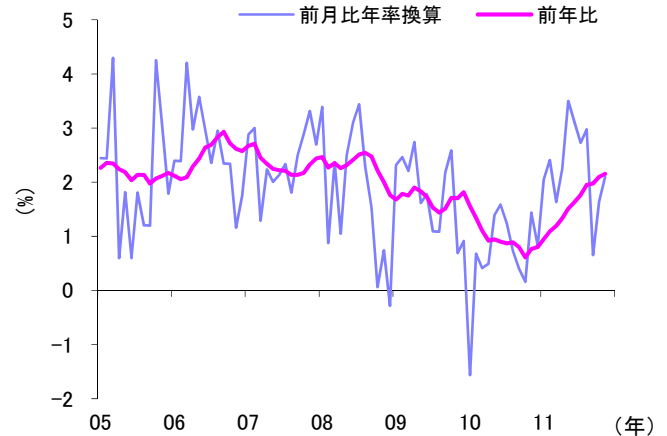
目立つフィリップス曲線からの乖離

前年比+2%超まで高まってきたコアCPIをどうみるかだが、まず労働需給とインフレ率の関係を示す単純なフィリップス曲線からすると、最近の、特に今年第2四半期以降のインフレ率はこれまでのトレンドから大きく乖離する形となっている（第2図）。

この背景の一つはインフレ期待の上昇であろう。今春以降の原油価格高騰やガソリン高を受けて家計の期待インフレ率は、長期平均の3%を大きく上回る4%半ばまで上昇（次頁第3図）、これがインフレ率の押し上げ要因として作用した。期待インフレの上昇がCPIの上振れ要因となることは以前指摘したが、予想以上の押し上げ要因として顕現化した形である。

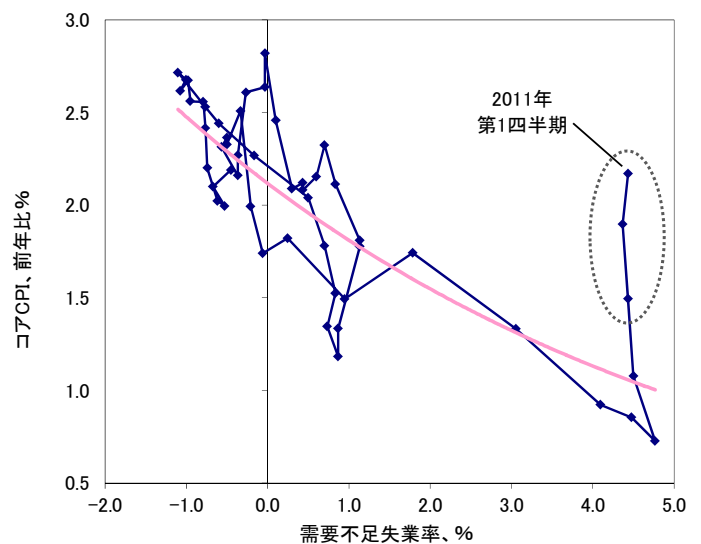
また、ややテクニカルな要因だがCPIにおけるウェイトが大きい家賃もインフレ率の押

第1図：コアCPI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

第2図：フィリップス・カーブ



（注）表示期間は1999年～2011年第4四半期（第4四半期は10・11月平均）。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）、フィリップスカーブは1999年～2010年第2四半期として表示。
（資料）労働省、CBO資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 2011年4月11日付 BTMU Focus ご参照。

し上げに作用している。家賃は前回の景気後退局面で急速に伸びを鈍化させ、2010年は前年比マイナスに落ち込んだが、今年に入ってから上昇傾向に転じ、足元ではコア・インフレ率を同+0.8%程度押し上げている。

期待インフレと家賃はインフレ率低下要因に

今後、コア・インフレ率は、前掲第2図でみた通り従来のフィリップス曲線に回帰する展開となるのだろうか。

まず、足元におけるインフレ期待がほぼ長期平均近辺まで安定化してきている点は、先行きのインフレ圧力が徐々に低下することを示唆している（第3図）。

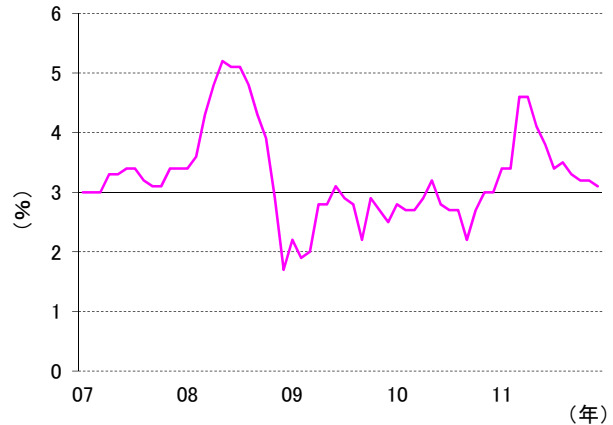
また、家賃については、約2年前の住宅価格の持ち直しを反映して上昇しているが、足元の住宅価格は小幅ながら再び低下傾向にある（第4図）。家賃が住宅価格の動向に対してこれまで通り弾力的であれば、今後の家賃もコア・インフレ率の緩やかな低下要因になると予想される。

労働需給はよりタイト？

一方で、労働需給の面からは、足元の需要不足失業率は3%台半ば（＝現実の失業率8.6%－CBO試算の自然失業率5.2%。前掲第2図の需要不足失業率は1年先行）への低下にとどまっているから、フィリップス曲線が大きく崩れていないとすれば、コア・インフレ率は今後1年程度で前年比+1%台前半まで急低下する形となる。

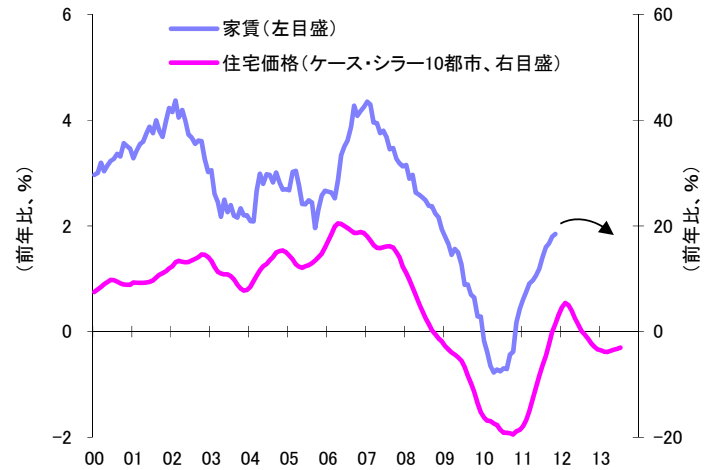
ただ、現実的にはそこまで急速にコア・インフレ率が低下することは難しいように思われる。前掲第2図における需要不足失業率は、構造的失業の増加に伴ってより大きく低下しており、実際の労働需給は見た目以上にタイト化している公算が大きいためである。足元の失業率は欠員率と比べ高止まりが際立っている²。両者の関係（UV曲線）から試算される失業率との乖離は、ミスマッチを背景に構造失業率が高まっている可能性を示している（第5図）。

第3図：期待インフレ率



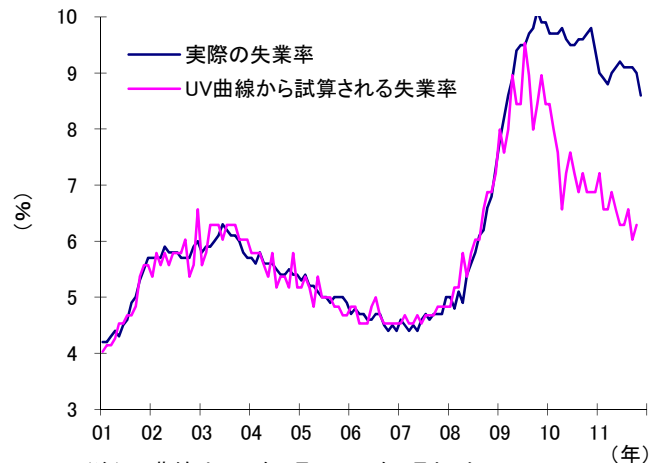
(注)期待インフレは今後1年。
(資料)ミシガン大学資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：家賃と住宅価格



(注)住宅価格を7四半期先行。
(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

第5図：失業率の推移



(注)UV曲線は2001年1月～2009年6月とした。
(資料)労働省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

² 2011年11月16日付BTMU Focus ご参照。

今後のインフレ率が示唆するもの

フィリップス曲線の傾きが緩やかであり失業率の低下がインフレ圧力に繋がりにくいとみられることや、家賃の動きも踏まえると、今後、コア・インフレ率が一段と上昇するリスクは大きくないと考えられる。資源高に伴って期待インフレ率が再上昇するリスクを別とすれば、FRBの金融緩和路線の大きなハードルにはならないということになるだろう。

他方、フィリップス曲線は必ずしも安定的ではないことを割り引く必要はあるが、今後、期待インフレ率が落ち着くなかでもコア・インフレ率が前年比+2%～+1%台後半で高止まりする場合には、足元での構造的失業の増加を示す一つの方法になる。

<FOCUS>

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.