



# 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](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

May 15, 2013

## <FOCUS>

### インフレ率の低下はおそらく一時的

- インフレ率の低下傾向が明確となっている。FRB がインフレ目標（2%）の基準としている PCE 価格指数は、直近 3 月は前年比+1%まで低下、2009 年を除くと今回回復局面で最も低い伸びとなっている。PCE インフレ率は、2002 年～2003 年にも同+1%前後へ弱含んだが、当時、FRB は望ましくないインフレ率の低下リスクを指摘し 2003 年 6 月に小幅の利下げに踏み切っている。
- PCE インフレ率の内訳をみると、足元のディスインフレは、変動の大きい財価格の低下が主導している。財価格は約 3 年半振りの前年比マイナスと弱含みが目立つ一方、サービス価格については、同+1%台後半の上昇率を維持している。
- サービス価格についても微妙に伸び率が低下してきている点には注視が必要だが、今後も総じて安定的に推移する公算が大きいとみられる。ウェイトの大きい医療費の上昇に加え、家賃もこのところの住宅市場の堅調さを反映し 2%程度の上昇傾向が続くとみられるためだ。一方、インフレ率全体を押し下げている財価格については、原油など資源価格安定や、ドル高とそれによる輸入物価低下の影響が大きく出ている。
- 需要サイドの動きは今のところ財価格弱含みの原因とはなっていない。財価格をラフに要因分解すると、原油価格の下落やドル高、低下気味のインフレ期待が物価低下圧力として作用する一方、個人消費の底堅さは物価の押し上げ要因となっている。先行きについても、緩やかな景気回復の継続や足元並みの原油価格の推移を前提とすると、財価格の弱含みは短期的なものにとどまると見込まれる。
- インフレ率低下に歯止めが掛かった場合、金融市場では FRB による追加緩和の必要性低下と資産買入の出口政策がより意識される可能性がある。ただ、景気・雇用の加速を優先し、高めのインフレ率を許容する FRB にとっては、追加緩和を見送る要因にはなるものの、それ以上の意味は持たないとみられる。FRB は低インフレや大幅なデフレギャップが内包する物価安定面での脆弱性も考慮しつつ、財政支出削減の影響を慎重に見極めるスタンスを第 3 四半期頃まで継続するだろう。

## <FOCUS> インフレ率の低下はおそらく一時的

### 1%へ低下した PCE インフレ率

このところインフレ率の低下傾向が鮮明となっている。

FRB が中長期的なインフレ目標（2%）の基準としている個人消費支出（PCE）価格指数は、直近3月は前年比+1%まで低下した（第1図）。前回の景気後退局面及びそこから回復局面初期にあった2008年～2009年を除くと、今回の回復局面では最も低い伸びとなっている。

PCE インフレ率は、2002年～2003年にも同+1%前後へ弱含んだ。当時、FRBは望ましくないインフレ率の低下リスクを指摘し2003年6月に小幅の利下げに踏み切っている（FF金利1.25%→1.0%）。インフレ率低下がFRBの金融政策にどう影響するかに注目が集まっているのは自然な流れである。

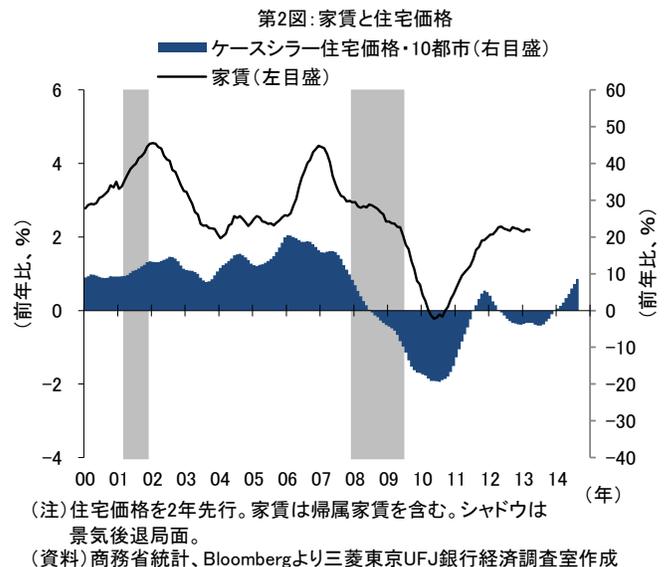
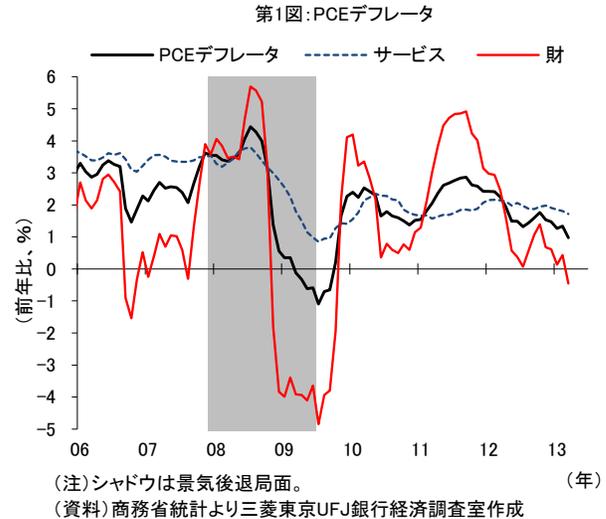
### 下落が明確化する財価格、サービス価格は総じて安定

PCE インフレ率の内訳をみると、足元のデイスインフレは、変動の大きい財価格の低下が主導している（同図）。3月の財価格は前年比▲0.5%と約3年半振りのマイナスに転じており、弱含みが目立つ。一方、サービス価格については、同+1%台後半を維持している。

サービス価格についても微妙に伸び率が低下してきている点には注視が必要だが、今後も総じて安定的に推移する公算が大きいとみられる。サービス消費に占めるウェイトの大きい医療費（3月時点のウェイト24.5%）の上昇に加え、家賃（同22.9%）も2%程度の上昇傾向が続くとみられるためだ。家賃は住宅価格に2年程度遅れて推移するが（第2図）、このところの住宅市場の堅調さや、住宅価格に対する家賃の感応度を踏まえると、2011年を中心とした住宅価格の下落はさほど反映されない可能性が高い。

### インフレ率低下の背景は資源価格安定やドル高

一方、インフレ率全体を押し下げている財価格については、商品市況や為替変動に伴う輸入物価など、川上段階における物価変動の影響をより強く受けている。財価格は概ね原油価格（WTI）と平行、ドル相場とは逆相関の関係で推移していることから、ここもとの財価格の弱含みは、原油など資源価格安定や、ドル高とそれによる輸入物価低下の影響が大きいこ



とが窺える（第3図）。WTIは1バレル=90ドル前半で安定推移しているほか、昨年以降、名目実効ドル相場の緩やかな上昇が続くなか、輸入物価も下落傾向にある<sup>1</sup>。

### 需要は今のところ底堅さを維持

他方、需要サイドの動きは、実質個人消費が前年比+2%前後の増加が続いていることを踏まえると、今のところ財価格弱含みの原因にはなっていないとみられる。

財価格の推移を、個人消費や資源価格、ドル相場、インフレ期待によりラフに要因分解すると（第4図）、原油価格の下落やドル高、若干低下気味のインフレ期待が物価の低下圧力として作用する一方、個人消費の底堅さは物価の押し上げ要因となっていることがみてとれる。インフレ率低下の主因が資源価格や為替相場などの変動によるものであり、需要の弱さが原因でなければ、ディスインフレに対する過度の懸念は不要であり、むしろ家計の実質購買力改善を通じ、足元の個人消費を下支えしているとも言える。

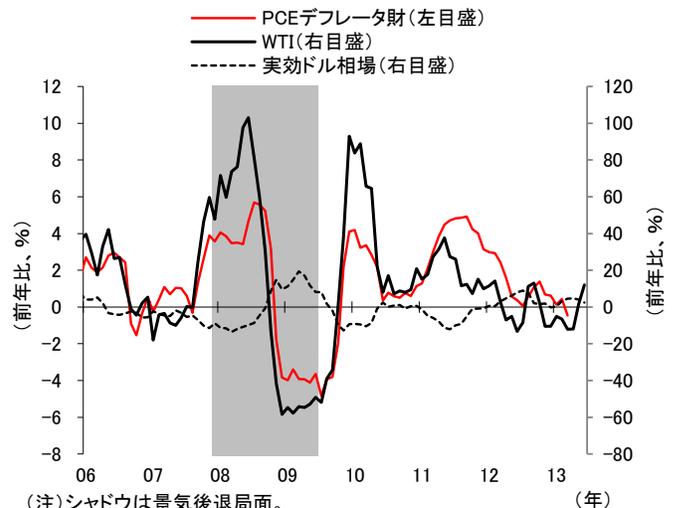
また、先行きについても、緩やかな景気回復が続く前提のもと、足元の原油価格などの推移を踏まえると、財価格の弱含みは短期的なものにとどまることが示唆される（同図）。

### 金融政策運営への影響は限定的

仮にインフレ率の低下傾向に歯止めが掛かってきた場合、金融市場では、FRBによる追加緩和の必要性低下と、その先にある資産買入策の出口がより意識される可能性はあるだろう。短期的には、金利上昇・ドル高の動きが強まる展開も想定される。

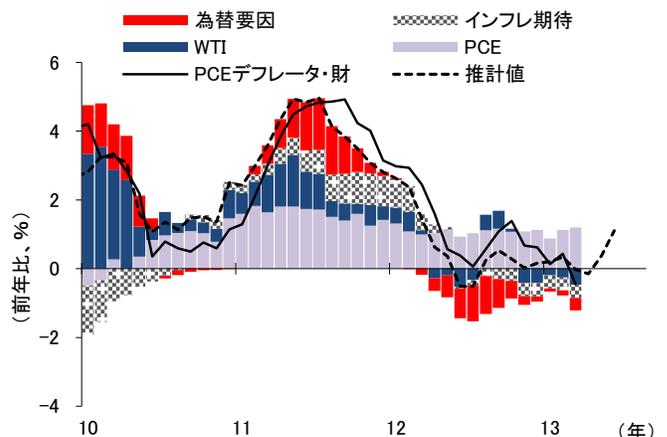
一方、FRBにとってのインプリケーションはそこまで単線的ではないと考えられる。インフレ率が緩やかに底入れした場合にもディスインフレであることに変わりはない。予想外の外的ショックが加わった時にディスインフレ傾向が強まる、乃至デフレに陥るリスクは相対的に高いことになる。足元のデフレギャップが5%台半ばと、ディスインフレが利下げに繋がった2003年当時のデフレ・ギャップ1%強と比べて依然大きいことも当然考慮されるだろう。また、低インフレは、部分均衡的には資源価格等の下落により説明できるが、マクロ的に捉えれば需要の弱さを反映したのものである。景気・雇用の加速を優先し、そのためには幾分高めインフレ率も許容するFRBとしては、デ

第3図：PCEデフレーター・財とWTI、ドル相場



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

第4図：PCEデフレーター財の要因分解



(注)PCEデフレーター・財を個人消費(需給要因)、WTI(資源価格要因)、期待インフレ率(期待要因、1年先)、実効ドル相場(為替要因)で、ラフに推計したもの(推計期間は2010年1月～2013年3月。2013年4月以降は外挿値に基づく試算値、自由度修正R<sup>2</sup>=0.89)。  
(資料) 商務省、Bloomberg、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> 4月輸入物価については5月14日付Diaryご参照。



イスインフレ傾向に歯止めがかかることは、追加緩和の必要性を低下させる要因にはなるものの、それ以上の意味は持ちえず、第3四半期頃までは、予想される財政支出削減の影響を慎重に見極めるスタンスが継続されることとなるだろう。

<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、宜しくご願ひ申し上げます。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.