



# 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

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, [hikurihara@us.mufg.jp](mailto:hikurihara@us.mufg.jp)

A member of MUFG, a global financial group

October 20, 2015

## <FOCUS>

### インフレの“基調”は上向き

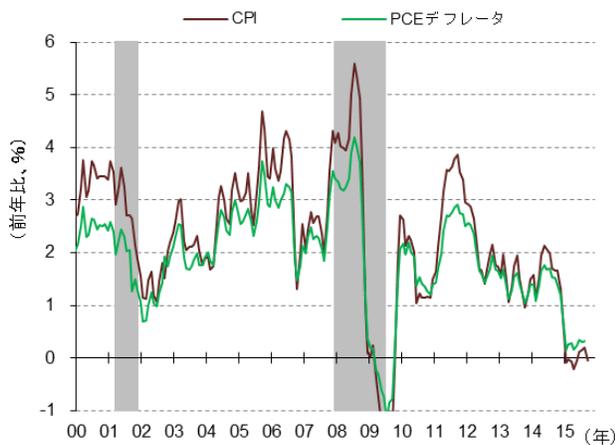
- 9月の消費者物価指数（CPI）は、総合指数が前年比0.0%となり8月（同+0.2%）から減速した一方、エネルギーと食品を除いたコア指数は同+1.9%と8月（同+1.8%）から加速した。これまでのエネルギー価格下落やドル高による輸入価格下落等が、足元の総合指数の上昇を抑制している。
- コア指数については、このところ個人消費支出（PCE）デフレーターに比べてCPIの上昇率が高く、両者の方向感も異なっている。元々CPIの上昇率はPCEデフレーターよりも高い傾向にあるが、再び乖離が顕著となった背景としては、両者における住居費と医療費のウェイトの相違等が挙げられる。
- コア指数で（供給側の要因を除いた）インフレの基調を判断することは、足元では特に難しい。コアCPIとコアPCEデフレーターの間接的な影響も受けるためだ。そこで、例えばコア指数よりも振れが小さく、インフレの基調を適切に示してきたとされるメディアンCPIを確認すると、直近9月は前年比+2.5%との結果。上昇率は高まっている。
- インフレの基調を判断する上でフィリップス曲線も重要となるが、通常失業率ギャップとインフレ率のみを用いたシンプルな形では、特に金融危機以降の米国における関係を捉えることは難しい。近年の米国では、期待インフレ率を考慮し短期失業率を用いたフィリップス曲線型インフレ推計値が、インフレの基調を最も適切に示しているようだ。当該推計値は、期待インフレ率の安定推移と失業率ギャップの累積的な改善を受け上昇傾向にある。エネルギー価格や輸入価格下落の影響が一巡すれば、このような基調的なインフレ圧力が顕在化し易く、FRBによる緩やかなペースでの政策金利引き上げをサポートしよう。
- なお、目先について言えば、FRBは物価面において長期の期待インフレ率を気にしている。長期の期待インフレ率は、家計、企業、専門家等への調査結果が安定的な一方、金融市場から観察される値は足元で低下傾向にあり、FOMC議事録でも懸念が示された。金融市場から観察される長期の期待インフレ率は原油価格に左右され易い。原油価格が下げ止まるか幾分持ち直しているタイミングでないと、利上げを開始することは難しそうだ。

## <FOCUS>インフレの“基調”は上向き

### CPIの総合指数はゼロ近傍

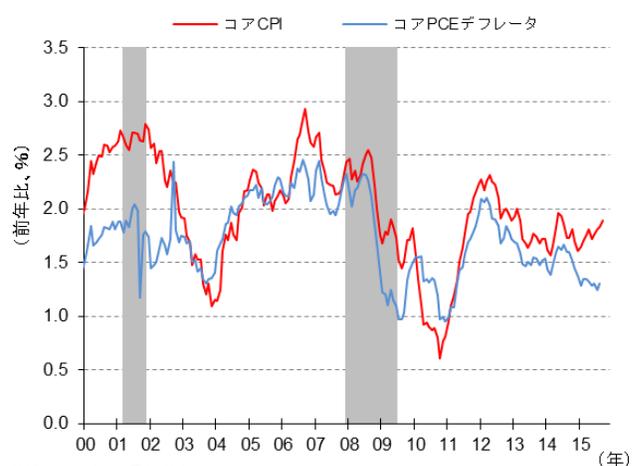
9月の消費者物価指数（CPI）は、総合指数が前年比0.0%となり8月（同+0.2%）から減速した一方（第1図）、エネルギーと食品を除いたコア指数は同+1.9%と8月（同+1.8%）から加速した（第2図）。また、FRBがインフレ目標（2%）の基準としている個人消費支出（PCE）デフレーターは、直近8月に総合指数が同+0.3%、コア指数が同+1.3%となっている。これまでのエネルギー価格下落やドル高による輸入価格下落等が、足元の総合指数の上昇を抑制している。

第1図: CPIとPCEデフレータの推移



(注)シャドウは景気後退局面。  
(資料) 米国労働省、商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: コアCPIとコアPCEデフレータの推移



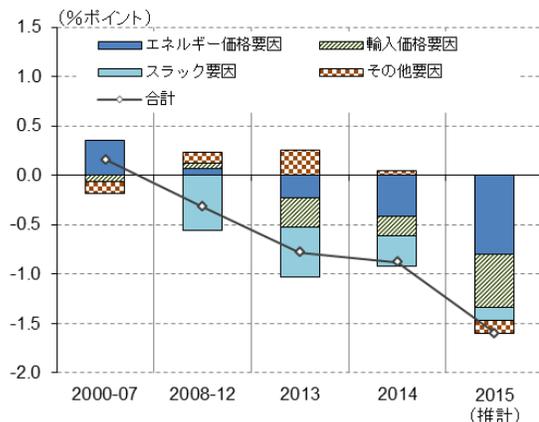
(注)シャドウは景気後退局面。  
(資料) 米国労働省、商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### エネルギー価格と輸入価格を主因にインフレ率はFRBの2%目標から大きく下振れ

エネルギー価格や輸入価格下落の影響について、例えばイエレンFRB議長の講演（9月24日）で示された、PCEデフレータの目標値2%からの下振れ部分に関する要因分解を確認する。

2014年の下振れ部分（▲0.88%ポイント）については、うちエネルギー要因が▲0.42%ポイント、輸入価格要因が▲0.42%ポイント（第3図）。2015年の下振れ見込み部分（▲1.6%ポイント）については、うちエネルギー要因が▲0.80%ポイント、輸入価格要因が▲0.54%ポイントとされている。エネルギー価格要因と輸入価格要因が下振れの大部分を占めている状況だ<sup>1</sup>。

第3図: PCEインフレ率の2%からの乖離部分の要因分解



(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> ここでの要因分解では、スラック要因の算出に通常のU-3ベース失業率を使用。エネルギー価格要因と輸入価格要因の規模感を把握することが目的であり、スラック要因の大きさは幅を持つ必要がある。

## コア CPI とコア PCE デフレーター の乖離の背景には、住居費や医療費の動向

コア指数については、このところ PCE デフレーターに比べて CPI の上昇率が高く、両者の方向感も異なっている。元々 CPI の上昇率は PCE デフレーターよりも高い傾向にあるが、再び乖離が顕著となった背景としては、両者における住居費と医療費のウェイトの相違等が挙げられる。

住居費のウェイトは、コア PCE デフレーターでは 20% 程度の方、コア CPI では 40% 程度に達する。医療費のウェイトは、コア PCE デフレーターでは 25% 程度の方、コア CPI では 10% 程度に止まる。

このようにウェイトに大きな差があるなか、CPI ベースでみると、家賃は直近 9 月に前年比 +3.7% と上昇率が高まっている一方、医療費は同 +2.5% と過去に比べて上昇率のレンジが切り下がり両者の乖離に繋がっている（第 4 図）。

第4図: CPIにおける家賃と医療費の推移



(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

## インフレの基調を把握するには、メディアン CPI も有効

コア指数で（供給側の要因を除いた）インフレの基調を判断することは、足元では特に難しい。コア CPI とコア PCE デフレーター の方向感の相違に加え、そもそもコア指数は輸入価格下落の影響だけでなくエネルギー価格下落の間接的な影響も受けるためだ。

そこで、例えばコア指数よりも振れが小さく、インフレの基調を適切に示してきたとされるメディアン CPI（調査品目を物価上昇率順に並べて、中央に位置する品目の価格の動きをみたもの、クリーブランド連銀算出）を確認すると、直近 9 月は前年比 +2.5% との結果（第 5 図）。上昇率は高まっている。

第5図: コアCPIとメディアンCPIの推移



(注) シャドウは景気後退局面。

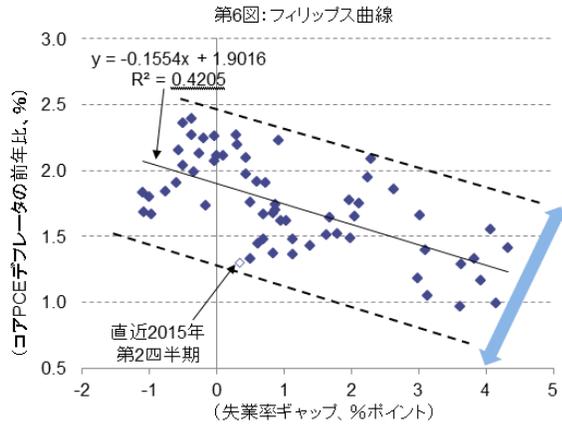
(資料) 米国労働省、クリーブランド連銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 期待インフレ率を考慮し短期失業率を用いたフィリップス曲線型インフレ推計値は上昇傾向で推移

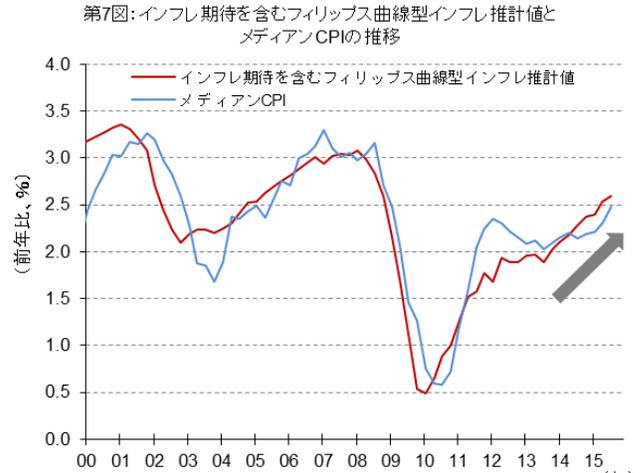
インフレの基調を判断する上でフィリップス曲線も重要となるが、通常失業率ギャップとインフレ率のみを用いたシンプルな形では、特に金融危機以降の米国における関係を捉えることは難しい（第 6 図）。

近年の米国では、期待インフレ率を考慮し（失業期間が 27 週以上の長期失業者を除いた）短期失業率を用いたフィリップス曲線型インフレ推計値が、インフレの基調を最も適切に示し

ているようだ (Ball, Mazumber(2015))<sup>2</sup>。当該推計値は、期待インフレ率の安定推移と失業率ギャップの累積的な改善を受け上昇傾向にある (第7図)<sup>3</sup>。エネルギー価格や輸入価格下落の影響が一巡すれば、このような基調的なインフレ圧力が顕在化し易く、FRB による緩やかなペースでの政策金利引き上げをサポートしよう。



(注) 表示期間は2000年第1四半期～2015年第2四半期。失業率ギャップは、(実際の失業率) - (自然失業率)。自然失業率は議会予算局による推計値を使用。  
(資料) 米商務省、労働省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注) 『インフレ期待を含むフィリップス曲線型インフレ推計値』は、Ball, Mazumber (2015)を参考に作成。失業率ギャップは、短期失業率ギャップを使用。  
(資料) クリーブランド連銀統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

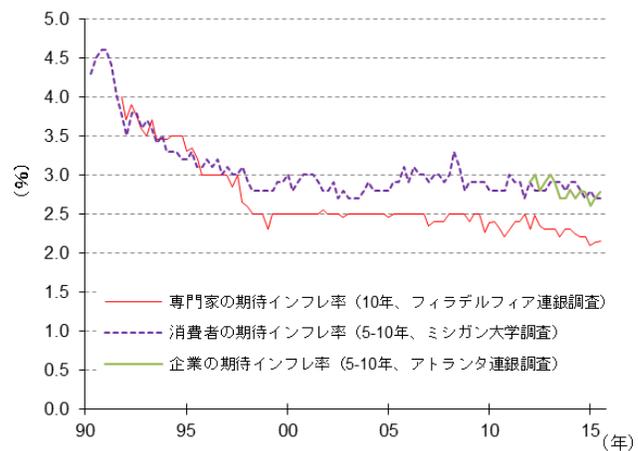
### 家計、企業、専門家等の長期の期待インフレ率はますます安定的

なお、目先について言えば、FRB は物価面において長期の期待インフレ率を気にしている。期待インフレ率は、家計、企業、専門家等を対象に様々な調査が行われているほか、金融市場からも観察することが可能である。

家計を対象としたミシガン大学消費者信頼感指数の期待インフレ率(向こう5年～10年)は、足元で2%台後半(第8図)。専門家を対象としたフィラデルフィア連銀によるフォーキャスター調査の期待インフレ率(10年)は、足元で2%台前半となっている。このところやや低下しており基本的には安定している。

また、アトランタ連銀が調査している企業の長期の期待インフレ率は 2%台後半で安定

第8図: 長期の期待インフレ率の推移



(資料) ミシガン大学、フィラデルフィア連銀、アトランタ連銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>2</sup> ここでは Ball, Mazumber(2015)で示された関係式  $\pi_t = \pi^e - \alpha(u^{*s} - u^s_{t-1})$  を使用。  $\pi_t$  は現在のインフレ率、  $\pi^e$  は期待インフレ率でフィラデルフィア連銀による専門家調査 (10年) の値を使用、  $\alpha$  は-0.981、  $u^{*s}$  は短期失業率の自然失業率でここでは4.4%で一定と仮定、  $u^s_{t-1}$  は短期失業率で  $t-1$  期から  $t-4$  期の平均を使用。なお、ここで対象外としている長期失業者は短期失業者に比べれば賃金への影響が小さいと考えられるが、勿論ゼロではないであろう。

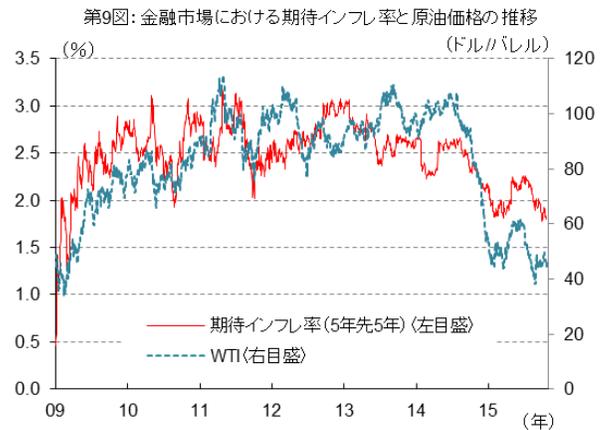
<sup>3</sup> このようななかで足元の名目賃金上昇率に加速がみられない背景には、①インフレ率はインフレ期待がアンカーとなっている、②低水準の総合インフレ率の影響を受けている、③賃金の統計自体が過小な結果となっている可能性がある、等が考えられる。そもそもフィリップス曲線で示されるインフレ率と失業率ギャップ (=賃金) の因果関係は簡単ではなく (不透明な部分も多く)、相互に影響し合っている部分も多い。例えば、賃金設定に際してはインフレ率が参考にされる一方、賃金上昇は消費の拡大を通じインフレ率を上昇させる。

している<sup>4</sup>。家計、企業、専門家等の長期の期待インフレ率はますます安定的である。

### 金融市場から観察される長期の期待インフレ率は低下傾向

一方、金融市場から観察される長期の期待インフレ率は足元で低下傾向にある。この点については FOMC 議事録で懸念が示されたほか、イエレン FRB 議長も 9 月 24 日の講演で、インフレ連動債から算出されるインフレ補償 (inflation compensation) は、インフレ期待だけではなく流動性やリスクプレミアムの影響を受けるため解釈が難しいものの、過去 1 年程度のインフレ補償の低下は市場参加者が低インフレが持続するとみていることを示唆しているかもしれないと言及。

金融市場から観察される長期の期待インフレ率は原油価格に左右され易い (第 9 図)。原油価格が下げ止まるか幾分持ち直しているタイミングでないと、利上げを開始することは難しそうだ。



(栗原 浩史)

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せよう、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.

<sup>4</sup> 調査開始は 2012 年。