

# MUFG Focus USA Weekly

## 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 (hikurihara@us.mufg.jp)  
Director and Chief U.S. Economist

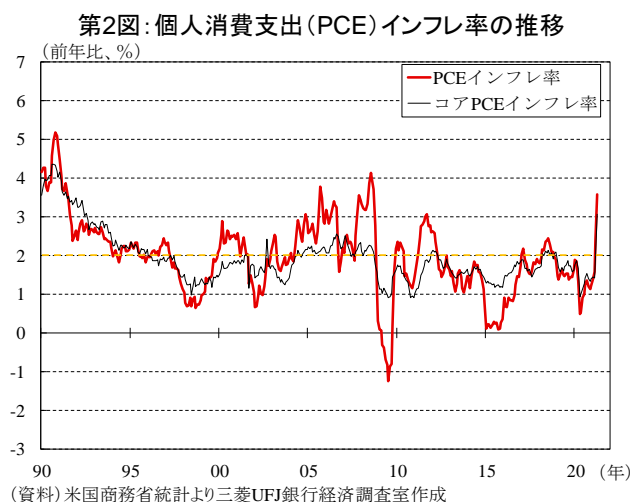
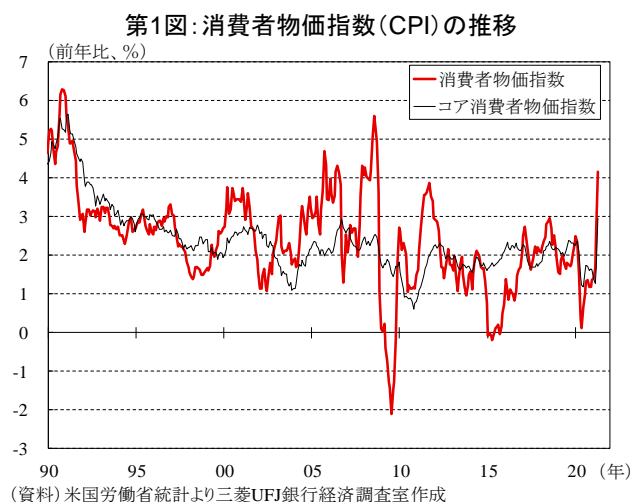
### インフレの現状と見通し

#### 【要旨】

- ◇ インフレ率が足元で高まり、その行方が注目を集めている。4月のPCE（個人消費支出）インフレ率は総合指数が前年比+3.6%（3月：同+2.4%）、コア指数が同+3.1%（3月：同+1.9%）となり高い上昇率を記録した。インフレ率が足元で高まっている主な背景は、「経済活動の制限解除や大型経済対策を受けて需要が急速に増加する一方、供給側で再開・正常化に時間を要している」「比較対象の前年が低かったことによるベース効果」「エネルギー価格の上昇」等と考えられる。
- ◇ これらの背景は概ね一時的と捉えられるほか、①「マクロ経済指標も需給の持続的な逼迫を示唆していない」、②「足元の物価上昇はどちらかと言えば一部品目が牽引し広範な品目に及んでいない（インフレの基調はより緩やかな可能性が高い）」、③「長期の期待インフレ率の上昇は限定的である」等も指摘できるため、高めのインフレ率が持続する土壌が現時点で存在しているとは言えないであろう。
- ◇ 今後景気回復が進んだ場合、近年の経済構造や政策の変化が物価に与える中長期的影響には目配りが求められよう。即ち、経済全体の需給が正常化した状況でもパンデミック前と同程度にインフレが抑制される構造かどうかについては予断を持たずにみていく必要がある。例えば、「パンデミックを契機に、またはパンデミックと相前後して近年の物価に対する構造的な低下圧力が弱まっている（一巡している）可能性」、「FRBが低インフレを警戒して昨年導入した『柔軟な平均インフレ目標政策』が効果を発揮する」、「バイデン民主党政権の掲げる政策が賃金・物価に対して構造的な上昇圧力となる」等により、所謂「フィリップス曲線のフラット化」が修正される展開が考えられる。但し、こうした展開の政治的な是非にも議論があるところであり、現時点でその可能性を評価することは容易ではない。
- ◇ なお、1960年代・70年代のような形で高インフレが米国経済にとって深刻な問題となるリスク等も指摘されるが、現在のFRBは金融政策でそうした状況を回避するとの姿勢であり、そうであればそのリスクの蓋然性は低いのではないだろうか。

## インフレ率が足元で高まり、その行方が注目を集めている

インフレ率が足元で高まり、その行方が注目を集めている。4月の消費者物価指数（CPI）は、総合指数が前年比+4.2%（3月：同+2.6%）、「食品」と「エネルギー」を除いたコア指数が同+3.0%（3月：同+1.6%）となり（第1図）、FRBが重視しているPCE（個人消費支出）インフレ率は同月、総合指数が同+3.6%（3月：同+2.4%）、コア指数が同+3.1%（3月：同+1.9%）となった（第2図）。PCEインフレ率の総合指数は2008年9月以来、コア指数は1992年7月以来の高い上昇率となっている。



## インフレ率が足元で高まっている主な背景は一時的と捉えられる

インフレ率が足元で高まっている主な背景は、「経済活動の制限解除や大型経済対策を受けて需要が急速に増加する一方、供給側で再開・正常化に時間を要している」「比較対象の前年が低かったことによるベース効果」「エネルギー価格の上昇」等と考えられる。

これらの背景は概ね一時的と捉えられるほか、①「マクロ経済指標も需給の持続的な逼迫を示唆していない」、②「足元の物価上昇はどちらかと言えば一部品目が牽引し広範な品目に及んでいない（インフレの基調はより緩やかな可能性が高い）」、③「長期の期待インフレ率の上昇は限定的である」等も指摘できるため、高めのインフレ率が持続する土壌が現時点で存在しているとは言えないであろう。

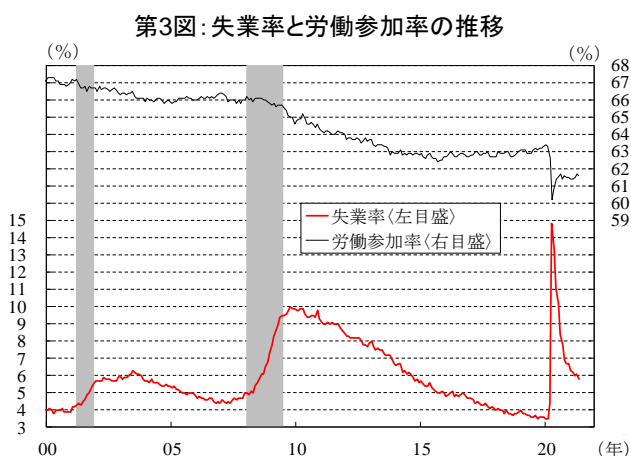
## 失業率はパンデミック前の水準までには依然として距離がある

上記①のマクロ経済指標について、例えば失業率は直近5月に5.8%へ低下したが、パンデミック前の水準（2020年2月：3.5%）までには依然として距離がある（次頁第3図）。また、労働参加率は61.6%とパンデミック前（2020年2月：63.3%）に比べて低く、労働市場の需給ギャップは失業率が示唆する以上に大きい可能性がある。こうしたなかで賃金上昇率も比

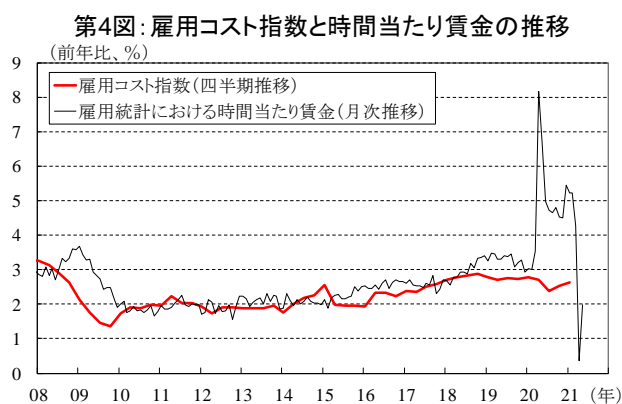
較的緩やかに止まっており、雇用統計の時間当たり平均賃金は5月が前年比+2.0%上昇、雇用コスト指数は直近1-3月期が同+2.6%上昇と、コロナ禍前より低い伸びで推移している(第4図)<sup>(注1)</sup>。

また、設備稼働率をみても直近4月に74.9%とパンデミック前(2020年2月:76.9%)よりも依然低い水準にある。

(注1) 雇用統計の時間当たり賃金はコロナ禍で大きく変動しているが、これは個々の賃金水準が大きく変動したというよりも雇用者数全体に占める業種割合の変化を主に反映している(雇用者数の減少率は業種間の差が大きかった)。雇用統計の時間当たり賃金は業種割合を固定せずに算出しているが、雇用コスト指数は業種割合を固定して算出している。



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。  
(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



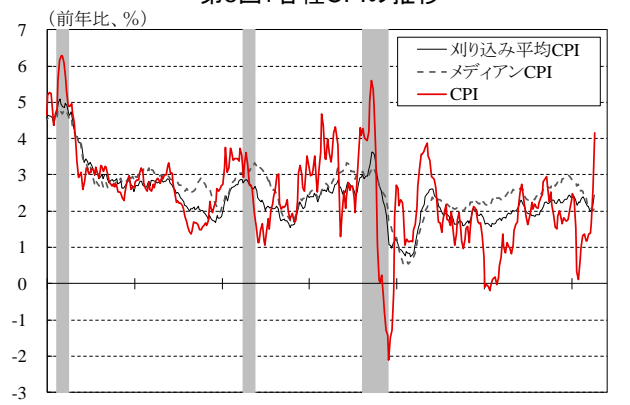
(注) 1. 『雇用コスト指数』は、給与・賃金に加えて福利厚生費等を含む。業種ウェイトを固定して算出。  
2. 『時間当たり賃金』は、全労働者ベース。  
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 長期の期待インフレ率の上昇は限定的である

上記②について、インフレ率の基調を捉えるとされる「刈り込み平均CPI」や「メディアンCPI」をみると、上昇は比較的限定されている(次頁第5図)。

上記③について、金融市場で観察されるインフレ期待であるブレイク・イーブン・インフレ率をみると、より長期を表す「5年先5年」も他の期間同様上昇しているものの、過去と比べた場合その伸びが特段高いわけではない(次頁第6図)。また、サーベイ・ベースで観測されるインフレ期待の一つとしてミシガン大学消費者信頼感指数における消費者の予想インフレ率をみても、直近5月に「向こう1年」が4.6%、「5~10年」が3.0%となっている。「5~10年」は上昇しているが近年見られなかった水準というわけではない。

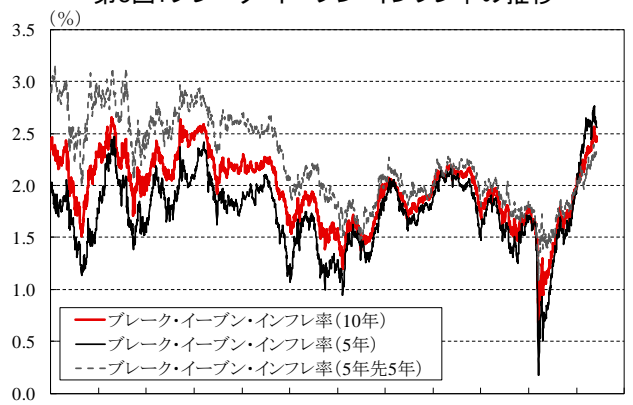
第5図:各種CPIの推移



(注) 網掛け部分は景気後退期間。

(資料) 米労働省、クレーブランド連銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図:ブレイク・イーブン・インフレ率の推移



(注) 『ブレイク・イーブン・インフレ率』は、国債とインフレ連動債との利回り格差。

(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 近年の経済構造や政策の変化が物価に与える中長期的影響には目配りが求められる

今後、供給側の制約が需要の回復に合わせどの程度のペースで解消されるのかは依然不透明である。ただ、仮に順調に景気回復が進んだ場合でも、近年の経済構造や政策の変化が物価に与える中長期的影響には目配りが求められそうだ。即ち、需給が概ね正常化した状況でも、パンデミック前と同程度にインフレが抑制される構造かどうかについては予断を持たずにみていく必要がある。

例えば、「パンデミックを契機に、またはパンデミックと相前後して近年の物価に対する構造的な低下圧力が弱まっている（一巡している）可能性（物価低下圧力として指摘されてきたグローバル化が保護主義の台頭や経済安全保障の重要性から後退する等）」、「FRB が低インフレを警戒して昨年導入した『柔軟な平均インフレ目標政策』が効果を発揮する<sup>(注2)</sup>」、「バイデン民主党政権の掲げる政策（例えば経済格差対策や気候変動対策）が賃金・物価に対して構造的な上昇圧力となる」等により、所謂「フィリップス曲線のフラット化」<sup>(注3)</sup>が修正される展開が考えられる。もっとも、現時点ではそうした展開の政治的な是非にも議論があり、それが現実のものとなる可能性を評価するのは容易なことではない。

なお、1960年代・70年代のような形で高インフレが米国経済にとって深刻な問題となるリスク等も指摘されるが、現在のFRBは金融政策でそうした状況を回避するとの姿勢であり、そうであればそのリスクの蓋然性は低いのではないだろうか。

(注2) FRBはインフレ率の長期目標（2%）からの持続的な下振れを懸念し、昨年8月に金融政策運営の新たな枠組み（具体的には「長期目標と金融政策戦略に関する声明」の修正版）を発表した。新たな枠組みでは、インフレ率について一定期間の平均で2%目標の達成を目指すこととされた（柔軟な平均インフレ目標）。金融政策運営の新たな枠組みについては、2020年8月31日付 Weekly「FRBは金融政策運営の新たな枠組みを発表」を参照されたい。

(注3) フィリップス曲線は労働市場の需給ギャップ（または経済全体の需給ギャップ）とインフレ率の関係を示すものであり、近年は需給ギャップが縮小してもインフレ率の上昇が限られたことからフィリップス曲線がフラット化した等と指摘されている。

(2021年6月4日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

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、金融商品の販売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。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

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 MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") 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 MUFG Bank. MUFG Bank 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 MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank 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 MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.