

MUFG Focus USA Topics

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Akira Yoshimura | 吉村 晃 (ayoshimura@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

インフレ率は春以降にピークアウトも高止まりするリスク

【要旨】

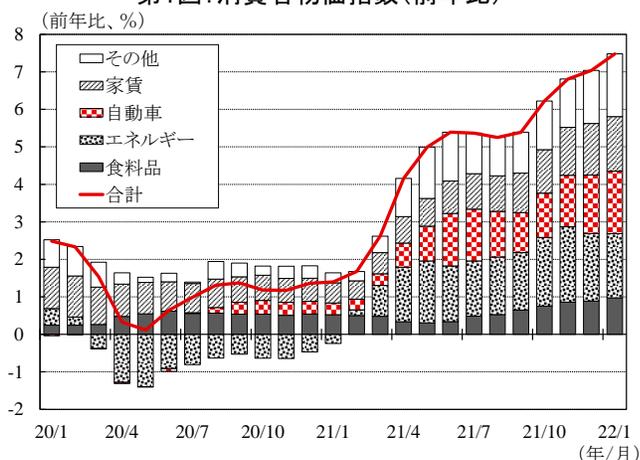
- ◇ 1月の消費者物価指数は、総合指数が前年比+7.5%（前月：同+7.0%）、食料品・エネルギーを除いたコア指数は同+6.0%（前月：同+5.5%）と、ともに1982年以来約40年ぶりの高い伸びを記録した。
- ◇ 物価の先行きについては、昨年の経済活動再開に伴う一部の財の急激な価格上昇の影響が一巡する春以降、前年比でのインフレ率はピークアウトしていくとの見方が多い。ただし、自動車については半導体不足による新車品薄の影響が長期化するとの見方があるほか、サプライチェーンの混乱は当初の想定より長引いており、引き続き不確実性が高い。エネルギー価格についても、ロシア・ウクライナ情勢次第では価格が高騰し、さらに物価上昇圧力が高まる可能性がある。
- ◇ 賃金の伸びが加速していることも、先行きの物価上昇要因として指摘される。1月の雇用統計によると、時間当たり平均賃金は前年比+5.7%と前月（同+4.9%）から加速し、パンデミック前の同+3%前後を大きく上回っている。人手不足が著しくタイトな労働市場において、好条件を求めて離職する人が増えるなか、転職者の賃金が大きく上昇しており、あわせて非転職者の賃金も引き上げられている。
- ◇ 昨年12月のFOMC会合では、2022年10-12月期のインフレ率（FRBが重視するPCEデフレーター）が前年比+2.6~2.7%まで低下するとのFOMC参加者の見通し（中央値）が示されていた。しかし、サプライチェーンやエネルギー価格の動向は不確実性が高いことや、人手不足、賃金動向等を踏まえると、春以降も物価上昇圧力は根強く、FOMC参加者の見通しを上回る可能性が現時点では大きいと思われる。
- ◇ 1月の消費者物価指数公表後、市場ではFRBがインフレ抑制のため利上げを加速するとの見方が強まり、FF金利先物は2022年中に6回以上の利上げ（1回の利上げが0.25%の場合）を織り込んでいる。バイデン政権はインフレ抑制を重要課題として掲げている一方、労働者重視の政策や気候変動対策等、賃金上昇やインフレ圧力増大に繋がり得る政策を重視しており、インフレ対応は金融政策が引き受ける構図が想定される。

1月の消費者物価指数は約40年ぶりの高い伸びを記録

1月の消費者物価指数は、総合指数が前年比+7.5%（前月：同+7.0%）、食料品・エネルギーを除いたコア指数は同+6.0%（前月：同+5.5%）と、ともに1982年以来約40年ぶりの高い伸びを記録した。

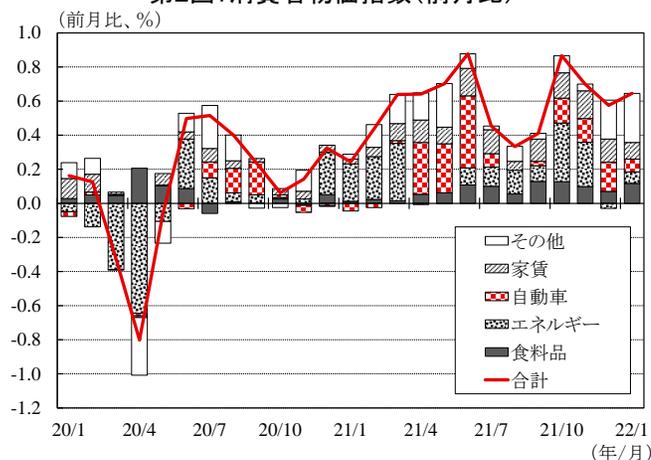
総合指数の前年比上昇率の内訳をみると、「エネルギー」、「自動車（新車・中古車を含む）」、「家賃」の寄与が大きく、1月はこの3項目で+4.8%ポイントの上昇寄与となった（第1図）。また、前月比の伸びをみると、昨年12月と1月は「その他」が全体を押し上げており、物価上昇が一部品目のみならず幅広い品目に及んでいることが窺われる（第2図）。

第1図：消費者物価指数(前年比)



(資料)米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：消費者物価指数(前月比)



(資料)米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

インフレ率は春以降ピークアウトするものの、高止まりするリスクが高まっている

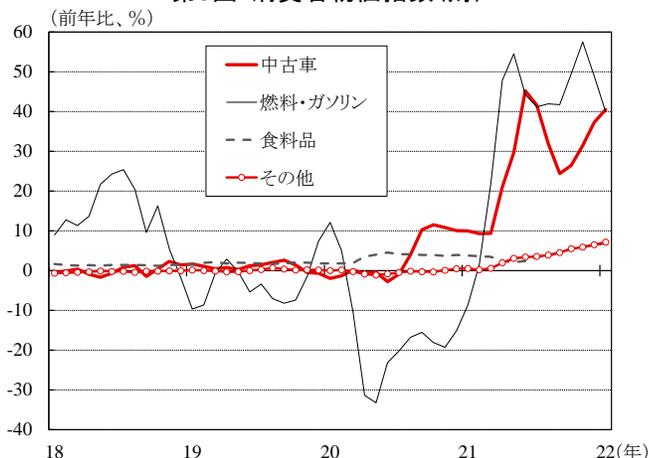
物価の先行きについては、昨年12月の経済活動再開に伴う一部の財の急激な価格上昇の影響が一巡する春以降、インフレ率はピークアウトしていくとの見方が多い。ただし、その後のインフレ率のパスについては、高止まりするリスクが高まっているように思われる。

まず、昨年春に価格が急上昇した中古車や燃料・ガソリン等の財は、今春以降に前年比の伸びが徐々に低下し、インフレ率全体に対する上昇寄与が剥落していくとみられる（次頁第3図）。また、昨年の大型経済対策の効果剥落や経済活動正常化による財からサービスへの需要シフト、サプライチェーン停滞の一部緩和等も、財のインフレ圧力低減に寄与しよう。

ただし、自動車については半導体不足による新車品薄の影響が長期化するとの見方があるほか、サプライチェーンの混乱は当初の想定より長引いており、引き続き不確実性が高い。エネルギー価格についても、ロシア・ウクライナ情勢次第では価格が高騰し、さらに物価上昇圧力が高まる可能性がある。

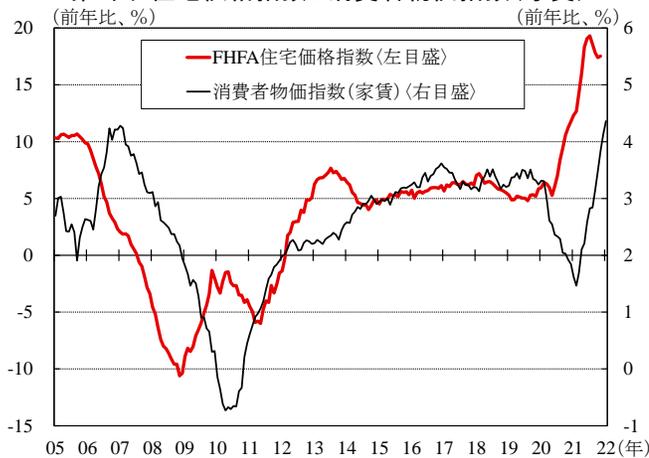
また、足元では物価上昇率に対する家賃の寄与度が高まっている（前掲第1図）。家賃は住宅価格の動きに遅れて変動する傾向があるが、住宅価格はパンデミック以降に急上昇し、2005-06年の住宅バブル期を上回る上昇率となっている（第4図）。このため、家賃は当面の間上昇し、インフレ率を押し上げる公算が大きい。

第3図：消費者物価指数(財)



(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：住宅価格指数と消費者物価指数(家賃)

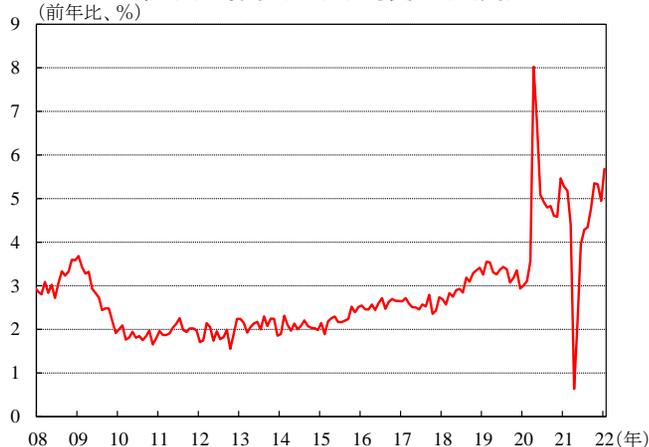


(資料) 連邦住宅金融庁、米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

賃金面からも物価上昇圧力が強まっている

さらに、賃金の伸びが加速していることも、先行きの物価上昇要因として指摘される。1月の雇用統計によると、時間当たり平均賃金は前年比+5.7%と前月（同+4.9%）から加速し、パンデミック前の同+3%前後を大きく上回っている（第5図）。民間（ADP社）の統計によると、人手不足が著しいタイトな労働市場において、好条件を求めて離職する人が増えるなか、転職者の賃金が大きく上昇しており、あわせて非転職者の賃金も引き上げられているとみられる（第6図）。

第5図：時間当たり平均賃金(民間)



(注) 全労働者ベース。
(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図：賃金上昇率(民間)



(注) 1. 転職者：前月に転職した従業員の転職前後の賃金の変化率(前月比の12カ月移動平均)。
2. 非転職者：過去1年以上同じ職に就いている従業員の賃金の前年比。
(資料) ADP統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

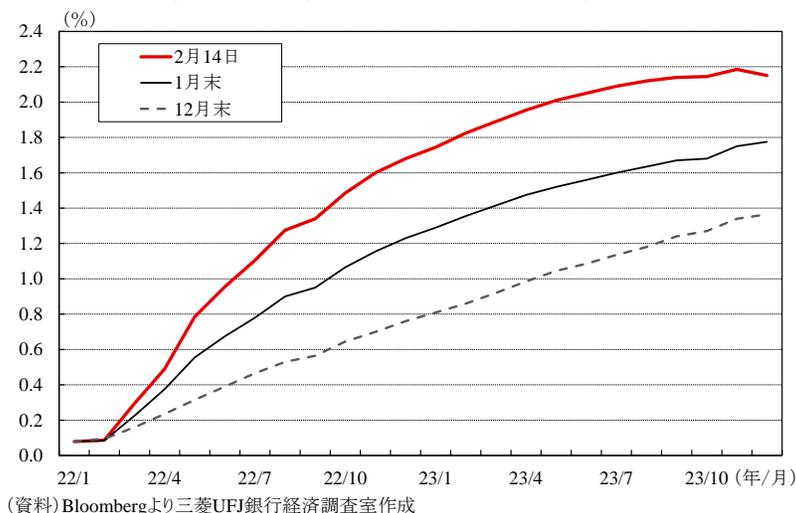
報道等によると、米国企業はすでに、賃金上昇に伴う労働コスト増加を価格に転嫁し始めていとされており、当面は賃金面からも物価上昇圧力が強まると予想される。

バイデン政権の政策の方向性もインフレ圧力、インフレ対応は金融政策が引き受ける構図

昨年12月のFOMC会合では、2022年10-12月期のインフレ率（FRBが重視するPCEデフレーター）が前年比+2.6~2.7%まで低下するとのFOMC参加者の見通し（中央値）が示されていた。しかし、サプライチェーンやエネルギー価格の動向は不確実性が高いことや、人手不足、賃金動向等を踏まえると、春以降も物価上昇圧力は根強く、FOMC参加者の見通しを上回る可能性が現時点では大きいと思われる。1月の消費者物価指数公表後、FRBはインフレ抑制のために利上げを加速するとの見方が強まり、FF金利先物は2022年に6回以上の利上げ（1回の利上げが0.25%の場合）を織り込んでいる（第7図）。

なお、ポリシーミックスの観点からは、バイデン政権が国民の不満が強いインフレを抑制することを重要課題として掲げている一方、労働者重視の政策や気候変動対策等、結果として賃金上昇やインフレ圧力の増大に繋がり得る政策も重視していることにも注意が必要だろう。したがって、各種の経済政策の中でも、インフレ対応は金融政策が引き受けるという構図にならざるを得ない展開が想定される場所である。

第7図：FF先物金利による政策金利の織り込み



(2022年2月15日 吉村 晃 ayoshimura@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います。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.