

AGRON NICAJ
US Economist
anicaj@us.mufg.jp

吉村晃（抄訳）
ayoshimura@us.mufg.jp

三菱 UFJ 銀行経済調査室
ニューヨーク駐在

依然として強い物価・賃金動向

2022年10月31日

（本稿は *More questions than answers for the Fed by Agron Nicaj* の抄訳）

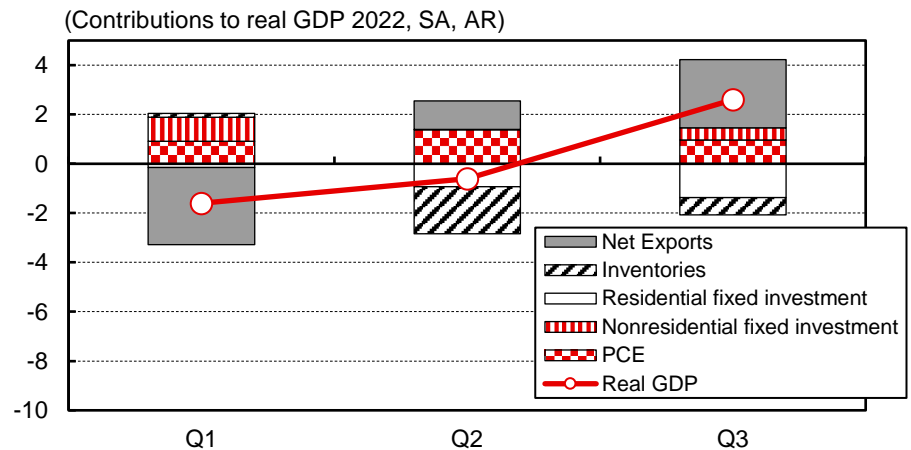
11月1-2日のFOMCの前に公表された実質GDP、PCE価格指数、雇用コスト指数は、概ねサプライズはなく、米国経済の先行きや利上げの方向性について明確な材料を与えるものでもなかった。PCE価格指数及び雇用コスト指数は、依然として物価上昇圧力が経済の広範に亘っており、賃金の伸びも高水準であることを示している。これらの指標は年内のFRBの利上げの方向性に変化を及ぼすものではないだろう。

2022年7-9月期の実質GDPは3四半期ぶりのプラスも、個人消費は減速

米国の7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と、上半期のマイナス成長（1-3月期：同▲1.6%、4-6月期：同▲0.6%）を脱し、3四半期ぶりのプラス成長となった（第1図）。需要項目別にみると、純輸出の寄与度が同+2.77%ポイントと成長率を最も押し上げた。輸出のうち財は工業用原材料（主に石油関連）や資本財、サービスは旅行や金融サービスが前期から増加した。また、控除項目である輸入は財（主に消費財）が減少し、純輸出の増加に寄与したものの、内需の減速を示唆している。

7-9月期は急速な金利上昇の影響がより明確に表れ、住宅投資は前期比年率▲26.4%（実質GDP成長率への寄与度：同▲1.37%ポイント）と大幅に減少し、成長率を下押しした。特に一戸建住宅の建設が大幅に落ち込んだことが影響した。また、個人消費は同+1.4%（寄与度：同+0.97%ポイント）と前期の同+2.0%（寄与度：同+1.38%ポイント）から減速した。内訳をみると、財消費は自動車・同部品が下押しし、同▲1.2%と3四半期連続で減少した。一方、サービス消費は飲食・宿泊の伸びが鈍化し、同+2.8%と前期（同+4.6%）から減速した。

第1図：実質GDP成長率（前期比年率、2022年第1四半期～第3四半期）



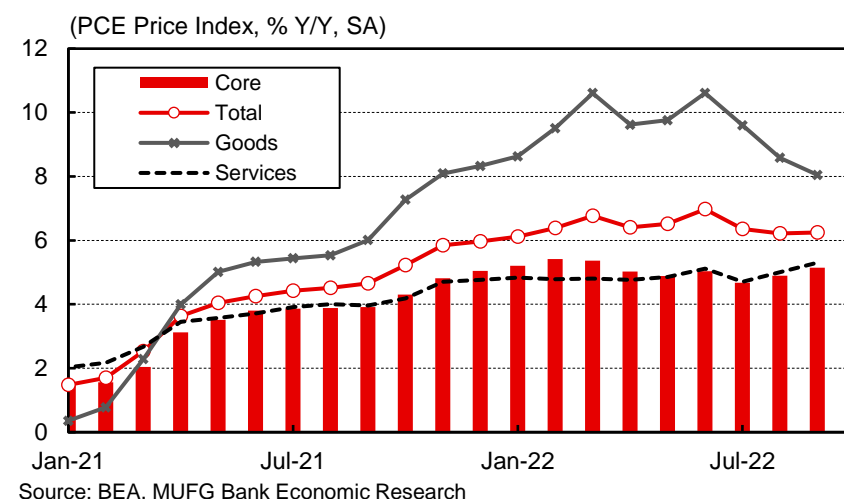
7-9月期の実質 GDP の結果は、米国経済がまだ景気後退には陥っていないとの見方を裏付ける一方、主要項目である個人消費の減速を示す内容であった。他方、11月1-2日のFOMCを控えるなか、利上げの方向性に变化を及ぼしうるほどの強いシグナルは窺えなかった。

9月のPCE価格指数からは、インフレ動向に顕著な変化は窺われず

9月のPCE（個人消費支出）価格指数は前月比+0.3%、前年比+6.2%と、いずれも伸びは前月から横這いであった。財・サービス別にみると、財価格の伸びは前月から鈍化した一方、サービス価格の伸びは加速し、全体の伸びは横這いとなった（第2図）。次に食品・エネルギーを除いたコアPCE価格指数をみると、9月は前月比では+0.5%と伸びは前月から横這い、前年比では+5.1%と2ヵ月連続で伸びが加速した（7月：同+4.7%、8月：同+4.9%）。

総じて、9月のPCE価格指数からは、米国のインフレ動向に顕著な変化は窺われない。これは過度に悲観的ではない一方、物価上昇圧力は依然として経済の広範に亘っていることを示しており、FRBが目標とするインフレ率への低下が予見されるとの強い証拠は見当たらない。7-9月期の実質GDPと同様に、利上げの方向性に变化を及ぼす可能性は低いであろう。

第2図：PCE価格指数（前年比）



賃金の伸びは7-9月期に鈍化も、鈍化傾向にあると判断するのは時期尚早

労働需給逼迫による労働コスト上昇がインフレ圧力となるなか、足元では幾分緩和の兆しがみられる。7-9月期の雇用コスト指数は前期比+1.2%と4-6月期（同+1.3%）から小幅減速した。特に民間部門の賃金・給与は同+1.2%と4-6月期（同+1.6%）から伸びが大きく鈍化した。業種別にみると、製造業、サービス業ともに賃金・給与の伸びが鈍化した。

雇用コスト指数を重視するFRBにとって、7-9月期の伸びの鈍化は歓迎される結果と言える。もっとも、賃金の伸びは依然として高水準であり、1四半期の結果をもって、鈍化傾向にあると判断するのは時期尚早であろう。雇用コスト指数を均してみると（2四半期移動平均、年率）、賃金・給与の伸びは製造業、サービス業ともに高水準であり、基調的に鈍化しているとはいえない（次頁第3図）。労働コストは現在、インフレの中心にある問題であり、年内はこの状況が続くであろう。

第3図：雇用コスト指数（賃金・給与、前期比年率）



利上げの緩和を裏付ける十分な証拠が示されたとは言えない

米国経済は減速の兆しがみられるものの、実質 GDP、物価（PCE 価格指数）、賃金（雇用コスト指数）の各指標は、FRB の利上げペースを変更させるための十分な証拠が示されたとは言えないであろう。11 月の FOMC では 4 会合連続となる 0.75% ポイントの利上げが行われる可能性が高い。

利上げは経済の需要サイドに直接影響し、これを抑制するツールである。もっとも、その効果は常に均一ではなく、金利感応度の高い金融市場やクレジット市場は直接影響を受ける一方、その他のセクターは効果が出るまで時間を要する。先行き、労働市場の減速を示す強いシグナルが表れるまで、实体经济における需要は比較的強さを維持し、インフレ圧力の強い状態が続くのではないだろうか。

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、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、当行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下さい。