

目標に近づく米国の物価と今後の利上げ

【ポイント】

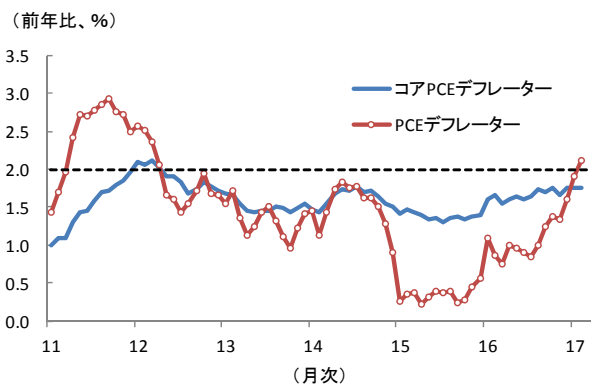
1. 個人消費支出デフレーターは4年10ヵ月ぶりにFRBが目標とする2%を超過し、コア個人消費支出デフレーターについても目標に近づいている。
2. 物価全体への影響が大きいサービス価格の上昇は、住居、医療費など一部品目が押し上げている面が強く、インフレ圧力の広がりは一時的で過熱感はみられない。
3. 米新政権の政策運営や株価動向などの不確定要素がFRBの利上げ回数を増減させる可能性はあるものの、2017年における一段のインフレ加速は限られるとみられることから、インフレの昂進が利上げペースを速めることはないだろう。

3月15日、FRB（米連邦準備制度理事会）は昨年12月に続く利上げを決めた。2月下旬以降、イエレン議長などFRB高官から3月のFOMC（米連邦公開市場委員会）での利上げに前向きな発言が相次いでいたことから、金融資本市場は驚きなく受け止めた。FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）によれば年内あと2回の利上げが予測されているが、引き続きFRBの利上げペースは世界の大きな関心事である。FRBは雇用の最大化と物価の安定（目標水準2%）を目標に掲げるが、既に米国の労働市場はほぼ完全雇用とされる状況にある。そこで本稿では、今後の利上げペースを左右するもう1つの重要な要素である物価および物価関連指標の動向等について確認したい。

1. PCE デフレーターはインフレ目標に到達

エネルギー価格の上昇にともない、個人消費支出（PCE）デフレーターは、2月に前年比+2.1%と2012年4月以来、4年10ヵ月ぶりにFRBが目標とする2%を超過した（図表1）。食品価格が同▲1.5%とマイナス圏での推移が続く一方、エネルギー価格が2016年後半から前年比上昇率を高め、2月は同18%上昇と、全体を0.7ポイント押し上げる要因となっている。また物価の基調を判断するうえで重要視されるエネルギー、食品を除くコアPCEデフレーターについては、依然として2%を下回っているものの、2016年初め頃に水準を切り上げ、2月は前年比+1.8%とインフレ目標に近づきつつある。

図表1. PCE デフレーターの推移



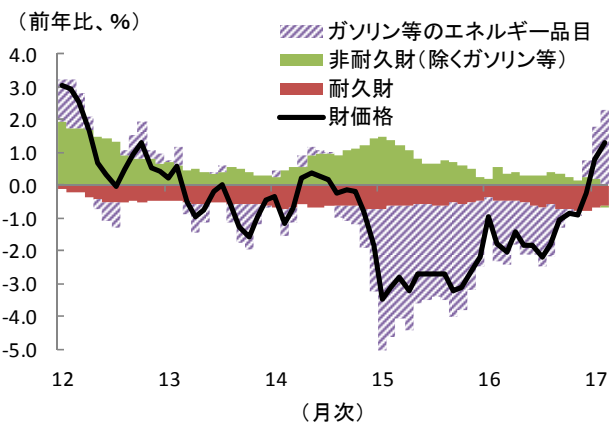
(資料)米商務省資料より富国生命作成

利上げを決定した3月のFOMC声明文では、足元の物価上昇を反映し、インフレの現状認識は「長期的な目標である2%に近づいている」との表現に上方修正され、先行きについては「中期的に2%近辺で安定するだろう」とインフレ目標への到達が意識された表現に修正された。もっとも、その後公表されたFOMC議事録によれば、数名の参加者はコアPCEデフレーターが2%に達しないまま過去数ヵ月横ばい推移であるため目標達成を過度に強調すべきではないと指摘するなど、インフレ目標達成についてはFOMC参加者の間でも意見が分かれている。

2. 財、サービス価格の動向

PCEデフレーターの内訳をみると、財価格については、今年に入り2014年7月以来の前年比プラスに転じ、2月は前年比+1.3%となった(図表2)。自動車などの耐久財はマイナス寄与が続くなか、非耐久財(除くガソリン等)はプラス幅が縮小し足元横ばいにとどまるものの、ガソリン等のエネルギー品目のプラス寄与が大きく拡大し、全体を押し上げている。エネルギー価格変動の主因となる原油価格について振り返ると、2015年には1バレル30ドル程度まで落ち込んだ原油価格は、2016年12月のOPEC(石油輸出国機構)加盟国およびロシア等主要産油国による協調減産合意後、需給の改善期待から一時55ドル程度まで上昇したものの、その後は再び50ドルを割り込む局面もあるなど伸び悩んでいる。背景には米シェールオイルの復調がある。原油価格の上昇に呼応する形で米国のリグ(石油掘削装置)稼働数は回復し、米国の原油生産量は持ち直している。また米国の原油在庫の増加もあって需給の緩みが意識され価格に下押し圧力がかかっている。今後、世界経済の緩やかな回復を映して需要面では緩やかな回復が見込まれる。しかし、原油価格の上昇は米シェールオイルの採算改善にもつながり、生産増加を誘発する。そのため、地政学リスクの高まりなどが一時的に原油価格を押し上げることはあっても、一本調子で原油価格が上昇することは想定しにくい。これまでの原油価格上昇によるコスト増を価格転嫁する動きがインフレ圧力として当面は残るものの、原油価格が今後横ばい推移すると仮定した場合、ガソリン等のエネルギー品目のプラス寄与は、足元をピークに縮小し2017年中にもなくなることが見込まれる。

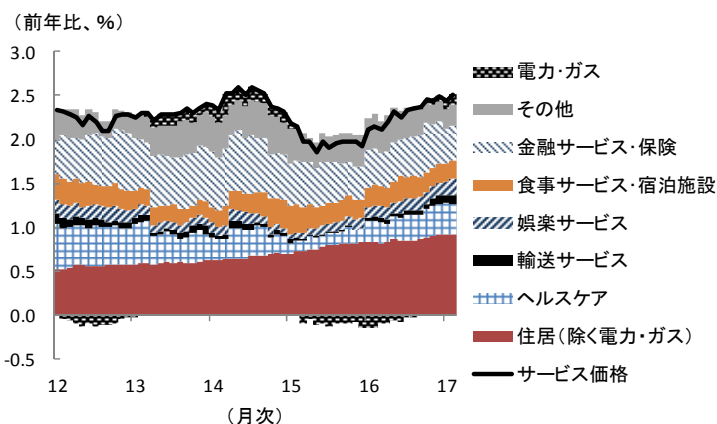
図表2. 財価格(PCEベース)の推移



(資料)米商務省より富国生命作成

サービス価格は、2016年初め頃から次第に上昇率が高まり、2月は前年比+2.5%となった(図表3)。内訳をみると、家賃などを含み、指数に占めるウエイトの大きい住居が趨勢的に伸びを高めていることがサービス全体の価格を大きく押し上げているほか、ヘルスケアも2016年に入り伸びを高めている。住居については、緩和的な金融環境や大都市を中心とした賃貸住宅への需要の高まりなどを背景に家賃の上昇が続いている。ただし、集合住宅の供給急増により家賃が下落している都市もみられており、今後、家賃上昇ペースがさらに加速していくことは見込みにくい。また、ヘルスケアについては消費者が直接支払う代金以外に公的医療保険(メディケイド・メディケア)からの支出も含まれるため、過去の歳出抑制の影響で価格が抑えられた反動により、2016年以降の価格の伸びが押し上げられているとの指摘もある。電力・ガスや輸送サービスも上昇幅を拡大しているが、原油など資源価格上昇に起因する部分が多いとみられ、今後持続的に上昇幅が拡

図表3. サービス価格(PCEベース)の推移



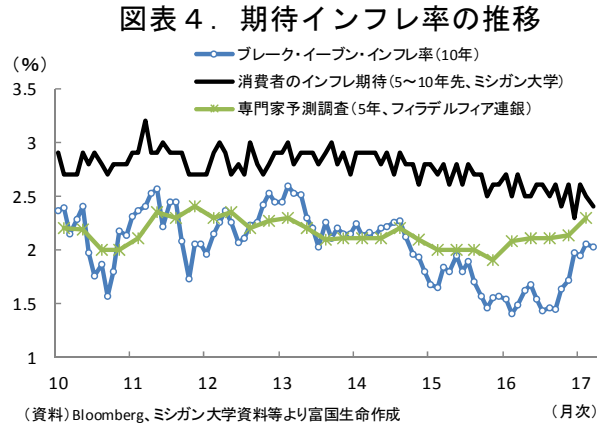
(資料)米商務省より富国生命作成

が押し上げられているとの指摘もある。電力・ガスや輸送サービスも上昇幅を拡大しているが、原油など資源価格上昇に起因する部分が多いとみられ、今後持続的に上昇幅が拡

大していくことは想定しにくい。娯楽サービスにおいては後述する堅調な賃金の伸びを反映し上昇幅を拡大しているとみられるが、食事サービス・宿泊施設や金融サービス・保険などでは物価上昇率の高まりはみられない。このようにサービス価格はウエイトの大きい住居、ヘルスケアといった一部品目が押し上げている面が強く、インフレ圧力の広がりは一時的で過熱感は見られない。

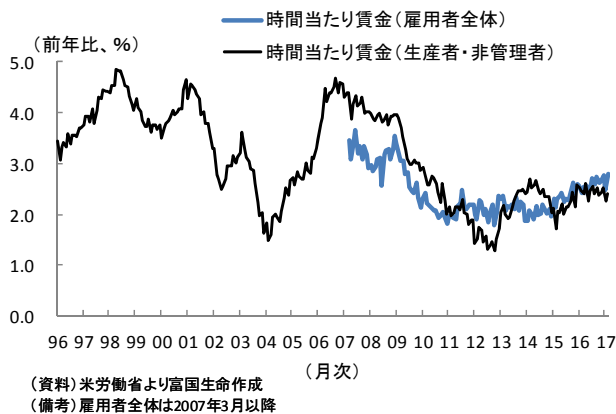
3. 物価関連指標の動向

FRBが先行きの物価動向を見通すうえで重視する期待インフレ率についてみると、インフレ連動債から算出されるブレイク・イーブン・インフレ率（10年）は、11月の米大統領選挙以降上昇した（図表4）。もっとも、2010年代前半の水準と比較すると依然低い水準にとどまっている。フィラデルフィア連銀による予測調査については、期待インフレ率が足元上振れている一方、ミシガン大学が公表する消費者のインフレ期待（5～10年）は徐々に水準を切り下げてきている。このように期待インフレ率については指標により動きはまちまちであるが、総じてインフレ期待が高まっているわけではない。

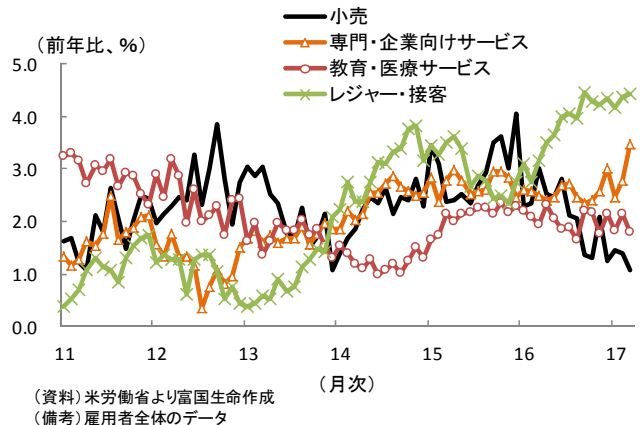


次に、人件費負担が重く賃金動向が価格に大きな影響を与えるサービス業の賃金上昇率を確認したい。サービス業の時間当たり賃金（雇用者全体）は3月が前年比+2.7%と徐々に上昇率は高まっている（図表5）。しかし、米国の雇用環境はほぼ完全雇用とされる状況にあることに加え、3月のISM非製造業景況感指数は55.2と好不況の節目である50を上回り高水準で推移するなど好況が続いていることを考慮すると、サービス業における賃金上昇ペースは鈍いと言える。また、過去を振り返れば、完全雇用を達成していた2000年前後や2000年代半ばと比べると、賃金の伸び率は見劣りしている。もちろん、サービス業といっても業種はさまざま、それぞれ賃金の動向は異なる。そこで雇用者数が多くサービス業全体の賃金動向に与える影響が大きい4業種の賃金上昇率の推移をみると、レジャー・接客については前年比+4%を超える堅調な伸びとなっている（図表6）。専門・企業向けサービスは、2014年半ば以降同+2%台半ばの推移が続いた後、振れはあるものの上向きの動きがみられる。一方で、教育・医療サービスは2015年以降同+2%前後の水

図表5. サービス業の賃金と物価の推移



図表6. 主なサービス業種の賃金の推移



準で横ばい推移にとどまり、小売にいたっては、2015 年末に同+4%台まで伸びが高まった後は急減速し3月は同+1.1%まで落ち込んでいる。小売業界では EC（電子商取引）の急速な進展に押され、実店舗での売上げ減少から大手百貨店などで大規模な店舗閉鎖の動きが加速していることも賃金動向に影響を与えているとみられる。このようにレジャー・接客などの一部業種で賃金上昇率の高まりが確認できるものの、サービス業全体の賃金上昇圧力の広がりも限定的と言える。既に失業率は自然失業率を下回っていることから、賃金上昇率が加速してもおかしくないものの、雇用者全体の1割を占める小売業の不振に加えて、賃金上昇率に対して先行性のある求人率が高水準ながらも上昇が頭打ちとなっていることも踏まえると、賃金上昇率が一段と伸びを高めて安定するにはなお時間を要するとみられる。

4. 物価以外の利上げペース変動要因

最後に2017年の利上げペースを変動させうる物価動向以外の要因として、3月のFOMC議事録を踏まえて、「バランスシート縮小開始の議論」、「新政権による政策運営」、「株価動向」、の3つを指摘しておきたい。議事録では、ほとんどの参加者が景気拡大と緩やかな利上げの継続を前提として2017年後半にも、現在FRBが保有する債券の償還再投資を、段階的あるいは一度に停止し、バランスシートの圧縮に着手すると考えていることが示された。一方で3月末にダドリーNY連銀総裁は償還再投資の停止決定の際には、利上げを小休止することを同時に決めるかもしれないと言及している。もちろん再投資の停止にとまらなう利上げ小休止は金融引締め姿勢の後退を示すものではないが、利上げペースの鈍化要因となりうるため、今後のFOMCでの議論を注視する必要がある。また、新政権による政策運営については、FOMC参加者による財政政策の想定では、数名が財政政策の効果があらわれるのは2018年以降と想定している一方、約半数の参加者が財政政策に関して明確な想定を織り込んでいないとされた。オバマケア代替法案の撤回により新政権の財政政策の行方には不透明感が強まっているが、仮に議会審議が難航し実現が遅れたとしても、参加者の経済見通しに財政政策の効果がほとんど織り込まれていないことから、2017年の利上げ回数に大きな影響はなさそうである。株価動向に関しては、ここ数カ月の株価上昇のインプリケーションについて議論し、複数名が金融環境の改善に貢献するとして一方、数名の参加者が標準的なバリュエーションに比して著しく高いとの見解を示している。昨年12月に利上げを実施した後も緩和的な金融環境のなか株価が堅調に推移していた点が3月利上げを後押ししたとも考えられ、一段と株価が上昇し過熱感が強まれば利上げペースの加速要因となりうる点には留意が必要であろう。

今後、原油価格の持続的な上昇は見込みにくく、エネルギー価格によるインフレ押し上げ効果が剥落していくとみられる。また、サービス価格をみても、ウエイトの大きい住居やヘルスケアの上昇に押し上げられている面が強く、現状では広範なインフレ圧力の高まりはみられない。今後、住居やヘルスケアの押し上げ効果が限定的になると考えられることに加え、賃金上昇ペースの加速についてはなお時間を要するとみられることから、サービス価格は伸び悩むだろう。そのため、2017年におけるコアPCEデフレーターの一段の加速は限られるとみられることから、インフレの昂進によって利上げペースが速まることはないだろう。前述した3つの不確定要素が利上げ回数を増減させる要因となる可能性はあるが、過熱の兆しがみられないコアPCEデフレーター動向を踏まえると、FOMC参加者の見通し（中央値）が示すとおり2017年の利上げはあと2回というのが妥当であると考える。

（財務企画部 大野 俊明）