

国内外経済の動向

米国の物価上昇要因と今後の見通し

【ポイント】

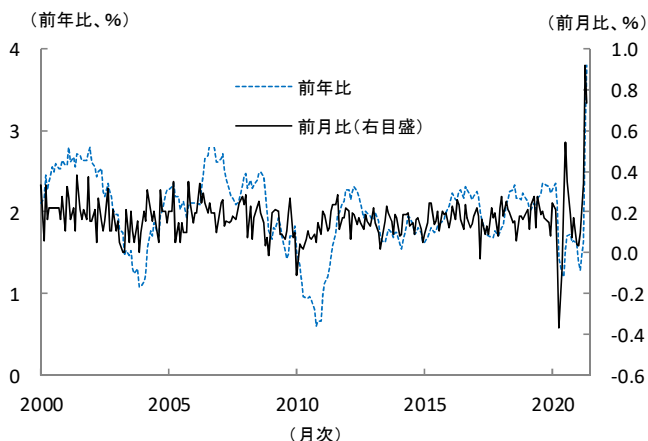
1. 米国のコア CPI 上昇率は 2021 年 4 月、5 月と前月比で高い伸びが続いた。今後もしばらくは上振れる可能性が高いものの、品目別の分析による見通しからは、一時的要因が大きいとの判断が妥当であろう。
2. 米国の各地区連銀が開発したコア CPI に対する様々な代替指標を観察しても、今のところ将来に向けての強いインフレ懸念は読み取れない。
3. 今後、個人消費の急増によって強い物価上昇圧力がかかる可能性も低く、現在進んでいるコロナ禍からの脱却期間が終了、すなわち経済活動が正常化すれば米国のコア CPI は年率 2% 程度の安定的な上昇率に戻ると予想している。

1. サプライズとなった 4 月の米国 CPI 上昇率

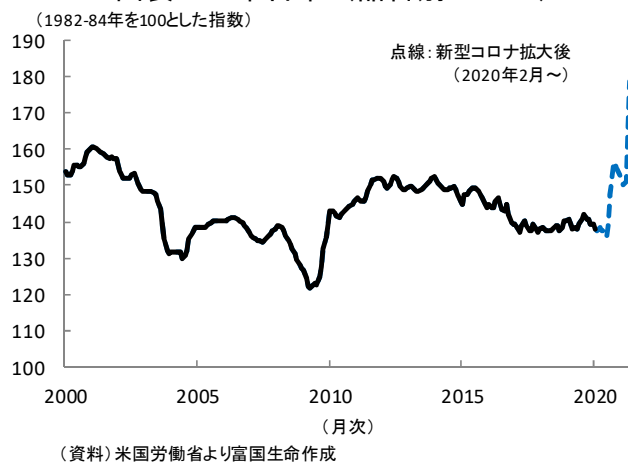
2021 年 4 月の米国 CPI（消費者物価指数）上昇率は前年比で +4.2% と 2008 年 9 月以来の高い上昇率となり、市場参加者を驚かせた。価格変動の激しいエネルギー及び食品を除いたコア CPI でみても前年比で +3.0% となり、3 月の同 +1.6% から大幅に加速している。ただし、前年の 4 月は新型コロナウイルス感染症拡大を受けて経済活動が厳しく制限され、物価に下方圧力がかかった時期である。そこで 1 年前との比較ではなく、季節による変動要因を調整した前月比のコア CPI 上昇率でみても、2021 年 4 月は +0.9% と 3 月の +0.3% から大幅に加速した（図表 1）。前月比のコア CPI について、その上昇要因を分析すると、中古車の価格上昇による寄与が顕著であり、全体の +0.9% のうち +0.35% を占めている。また、サービス価格に含まれる宿泊料、公共交通（航空券など）がそれぞれ +0.08% ずつの寄与、中古車を除く財コアが +0.16% の寄与、宿泊料と公共交通を除くサービスコアが +0.24% の寄与となった。そこで品目別に足元の価格上昇要因を考えるとともに、今後の動きを予想したい。

中古車については、コロナ禍で公共交通機関の利用を避けるための需要がある一方、同

図表 1. 米国のコア CPI 上昇率



図表 2. 中古車（品目別 CPI）

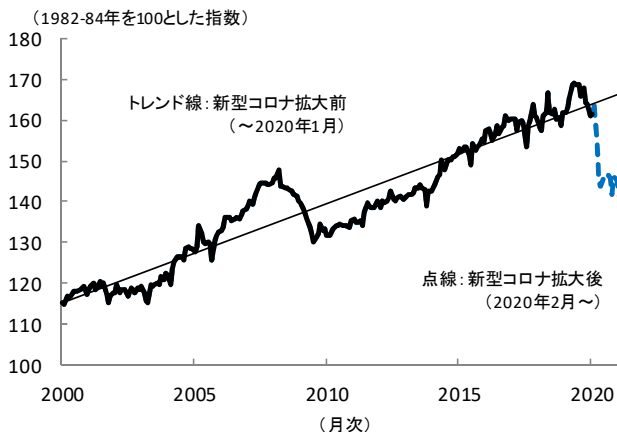


じ理由で中古車供給に不足が生じていること、半導体工場の火災や感染症拡大に伴う物流の混乱で新車製造に必要な半導体の供給不足が生じ、新車の購入が困難となったことで中古車への代替需要が生じたことが指摘されている。こうした背景が足元の価格急騰を招いているならば、工場が火災から復旧していき、またワクチン接種の進捗に伴って経済活動が正常化していくなかで、中古車の価格も落ち着きを取り戻していく可能性が高い（図表2）。一方、感染拡大を防ぐための外出制限から需要が急減し、強い価格低下圧力を受けていた宿泊料については、制限措置が緩和に向かうなかで感染症拡大前（2020年2月まで）のトレンド線をキャッチアップすると予想している。その過程で今後も暫くの間、高めの上昇率が続くだろう（図表3）。同様に人の動きに対する制限から価格が落ち込んだ公共交通も、当面は高めの上昇率が続くと思われる。公共交通の価格は感染症拡大前に横這い傾向であったため、落ち込んだ水準から元の水準への回復は見込めるだろう（図表4）。新車・中古車以外の財コアにおける2021年4月の価格上昇率の急加速については、

悪天候の影響もあって停滞した2月～3月の反動に加えて、3月16日から支給が開始された追加経済対策による1,400ドルの個人向け給付による需要急増も背景と考えられる（図表5）。宿泊料・公共交通を除くサービスコアについてはやや動向が気になる。2月以降の価格上昇率は前月比プラス0.3～0.4%で推移しており、もしこの部分がワクチン接種の進捗によるコロナ禍からの脱却期間を超えて継続すれば、米国のコアCPIも年率3～4%以上の上昇率が定着する可能性はある。ただし、過去の景気循環においてもサービスコアの価格上昇率は概ね同セクターの賃金上昇率に沿ったものであること、労働市場のたるみの解消にはまだかなりの時間を要するため賃金上昇圧力は限定的と考えること（失業者及び労働市場が改善すれば職探しを再開するとみられる人はコロナ前と比較して、足元でも1,300万人程度増加していると推計）から、現状では宿泊料・公共交通を除くサービスコアの価格上昇率がトレンドとして加速しているとの判断は尚早と考えている。

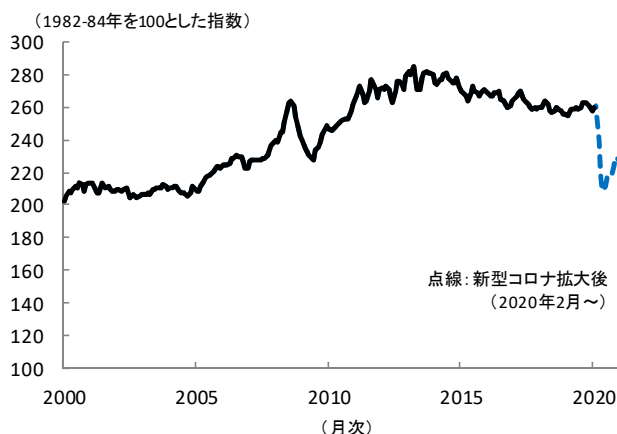
2021年5月のコアCPIは前月比+0.7%と4月に続いて高い伸びとなったが、品目別の

図表3. 宿泊料（品目別CPI）



(資料)米国労働省より富国生命作成

図表4. 公共交通（品目別CPI）



(資料)米国労働省より富国生命作成

図表5. 米国CPI上昇率の品目別分析

| 品目 | ウェイト | 前月比(%) | | | | | | 21/04 寄与度 | 21/05 寄与度 |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|
| | | 20/12 | 21/01 | 21/02 | 21/03 | 21/04 | 21/05 | | |
| CPI | 100.0 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 0.6 | | |
| コアCPI | 79.7 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 0.9 | 0.7 | 0.9 | |
| 財コア | 20.2 | 0.1 | 0.1 | -0.2 | 0.1 | 2.0 | 1.8 | 0.51 | |
| 新車 | 3.8 | 0.4 | -0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.5 | 1.6 | 0.02 | |
| 中古車 | 2.8 | -0.9 | -0.9 | -0.9 | 0.5 | 10.0 | 7.3 | 0.35 | |
| 除く上記 | 13.7 | 0.2 | 0.5 | -0.1 | 0.0 | 0.8 | 0.8 | 0.14 | |
| サービスコア | 59.5 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.40 | |
| 宿泊料 | 0.8 | -0.3 | -1.9 | -2.3 | 3.8 | 7.6 | 0.4 | 0.08 | |
| 公共交通 | 1.1 | -1.0 | -1.7 | -2.3 | 0.7 | 5.8 | 4.0 | 0.08 | |
| 除く上記 | 57.6 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.24 | |

(資料)米国労働省より富国生命作成

分析による見通しは同じである。米国コア CPI 上昇率は目先は上振れる可能性が高いものの、一時的要因が大きいとの判断が妥当であろう。

2. 物価上昇率の様々な代替指標

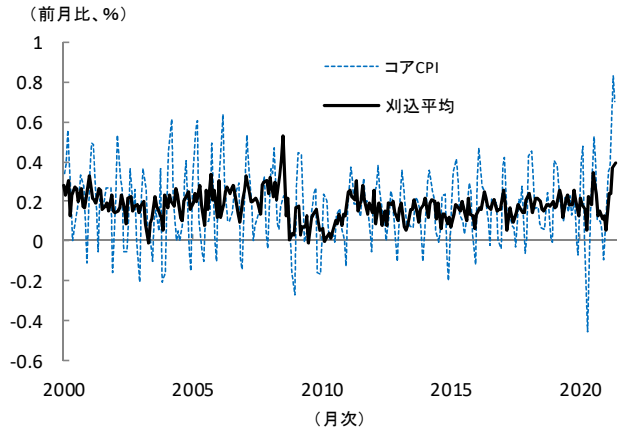
米国では雇用の最大化と物価の安定という FRB（連邦準備制度理事会）の目標のもと、インフレ動向のより適確な把握の一助とすべく、地区連銀などがコア CPI に対して様々な代替指標を開発している。そこで前章での品目別の分析に続き、これらの指標からも足元の状況を確認したい。

クリーブランド連銀が作成する刈り込み平均 CPI は、各月ごとに構成品目の価格変化率分布の上位と下位のデータを一定の割合で取り除いて計算した平均値である。コア CPI がエネルギー及び食品を価格変動が激しい品目として固定的に除外してトレンドを把握しようとするのに対して、刈り込み平均では必ずしもエネルギー及び食品を除外しない（外れ値や異常値として除外する品目を固定しない）計算方法である（図表 6）。この刈り込み平均 CPI によれば、足元の動きもコア CPI と比較して穏やかであり、広汎な品目での物価上昇率の加速が起きているわけでないことが読み取れる。ただし 2021 年 4 月、5 月は 2 カ月連続して若干高め（前月比 0.4%）の上昇率となっており、多少の注意が必要かもしれない。

アトランタ連銀は CPI の構成品目を「価格順応的（フレキシブル、価格が大きく変動しやすい）」な品目と「価格粘着的（スティッキー、価格が大きく変動しにくい）」な品目に分けて集計することで、インフレ見通しに役立てようとしている。価格粘着的な品目による物価指数は人々の将来のインフレ期待をより良く反映しているとされる。具体的には「価格順応的」な品目には中古車、婦人服、宿泊料などが含まれ、「価格粘着的」な品目には持ち家の帰属家賃（持ち家の便益に対する家賃を仮想したもの）、外食の料金、医療料金などが含まれている（図表 7）。2000 年以降の両指数をみると、「価格順応的」な品目こそ足元で極端な動きとなっているが、「価格粘着的」な品目の足元の動きは過去からみて顕著とは言い難く、人々の将来のインフレ期待の高まりは示唆されていない。

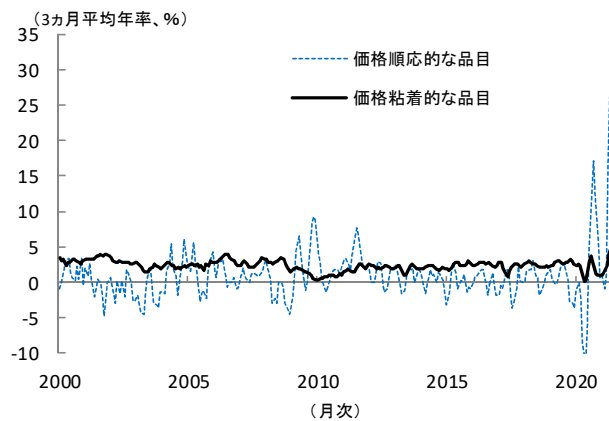
ニューヨーク連銀が公表する基調的インフレ率（全データ UIG）は、毎月の物価上昇率のうち持続的な部分は、一定の経済・金融指標と紐付けられるとのアイデアに沿っている。

図表 6. 刈り込み平均 CPI



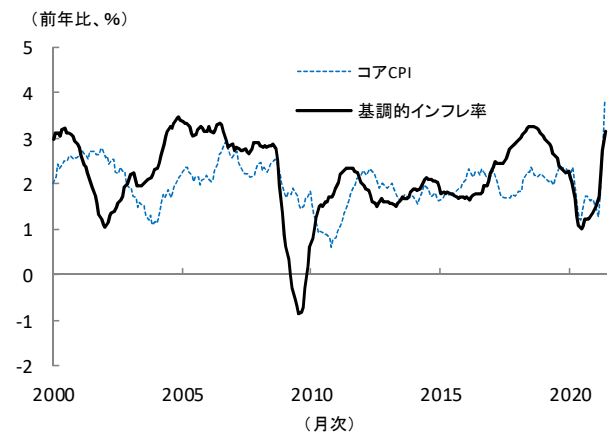
(資料) 米国労働省、クリーブランド連銀より富国生命作成

図表 7. 価格性質別 CPI



(資料) アトランタ連銀より富国生命作成

図表 8. 基調的インフレ率



(資料) 米国労働省、ニューヨーク連銀より富国生命作成

従って基調的インフレ率の計算は CPI や企業物価指数の構成目目からなる価格指標のみならず、ISM 指数の構成系列や雇用関連指標（平均失業期間など）を含む経済指標、為替レートや株価・金価格などの金融指標をも組み込んで行われている。この基調的インフレ率はニューヨーク連銀や FRB の公式見解ではなく、あくまでニューヨーク連銀スタッフによる研究としての位置づけだが、過去にはインフレ転換期に関してコア CPI よりも適時的で精度の良いシグナルとなったとされる（図表 8）。同指数は足元で大幅に上昇しているものの、2000 年代前半や 2010 年前後のように 2 年程度先行してコア CPI のトレンド転換を示唆したわけではない。加えて 2010 年代後半にはコア CPI の動きとやや乖離しており、割り引いて見る必要がある。

以上の通り、代替指標の観察からはクリーブランド連銀が算出する刈り込み平均 CPI の動きが多少気になるものの、今のところ将来に向けての強いインフレ懸念は読み取れない。

3. 個人消費の急増による物価への影響

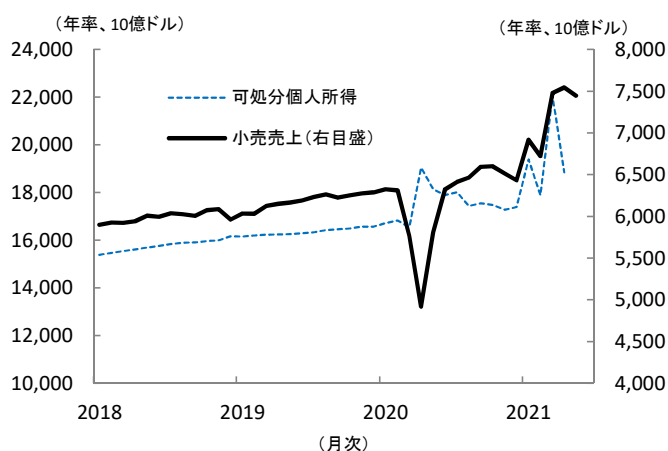
米国ではトランプ政権時代の 2020 年 3 月に法案が成立した一人 1,200 ドルの個人向け給付、同年 12 月に法案が成立した同 600 ドルの給付、バイデン政権に移行後の 2021 年 3 月に法案が成立した同 1,400 ドルの給付を受けて、それぞれのタイミングで可処分個人所得が急増した（図表 9）。これに対する小売上の動きは、初回の給付への反応こそ鈍かったものの、2 回目・3 回目の給付に対しては、政策による手厚い支援への信頼感もあつてか、即効性のある押し上げがみられた。こうした個人消費の急増は足元の物価上昇の一因と考えられる。しかし、ワクチン接種の進捗に伴って経済活動が正常化しつつあるなか、当面は再度の個人向け給付があるとは思えない。

また、米国の小売・娯楽施設の人流は本稿執筆時点（2021 年 6 月 30 日）で既に感染症拡大前を数%下回る水準まで回復しており、この先の人流増加が小売・娯楽施設の売上を大きく押し上げるとも思えない（図表 10）。従って、今後個人消費の急増によって強い物価上昇圧力がかかる可能性は低いのではないかと考えている。

これまで述べてきた通り、足元の米国の物価上昇は一時的な要因が大きく、現在進んでいるコロナ禍からの脱却期間が終了、すなわち経済活動が正常化すれば年率 2% 程度の安定的な上昇率に戻ると予想している。このシナリオを再検討する必要が出てくるのは、品目別 CPI における宿泊料・公共交通を除くサービスコアの価格上昇率が高止まりを続ける場合、あるいはアトランタ連銀の価格粘着的な品目の価格上昇率が上方にシフトした場合と考えている。

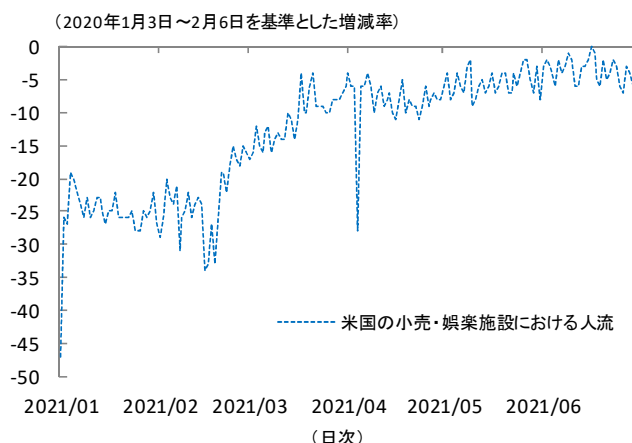
（財務企画部 高松 千之）

図表 9. 可処分個人所得と小売売上



(資料) 米国 BEA、センサス局より富国生命作成

図表 10. 米国の小売・娯楽施設の人流



(資料) Google モビリティ・データより富国生命作成