

米国のインフレは持続的に上昇するか？

Topics

- ▶ 米国の消費者物価指数コアは4月、5月と2か月連続で大幅な伸びになり、コロナ禍後に、インフレ率が大きく上昇するとの見方が一部で広がっている。一方で、米国以外の先進国のインフレは極めて緩慢なまま。
- ▶ 大規模な金融財政政策の後押しで、経済復調が急ピッチに起きたことが米国のインフレに影響。ただ足元のインフレ上昇は、経済活動再開や需給ひっ迫が目立つ一部品目に限定。消費回復の主役が財からサービスにシフトするにつれ財部門の需給ひっ迫が和らぎ、更に労働市場の回復に時間を要するため、2022年にかけて米国のインフレ率の伸びは大きく低下すると見込まれる。

シニアエコノミスト 村上 尚己

米国のCPIコアは急上昇

米国の消費者物価（CPI）コアは4月、5月と2か月連続で大幅な伸びになりました。単月でのこの動きは1980年代以来の出来事で、FRB（連邦準備理事会）がターゲットにする個人消費支出（PCE）デフレーターコアは前年比+3%以上に跳ね上がり、1990年代中から2%を挟んで安定していた状況が大きく変わったようにみえます（図表1）。

ただ、最近のインフレの動きは、新型コロナウイルス懸念の後退による経済活動の再開とともに、自動車市場での需給ひっ迫による特定の品目の価格上昇が主たる原因です。例えば、中古車、航空運賃、ホテルなどの価格上昇でCPIコアの上昇のかなりの部分を説明できます。インフレの趨勢を計測するために、価格変動が大きい品目を除いたインフレ指標（刈込平均）が使われますが、これで見ればインフレ率は依然2%以下で推移しています（図表1）。インフレが持続的に上昇する際には、幅広い品目での価格上昇が起きますが、足元でこうした状況には至っていないと判断されます。

他の先進国よりもインフレの動きは目立つ

一方、米国と他の先進国のCPIコアを比較すると、足元での米国のインフレ上昇が目立っています（図表2）。特定品目に偏っているとは言え、米国でインフレ上昇が目立つ理由は、①大規模かつ強力な金融財政政策によって2020年後半から経済の高成長が継続している、②事業が止まっていたサービス業が一足早く稼働している、ことが挙げられます。

財政政策発動に積極的だったトランプ政権に続いて、2021年から始動したバイデン政権が、早々に1.8兆ドル規模の米国救済計画を発動しました。FRBは20年から金融緩和を徹底していましたが、財政・金融双方のマクロ安定化政策が一体となり、経済成長を後押しする対応が米国では顕著に効果を発揮しました。米欧はともに、新型コロナの被害はかなり大きかったわけですが、極めて大規模なマクロ安定化政策が発動されたことで、その後の早期のワクチン普及とともに経済正常化を後押ししたことが、米欧の足元のインフレ格差をもたらしています。

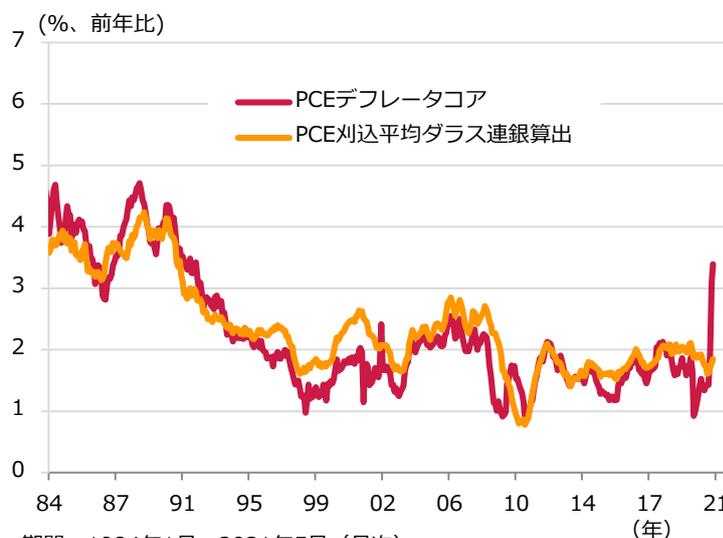
なお、日本のCPIコア（米国基準）は、前年比でほぼゼロ程度とインフレの兆候すらみられていません。これには様々な要因が考えられますが、日銀の金融緩和をサポートする拡張的な財政政策が、米国のように実現しなかったこと、が最大の要因と筆者は考えています。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

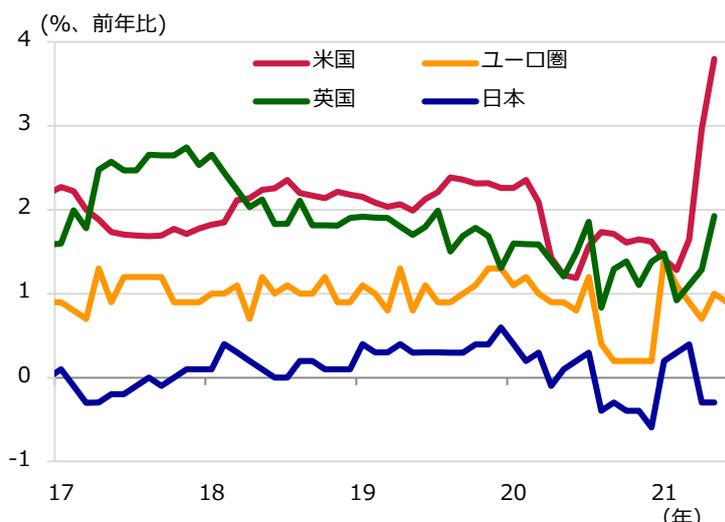
図表1 米国のPCEデフレーターコアと刈込平均



期間：1984年1月～2021年5月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 先進各国の消費者物価コア



期間：2017年1月～2021年6月（月次）、ユーロ圏以外は5月まで、日本は除く食料・エネルギー

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

持続的なインフレ上昇はすぐに起きるか

それでは、米国のインフレは、幅広い品目の価格上昇を伴う、持続的なインフレにすぐつながるでしょうか？パウエルFRB議長などは、「足元のインフレ上昇は一時的」という見解を繰り返しています。先述した、経済活動再開による特定品目での価格上昇の動きは、コロナ禍からの正常化で起きており、これが一巡すれば価格上昇が落ち着くと筆者は考えています。実際に、これまでのCPI上昇をけん引していた中古車価格は、6月に上昇が止まったことを示す民間調査会社の指標があります。中古車などの特定分野における需給ひっ迫は、持続しないということです。

在庫不足が著しい半導体、自動車、住宅の原材料である木材価格の上昇、など需給ひっ迫による価格上昇が財部門で散見されています。これが長引けば、原材料など川上部門の価格上昇が、消費市場（川下部門）の価格上昇につながる可能性があります。このシナリオをどうみるべきでしょうか。

財部門の価格上昇を招いた需要側の最大の要因は、2020年半ば以降の米国の経済回復が、財の消費拡大に偏って起きたことです。米国の財消費はコロナ禍前の約2割増まで伸びました（図表3）。多くの製造業にとって「予想外の需要超過」をもたらしました。ただ、コロナ懸念が和らぐ中で、今後、米国では消費回復の主役が財からサービスにシフトするとみられます。このため、米国の需要増に起因した需給ひっ迫は、今後和らぐとみられます。

予想外の需要増大に対して、製造業の生産活動が間に合わない現象が各国でみられました。実際に、自動車など耐久財の在庫/売上比率は大きく低下しているにも関わらず、原材料不足に直面して稼働率が上昇しませんでした。ただ、需要増が落ち着くとともに過小在庫が和らぎ、更に米国では設備増強効果が今後徐々に表れるでしょう。もともと設備稼働率は高まっておらず、稼働率が上昇する余地があるため、今後製造業の供給が増えると予想されます。

需要と供給の双方の側面から、世界的な製造業における「需要>供給」の不均衡は今後和らぐとみられ、財部門の価格上昇は早晚落ち着くと見込んでいます。

労働市場の回復後に一般物価は上昇

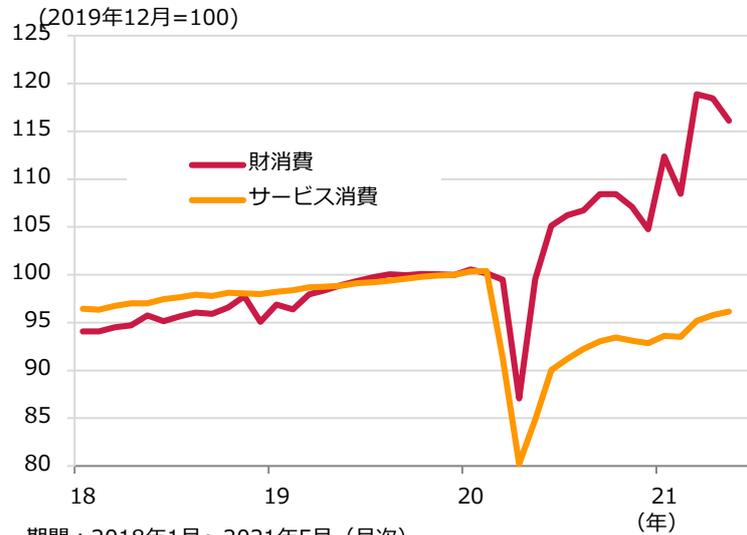
また、財市場の価格上昇が起きても、それがサービス部門を含めた経済全体のインフレ（一般物価）の上昇につながるには、労働市場の需給が大きく改善することが必要です。これまでの経済成長率回復で、痛手をうけていた米国の労働市場も回復しており、2022年にかけて、サービス部門がけん引する形で労働市場の回復は続くと考えられます。ただ、現在の失業率は5.9%と依然高水準であり、全般的な賃金上昇をもたらすとは言い難い状況です（図表4）。幅広い労働市場の改善が起きるには、2年以上の時間を要すると筆者は見えています。

最近「一時的なスピード違反」で上昇した米国のインフレは、財部門の需給ひっ迫の和らぎとともに沈静化すると予想されます。2022年にかけて、労働市場の需給が反映するサービス価格の趨勢が大きく影響するでしょう。22年にはPCEデフレーターコアは、FRBが目指す2%程度に低下すると予想します。このため、既にテーパリングの議論を始めたFRBが利上げを開始するのは、23年後半以降にずれ込むと筆者は見込んでいます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

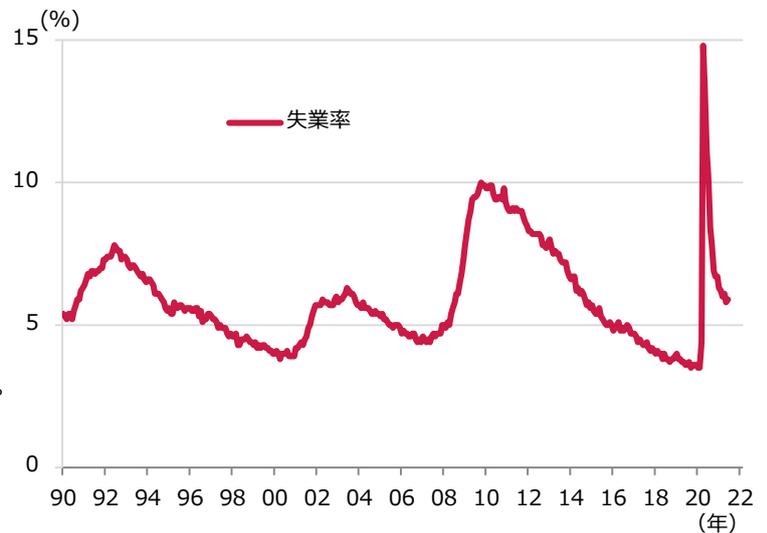
図表3 米国の財消費とサービス消費（実質）



期間：2018年1月～2021年5月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 米国の失業率



期間：1990年1月～2021年6月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。