

## 「物価下落は一時的か」

### ～米国長期金利の曲がり角、RELATIVELY SOONに



溜 学 (たまる まなぶ)、CFA  
ベアリング投信投資顧問株式会社  
執行役員 運用本部長

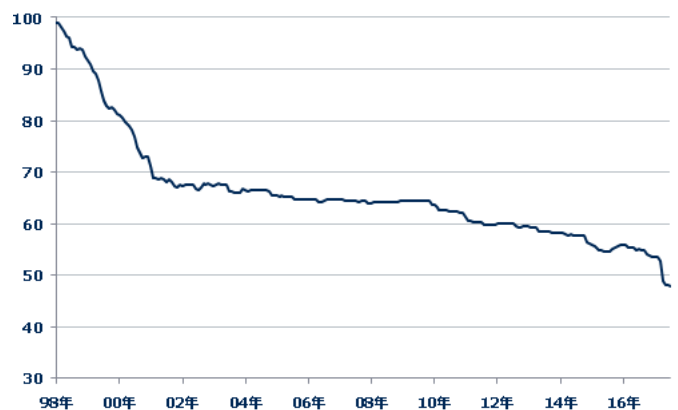
うに物価の伸び悩みが本当に一時的なものなのか、について市場の関心が集約されているものと考えられます。

イエレン議長に一時的な物価低迷の原因とされた携帯電話料金の推移が左図です。確かに前年比での下落は最近加速しているように見えます。一方、前年比の下落率ではなく、1997年12月の料金水準を100としてみたグラフが下図です。このグラフを見ると料金の下落は一時的というよりは趨勢として下落していると見るのが妥当のようです。

米国CPI携帯電話料金 (前年比、%)



米国CPI携帯電話料金 (97年12月 = 100)



米連邦準備制度理事会 (以下、FRB) に対して、金融政策の目標として課せられている二つの使命は、「完全雇用の達成」と「物価の安定」です。失業率が低下し、足許でも雇用者の伸びが続いている点では、前者の使命は達成していると言えますが、もう一つの「物価の安定」については、トランプ大統領から「低金利人間 a low-interest-rate person」であると評され、信認を勝ち得ているイエレンFRB議長も頭を悩ませている模様です。

7月の議会証言では、このところの弱い物価を「携帯電話料金の低下や処方薬の価格下落による一時的なもの」との見解を示し、物価低迷が長びくとの見方を退けました。同月のFOMCでは、金融政策の緩やかな正常化を進めてもインフレ率が中期的には2%目標近辺で安定するとの見通しを維持し、バランスシートの正常化プログラムを「比較的早期に (relatively soon)」行うことが示されました。

このようなFRBの姿勢とは裏腹に、金融市場が織り込む年内の利上げ確率は約50%程度で推移しています。イエレン議長の言うよ

携帯電話、スマホの普及が進み、97年当時よりも消費者の生活により密接なものになってきている昨今の状況を鑑みると、消費者全般に普及したサービス価格が下落基調を強めている事実には注意が必要ではないかと考えます。サービス価格の下落は、サービスを提供する企業の価格決定力が消費者に奪われていることを示します。日本の経験でも明らかのように、一度でも安い価格に慣れると、その安さを当然のものと考え、値上げを受け入れにくくなる傾向があり、これが物価全般に及ぶとFRBの追加利上げのペースにもブレーキがかかってくるものと考えられます。

失業率の低下が進み、月ごとの雇用者数の増加ペースも堅調な米国ですが、労働者の賃金上昇が鈍いことが示されています。もう一つの「一時的な」物価低迷の犯人とされた処方薬の下落の背景には、医療の現場でのジェネリック薬品の普及があるようです。携帯電話料金の下落、ジェネリック薬品の普及の二つの事象からも、賃金が伸びずに財布の紐を固くしている米国の消費者の姿が浮かび上がってきます。

米国 時間当たり賃金伸び率（前年同月比、%）



賃金上昇の鈍さが真の原因だとすると、物価の伸び悩みも一時的とは言い切れないように思えます。そうなるとFRBの描く利上げシナリオにも黄色信号が灯りそうです。これまで一定の利上げペースを念頭に上昇してきた米国の長期金利の行方も、「比較的早期に（relatively soon）」曲がり角を迎えるものと予想します。

## ヘアリング投信投資顧問株式会社

〒100-6166  
東京都千代田区永田町2-11-1  
山王パークタワー12階  
TEL：03-3501-6245  
FAX：03-3501-7870  
www.barings.com

金融商品取引業者：  
関東財務局長（金商）第396号  
加入協会：  
一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会

## 当資料について

当資料は、ヘアリング投信投資顧問株式会社（以下、「当社」）が金融市場動向に関する情報提供を目的に作成した資料で、法令に基づく開示書類あるいは勧誘に関する資料ではありません。当資料は、当社が信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成していますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料に掲載した運用状況に関するグラフ、数値その他の情報は過去の一時点のものであり、将来の運用成果等を予測あるいは保証するものではありません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りします。

Date Complied（東京）：2017年8月4日  
Ref No. M20173Q18