

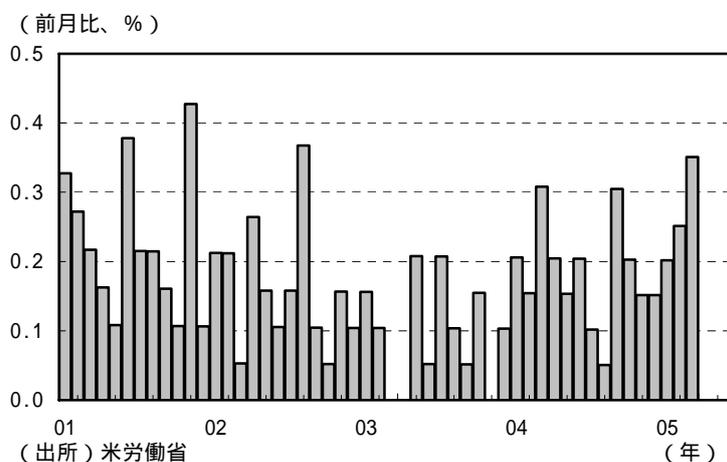
米国のインフレ懸念について～インフレ加速の可能性は小さい

調査部 高山 真 (shin.takayama@ufji.co.jp)

1. インフレ圧力の上昇

米国でインフレ懸念が強まっている。3月のコアCPI（エネルギー及び食品除く消費者物価）上昇率は前月比0.4%と、2002年8月以来の高い伸びとなった（図表1）。また、4月20日に発表されたページブック（地区連銀景況報告）では、実際の販売価格の上昇は今のところ穏やかなものに留まっているが、多くの地区でエネルギー価格の上昇やドル安等によるインフレ圧力の高まりが報告された（図表2）。

図表1. コアCPI



図表2. ページブック（物価関連）

【4月20日発表分】

- ・多くの地区が物価上昇圧力の高まりを報告。しかし、実際の販売価格の上昇は穏やかなものに留まる。
- ・ほとんどの地区の製造業、小売業、サービス業がコスト上昇の少なくとも一部を顧客に転嫁。しかし、利益や利幅の拡大に十分な値上げを行ったのは、シカゴ地区とダラス地区の一部の企業のみ。

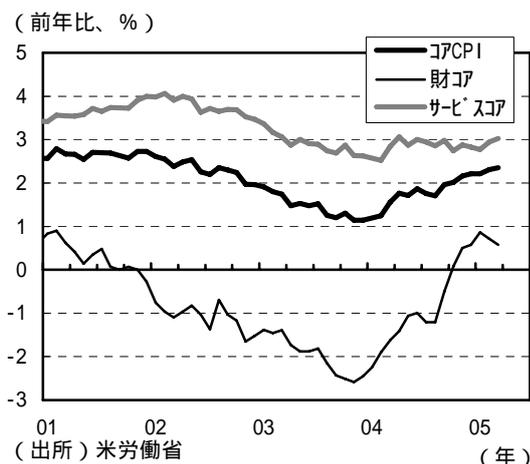
【3月9日発表分】

- ・小売物価は、総じて横ばいまたは穏やかに上昇。しかし、企業は投入コストの上昇にさらされている。
- ・いくつかの地区では、価格転嫁が大幅に容易に。

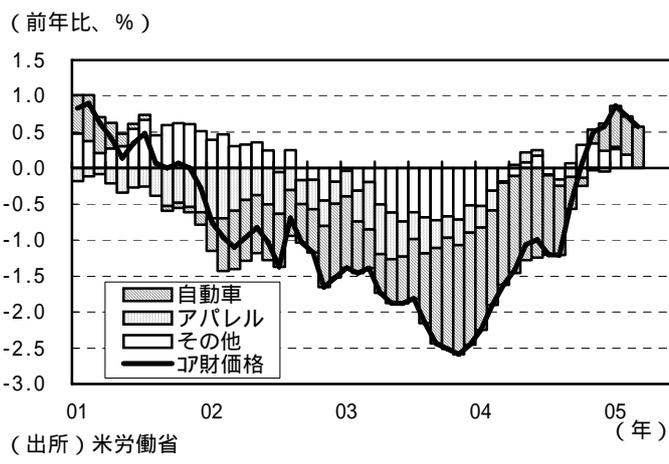
(出所) FRB

コアCPIの内訳をみると、財価格の上昇率が加速傾向にあり、コアCPI全体を押し上げている(図表3)。川上段階の原材料価格上昇の影響に加え、これまで物価の押し下げ要因であった自動車やアパレル関連の価格が、値下げ一巡や消費堅調を受けて上昇に転じたことが財価格の上昇要因となっている(図表4)。一方、サービス価格の上昇率は、前年同月比2.8%~3.0%の範囲で安定的に推移している。

図表3. コアCPI



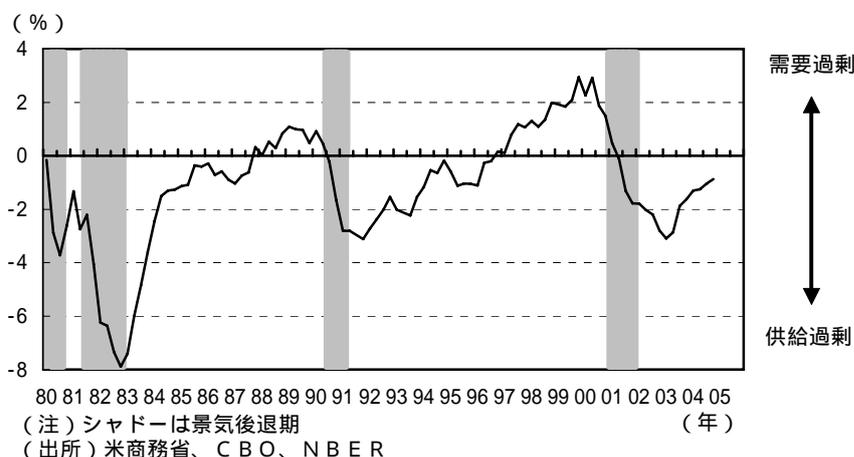
図表4. コアCPI財価格



インフレ圧力が高まっている背景として、企業の価格決定力が回復し、投入コストの上昇を販売価格に転嫁しやすくなってきたことが挙げられる。4月20日のページブックでは、ほとんどの地区の企業がコスト上昇の少なくとも一部を顧客に転嫁することができたと報告している。

実際、需要と供給のバランスを表すGDPギャップは、2003年1-3月期以降、マイナス幅(=供給の過剰度合い)が縮小傾向にある(図表5)。こうした需給バランスの改善が価格決定力の回復に繋がっているとみられる。

図表5. GDPギャップ(対潜在GDP比)

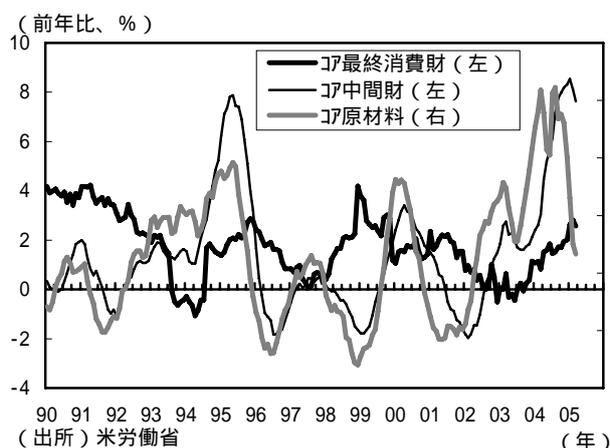


2. インフレが一段と加速する可能性は小さい

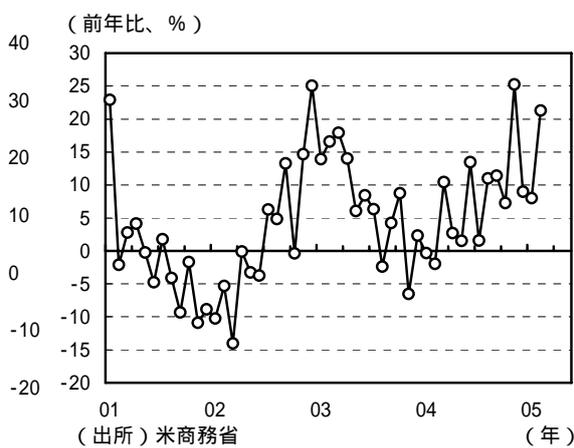
インフレ圧力は確かに高まっているが、今後、一段とインフレが加速する可能性は小さいとみられる。足元の生産者物価の動きは、川上段階のインフレ圧力後退を示唆している。コアPPI（エネルギー及び食品除く生産者物価指数）をみると、最終財価格の上昇率は加速が続いているが、原材料価格の上昇率は既にピークアウトしており、また中間財価格の上昇率拡大にも頭打ちの兆しがみられる（図表6）。

また、足元の財価格上昇の一因である自動車についても、海外メーカーのシェア拡大等により、厳しい競争が続いていることから判断して、値上げ余地は小さいとみられる¹。また、アパレル関連は、今年1月に繊維製品の輸入数量規制（クォータ制）が撤廃されたことにより、中国等からの安価な製品の輸入が増加しつつあり、今後は、むしろ価格下落圧力が高まることが予想される（図表7）。

図表6. コアPPI



図表7. 繊維製品輸入



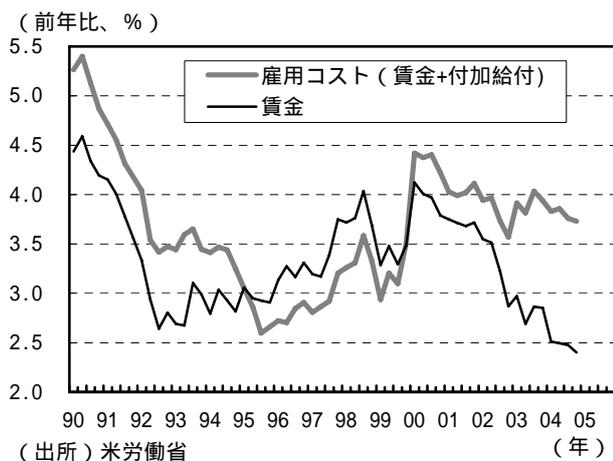
3. 賃金上昇圧力は当面限定的

さらに賃金は、今のところ安定的に推移しており、インフレ加速の要因とはなっていない（次ページ図表8）。しかし、3月の失業率が5.2%と3年半ぶりの水準まで低下するなど、雇用環境の改善が進んでおり、今後、賃金上昇圧力が高まることが予想される（次ページ図表9）。

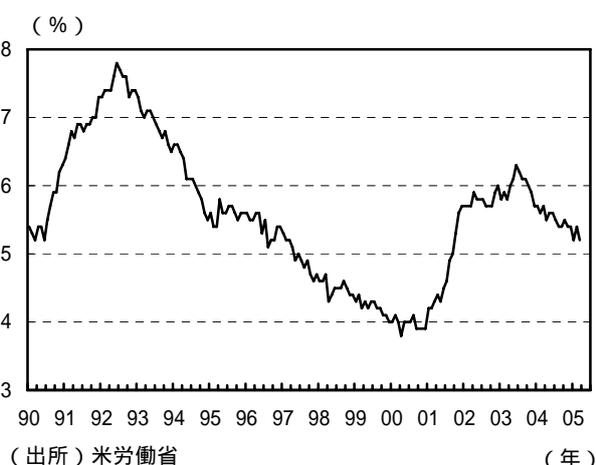
足元の失業率は、賃金上昇率の加速・鈍化の分岐点（フィリップス曲線から5.1%と推計。次ページ図表10）にかなり近づいている。ただし、分岐点付近の水準では、賃金上昇率の鈍化に歯止めがかかる程度に過ぎない。賃金上昇率がはっきりと加速に転じ、インフレ圧力が高まるにはまだ時間を要するとみられる。

¹ 米自動車大手のゼネラルモーターズは現在、コスト削減のため、部品納入業者に対して部品価格の引下げを求めている（4月7日付ウォールストリートジャーナル紙）。

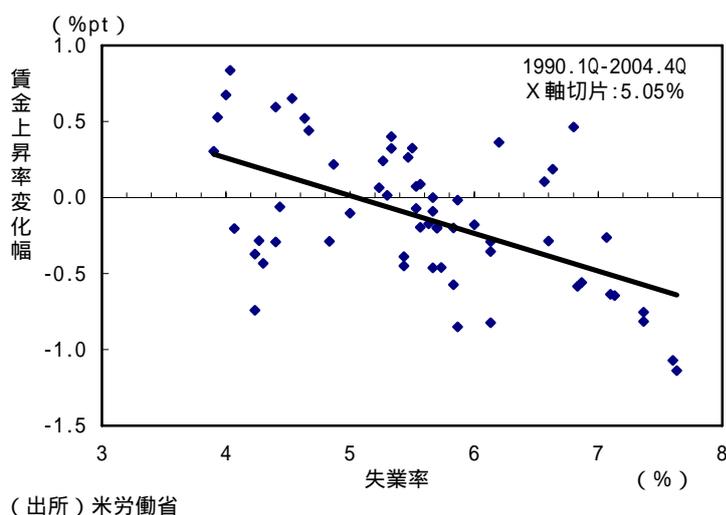
図表 8 . 雇用コスト



図表 9 . 失業率

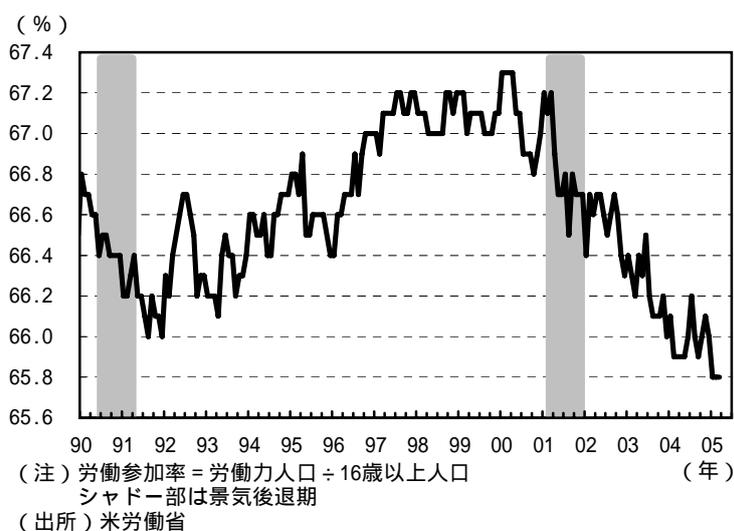


図表 10. フィリップス曲線



雇用環境は改善が続いているが、労働市場は依然として緩和的な状態にある。足元の労働参加率は 65.8%と、ピーク時 (67.3%) を大きく下回っており、2001 年の景気後退以降、300 万人以上が労働市場から退出したことになる (次ページ図表 11)。今後は、雇用増加期待の高まりを背景に、労働市場から退出していた人々の再参入が予想されるため、失業率の低下ペースは緩やかなものに留まるとみられる。

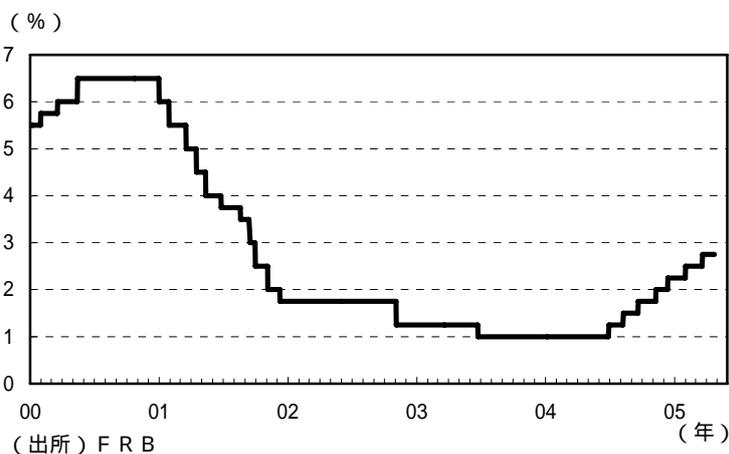
図表 11. 労働参加率



4. 利上げペース加速の可能性は小さい

インフレ懸念の強まりを背景に、利上げ加速観測も出てきている。現在、F E D（連邦準備制度）は、緩和的金融政策の解除を「慎重なペース」で進めるとし、具体的には、F O M C（連邦公開市場委員会）1回につき0.25%ずつの利上げを行っているが、今後、利上げ幅を0.50%に拡大するとの見方が出てきた。

図表 12. F F 金利



しかし、川上段階での物価上昇に収束の兆しが見えてきたことなどから判断して、利上げ幅を拡大するほど、インフレ圧力が高まっているとは考えにくい。3月22日のF O M Cでも、必要とされる累計利上げ幅が拡大した可能性は指摘されたが、利上げ加速の必要性は現時点では見当たらないとされた。F E Dはこれまで通り、0.25%ずつの利上げを継続するとみられる。

以上