



米国

監訳 Japan Macro Advisors

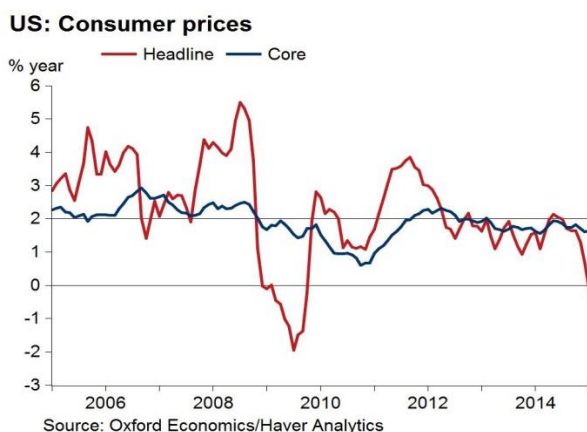
インフレの行方をシミュレーション

- 労働市場が堅調な中、FRB はインフレに注目するようになった。弊社は月次のインフレモデルを利用して、今後数カ月の個人消費支出（PCE）インフレ率および消費者物価指数（CPI）上昇率の見通しを、総合、コアともに立ててみた。
- デフレーションは年央には底を打ち、年末にはコアインフレは PCE で 2.0%、CPI で 1.7% まで再上昇する可能性が高い。FRB は 9 月に利上げの引き金を引く可能性が高いとみられる。

インフレが焦点に

FOMC は直近の声明で、インフレ率は 2% のターゲットをさらに下回ったが、背景はエネルギー価格下落や他の一時的要因で、過度には心配していないと述べている。実際インフレ期待は安定しており、エネルギー価格下落がインフレ全体に長く反映されることはないとみられる。エネルギー価格急落とドル高で、総合 PCE インフレ率は 1 月に前年同月比 0.2% まで低下、またガソリン価格の前月比 18.7% という急落（7 カ月続いた下落の中でも最大の幅）で、総合 CPI 上昇率も同 -0.1% となった。ただコアインフレ率は、原油安の波及効果が非常に小さく、コア PCE インフレ率が前年同月比 1.3% 前後、コア CPI 上昇率も同 1.6% で安定している。

図 1：米国の消費者物価



出所：Oxford Economics/Haver Analytics

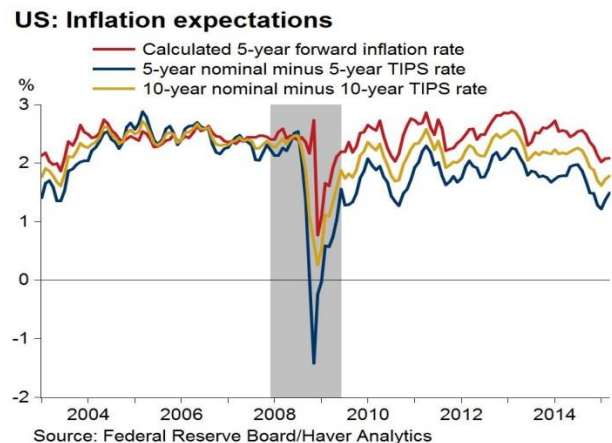
“デフレ” という言葉は使いづらい

足元の総合インフレ率が低水準な中、一部の専門家は「デフレ」という言葉を使い始めた。だが弊社は、米国経済を「デフレ」と呼ぶことには極めて慎重だ。総合 CPI 上昇率はさきの大不況（世界的な金融危機）以降で

初めてマイナスとなったが、その主因は内需の弱さではなく、エネルギー価格の下落やドル高だった。こうした一時的要因を除くコアインフレ率は引続き非常に安定しており、本当の意味のデフレはまだ現実となっていない（参照：[deflation in its true sense is not a reality](#)）。

今後に向けて、最近の市場ベース期待インフレの動向は、インフレの方向性と言う面で FOMC 参加者を安心させるとみられる。実際、5 年および 10 年期待インフレは（徐々にだが）反転上昇しており、TIPS（インフレ連動債）に織り込まれている 5 年フォワードインフレ率もリバウンドして 2% を上回っている。

図 2：米国の期待インフレ



出所：FRB/Haver Analytics

インフレを 3 要素に分解

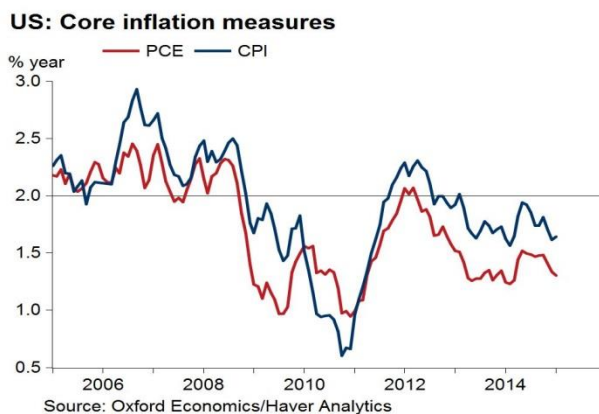
インフレに対する注目が高まっていることから弊社は、月次モデルを利用して消費者物価の上昇率を予測した。このモデルは①貿易加重ドル為替レートとコモディティ価格が輸入物価を大きく左右する、また②原油価格がガソリン価格を、③ガソリン価格、輸入物価、単位労働コスト（生産性で調整した 1 時間当たり賃金）、ガソリン価



格が(1)食品、(2)エネルギー、(3)コア CPI 上昇率を、それぞれ主に決定づけると想定している。こうした(1)～(3)の3つの構成要素のウエイトが変わらないとして、弊社は総合 CPI 上昇率の予測を再検討した。最後に、コア・総合 CPI 上昇率の予測をもとに、PCE（個人消費支出）インフレ率の予測をコア・総合共に立ててみた。そしてこのモデルを使って、様々なショックイベントが、2015 年末までの弊社インフレ予測にどう影響するかも推定した。

なお、こうした弊社モデルに基づくシミュレーションに、金融政策の効果は反映されない。このため 2015 年末までに利上げが実施された場合の、内需全体やインフレへの潜在的影響はモデルでは把握できない。しかし、金融政策の効果を実体経済に及ぶには 9-12 カ月かかると一般的に考えられているため、モデルの設定は妥当だと弊社はみている。

図 3：米国のコアインフレ率



出所：Oxford Economics/Haver Analytics

1. 基本シナリオ

基本シナリオでは、ドルが貿易加重ベースで 2 月から年末にかけて 5% 上昇すると想定した。また製造業と民間非管理職の 1 時間当たり賃金伸び率が、2 月の前年同月比 1.6% から年末に同 3.0% へ加速するとも想定している。弊社は、賃金よりも単位労働コストがインフレを左右するとみているため、賃金伸び率を生産性向上で調整した。エネルギーに関しては、北海ブレント原油価格が年末に向け徐々に上昇、1 バレル=65 ドルに達すると想定した。弊社がシミュレーションした結果、総合 CPI 上昇率は、春に数カ月マイナスとなった後、7 月まではゼロ前後で推移、今年後半には上昇して 2015 年末は前年同月比 1.7% 前後になるとみられる。コア CPI 上昇率は、年央は同 1.6% を上回る水準で安定、年後半の 2 四半期には加速して年末には同 2% を上回るとみられる。FRB がより重視している総合 PCE（個人消費支出）インフレ率は、7 月までは 0.3% を上回る水準で留まり、12 月までに前

年同月比 1.7% に達するとみている。コア PCE インフレ率は年央までは 1.4% 前後、年末までに 2.1% に加速すると見込まれる。

表 1：2015 年のインフレ予測

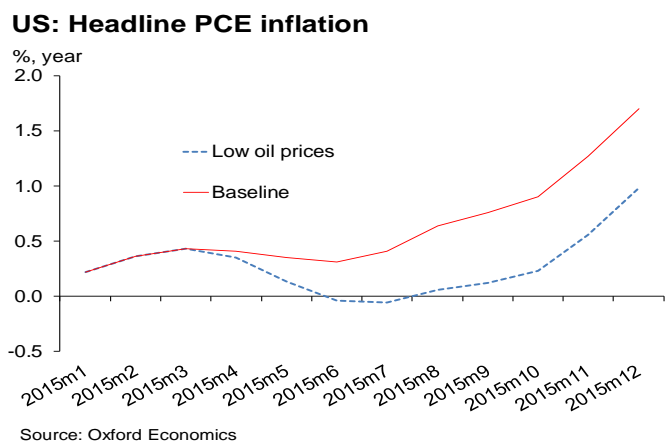
Inflation forecast for 2015 (% , year)				
	CPI	Core CPI	PCE	Core PCE
June	0.0	1.7	0.3	1.4
December	1.7	2.3	1.7	2.0

2. 原油価格がさらに弱含む 場合

FRB の最近の主張の根幹にあるのが原油価格で、FOMC も、エネルギー価格下落による（最初の）物価低下は一時的である可能性が高いと述べている。実際、これまで述べたように、原油価格の下落が一巡すれば、総合インフレ率は FRB のターゲットである 2% に向かって急上昇すると弊社は見込んでいる。

しかし、原油価格が長期間下げ止まればどうなるだろう。北海ブレント原油価格が 8 月までは徐々に下落して年末までその水準が続くと想定すると、エネルギー価格からの物価下落圧力は長期化して、年前半には基本シナリオよりも大きくなるだろう。その場合ヘッドライン総合 PCE インフレ率は 7 月には -0.1%、総合 CPI 上昇率も前年同月比 -0.6% まで低下すると見込まれる（基本シナリオでは、それぞれ 0.4%、0.1% と予測される）。その後、原油価格が 1 バレル=44 ドルで安定すると、プラスの（インフレ率を押し上げる）ベース効果はまだ残るが、基本シナリオよりも大幅に小さくなるだろう。年末の総合 PCE インフレ率は、基本シナリオでの見込みを 0.7pp 下回る前年同月比 1% になるとみられる。

図 4：米国の総合 PCE インフレ率①



3. 基本シナリオを上回るドル高、原油価格の弱含み、賃金伸び率減速の同時発生

弊社の以前のレポート（[on oil prices](#)）では、原油価格と



為替レートが米国経済に及ぼすインパクトを、それぞれ単独でしか示せなかった。このため、原油価格の下落（下げ止まり）、ドル高、低調な賃金伸び率が「同時発生する」シナリオを考えてみた。具体的には、原油価格は 8 月まで 1 バレル＝44 ドルと低水準が続く、基本シナリオに比べて 10%のドル高、賃金上昇率が前年比 2%前後で推移する、というシナリオだ。

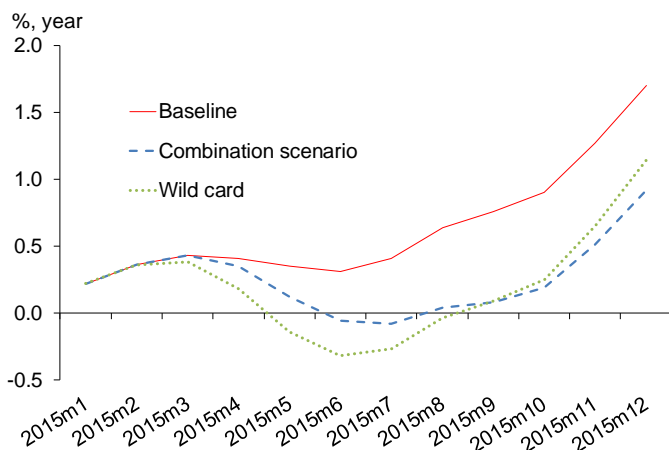
このシナリオのもとでは、総合 PCE 上昇率は 6 月には -0.1%に低下（基本シナリオでは 0.3%の見込み）、その後徐々に上昇して 12 月には 0.9%（同じく 1.7%）になると見込まれる。コアインフレ率もやや押し下げられるが、年末時点で 2%になると見込まれる（基本シナリオでは 2.1%の見込み）。

4. Q2 に原油価格が急落

ここ数週間の原油価格大幅下落で、米国を始めとする世界で、原油在庫が積み上がるのではないかと懸念が強まっている。過剰在庫懸念が市場に広がり原油価格下落の第 2 幕となる、というリスクシナリオが考えられる。

図 5：米国の総合 PCE インフレ率②

US: Headline PCE inflation



Source: Oxford Economics

弊社はこうした原油価格下落が今後も発生するシナリオとして、北海ブレント原油価格が（現在の 1 バレル＝56 ドルから）5、6 月に 42 ドルへ低下、その後徐々に上昇して 12 月には同 50 ドルに達すると想定した（上図の「wildcard」）。また、基本シナリオに比べて 10%のドル高になることも想定した。

このシナリオでは、7 月には総合 PCE インフレ率が前年同月比 -0.3%に低下する一方、コア CPI インフレ率は同 1.4%前後で底打ちするとみられる。原油価格が弱含む「シナリオ 2」よりも原油価格の反転上昇が弱いことで、総合インフレ率も Q3 の上昇幅は小さくなるが、Q4 には 1.1%に達するとみられる（シナリオ 2 では 1.0%、基本シナリオでは 1.7%が見込まれている）。

FRB の視点

弊社も最近のレポートで示したが、FRB のフィッシャー副総裁はここきて、[インフレ率が中期的に目標の 2% に近づいていると FOMC が「合理的に自信を持つ」ための条件は、次の 3 点だと述べた。](#)

- (1) 総合インフレ率がプラスになる
- (2) コアインフレ率が 2%に向かう
- (3) 実質賃金の伸びが加速する

弊社は、基本シナリオではこの 3 点が 9 月までに満たされ、その時点で FOMC の利上げを正当化するとみている。だが、イエレン総裁は 3 月 FOMC 後の記者会見で、賃金上昇の加速が利上げの前提条件ではないと述べており、上記の(3)は利上げに不可欠ではないと考えられる。

ドル高や賃金上昇のインパクト

1. ドル高

力強いドル高トレンドの中、米国経済やインフレへの悪影響が一部で懸念され始めた。弊社の月次インフレモデルを利用して、2015 年に弊社基本シナリオを 10%上回るドル高となるケースをシミュレーションした。すると総合 PCE インフレ率が弊社基本シナリオから下振れる幅は、年末までで 0.1%ポイント (pp) 未満という結果になった。総合 PCE インフレ率はそれでも、今年後半にはリバウンドして、12 月は前年同月比 1.7%で今年を終えることになる。

弊社は以前に、自らの世界経済モデル（GEM）を使って[ドル高の米国経済へのインパクト](#)を測定した。すると、年全体を通じて徐々に 10%のドル高が進んだ場合、実質 GDP 成長率は 0.4pp 押し下げられる、また輸入物価下落と国内経済活動の弱まりにより、個人消費支出 (PCE) デフレータ（前年同月比）が 0.2pp 低下する、と示された。弊社の短期モデルに比べてやや大幅になったのは、それぞれの弾力性が理由とみられる。GEM での主なインフレ下押しチャネルは、輸入価格下落ではなくドル高による国内経済活動の弱まりだとみられる。対して月次モデルでは、直接的な輸入物価の変動が主要チャネルだった。

2. 賃金上昇の加速

米国経済（および FRB）にとっては、賃金上昇ペースも大きな懸念材料となる。このため弊社は、1 時間当たり賃金の上昇が基本シナリオよりも大きく加速するケースをシミュレーションした。つまり、1 時間当たり賃金伸び率が 2015 年 12 月までに、基本シナリオの前年同月比 3%を上回る同 4%に加速すると想定した。このシナリオでは、12 月までに総合 CPI 上昇率が基本シナリオを 0.1pp 上回る（前年同月比 1.8%に達する）が、同じく総

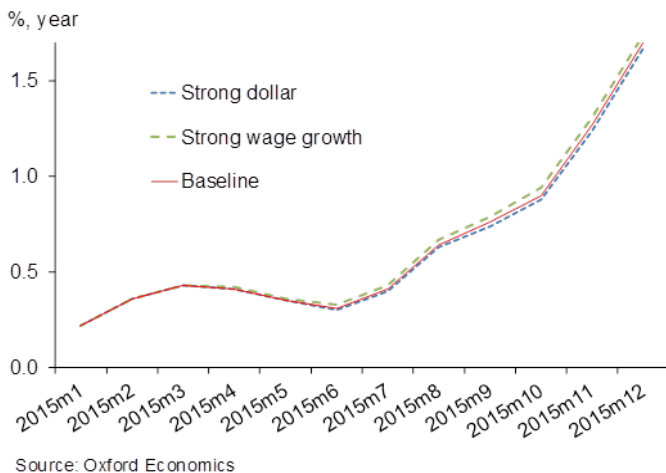


合 PCE インフレ率が基本シナリオを上回る幅は 0.1pp 未満に留まる、という結果になった。

ただこのシミュレーションに関して、以下の 2 点に注意する必要がある。インフレの牽引役として賃金伸び率の 3 カ月移動平均を使って、[名目賃金の硬直性](#)や、賃金がインフレに及ぼすコストプッシュ効果を取り上げた以前のレポートを検証した。すると、賃金上昇の加速がインフレ率に完全に反映されるまでには 3 カ月かかるという結果になった。だが賃金上昇がインフレに及ぼす影響は、予測期間を 9 カ月にすると比較的小さくなった。この結果、賃金伸び率はインフレ率を直接左右する力はないとした、Mehra (1991)、Hu and Trehan (1995)、Gordon (1998)の各氏による研究が信頼できるとみられる。さらに月次モデルでは、賃金上昇加速が国内経済活動に及ぼす間接的な効果、ひいては物価上昇圧力は捉えられない。

図 6：米国の総合 PCE インフレ率③

US: Headline PCE inflation



2 点目は、イエレン議長が 3 月 FOMC 後の記者会見で、「賃金上昇は利上げの必要条件でない」、また「全般的な賃金上昇は着実な雇用増加に沿って起こることが普通で、”すぐには”実現しない可能性がある」と述べたことだ。この発言は、NAIRU (インフレ非加速的失業率) の下方修正と共に名目賃金の硬直性を認めたものであり、また FRB が、たとえ賃金上昇が多少弱い場合でも、年内のゼロ金利脱出を本当に望んでいることを示している。

結論

弊社モデルに基づく結論は、次の 2 点である：

まず、コアインフレ率は 1.4% で安定しているとみられる。実際にも弊社のあらゆるシミュレーションで、コアインフレ率はこの 1.4% を上回っており、年末までに総じて 2% へ加速する。このためフィッシャー副総裁が示

す 2 点目の条件は、内需が大幅に後退して物価を大きく下押しする圧力が発生しない限り、今年後半には満たされるとみられる。

2 点目は、インフレだけから正確な利上げ時期を予測すると、利上げを遅らせる 2 つの大きな要因があるとみられる。まず、原油価格の大きな振れ（低水準の長期化、急落、または急反発）で、フィッシャー副総裁が示す条件の 1 点目が危うくなる。この場合は実際にも、総合 PCE インフレ率は年末までにプラスに戻る可能性があるが、極めて弱い水準が続き、利上げ決定が 2016 年にずれこむ公算が大きい。つぎに、賃金伸び率の低調さは、フィッシャー氏の 3 つ目の条件が満たされないと示している。（再三繰り返すが）これ（賃金上昇の加速）は利上げの条件ではないとイエレン総裁は言うが、賃金が上向けばインフレという面で安心できるとも同氏は述べている。さらに、賃金上昇がみられなければ景気は回復せず、利上げの先送りを正当化することになると弊社は考えている。

このため、Q2 に原油価格が再度大幅に下落する、または内需が（不安定な天候を原因に最近みられた以上に）後退することがない限り、FRB は 9 月に利上げの引き金を引くとみられる。