

米コア・インフレ、緩慢ながらも上昇予兆

緩和効果や雇用底堅さ、労働時間・住宅価格・期待改善

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2020/1/31

米国のコア・インフレは構造的な低位抑制が続くものの、緩慢ながらも上昇予兆が見られ始めた。FRBによる予防的利下げや実質的な量的緩和再開の遅延効果のほか、雇用の底堅さ持続などが貿易摩擦小康やドル独歩高の勢い鈍化もあって、物価の底上げ要因となりやすい。すでにインフレに先行する労働時間や住宅価格、期待インフレなどは復調に転じている。新型コロナウイルスは中国や日本などのアジア比では打撃が抑制されるうえ、中国の景気対策や金融緩和の強化、対米強硬姿勢の余裕減退などは米国経済にプラスとなる。

過去の利下げ、高確率で物価底入れや上昇へ

「米国での雇用創出は引き続きブレイク・オープンの2倍のペースで推移しており、GDP成長率は今後も潜在成長率を上回る公算が大きい。失業率は2020年末までに、3.25%へ低下すると予想される。このため賃金上昇率はさらに緩やかに上昇し、2020年末には+3.5%前後に達するだろう。コア・インフレ率に上昇圧力をかけるとともに、米国企業のプロフィット・マージン（収益の採算性）に下押し圧力を及ぼす可能性がある」――。

米国の大手資産運用会社幹部は、このような分析見通しを示す。この中の「雇用のブレイク・オープン・ペース」とは、雇用者数が同ペースを一貫して上回って増加すれば、失業率は低下傾向を辿るという分岐点だ。米ウォールストリート・ジャーナル紙は2016年4月、エコノミスト調査を踏まえて同ペースを「14.5万人」と推計していたが、ちょうど昨年12月の最新雇用統計は予想や前月実績を大きく下回ったものの、前月比+14.5万人増で踏みとどまっていた。

今後の米コア・インフレや賃金については雇用の底堅さのほか、貿易摩擦の小康やドル独歩高の前年比鈍化などが下支え要因となっていく。同期に昨年のFRBによる予防的利下げと実質的な量的緩和の再開（短期債購入と短期金利の押し下げ）を受けた「遅行の底上げ効果」も注目されそうだ。米リッチモンド連銀のバーキン総裁は昨年11月、「FRBは（7月以降の）3回の利下げにより、米国経済が直面する不確実性に対して保険を掛けた。向こう6―9カ月で、利下げで意図した通りの効果がもたらされるか判明する」として、物価健全化を含めた政策のタイムラグ効果を指摘している。

過去にFRBは1995年7月から1996年1月にかけて、予防的利下げを実施した。当時の米コアPCE（個人消費支出）デフレーターは、1995年1月の前年比

+2.4%を最高とした下落基調を経て、「最終利下げの約7カ月後」となる1996年8月の+1.7%で一旦の底入れとなっている。

そのあとでは1998年9―11月にかけて、3回の予防的利下げが行われた。当時のコアPCEデフレーターは、「最終利下げから約9カ月後」となる1999年8月の+1.2%で底入れを形成。その後は2001年7月の+2.0%を超え、上昇トレンドが点火されている。それ以外の2007年以降や2000年以降などの本格利下げ局面でも、コア・インフレは遅行の底入れ反転が高確率で観測されてきた。

しかもFRBは昨年7月でバランスシート縮小の量的引き締めを終了し、昨年10月からは実質的な量的緩和を再開させている。最近のコアPCEデフレーターは2018年7月の+2.1%を最高として下落に転じてきたが、ちょうどFRBによる資産縮小と連動してきた。しかしFRBのマネタリーベース残高は昨年12月に、2018年2月以来の前年比プラス回復となっている。過去実績として、タイムラグを経た物価の下げ止まり効果が注目されやすい。

もちろん、米国のコア・インフレや賃金については、構造的な低位抑制の見通しが根強い。足元では中国発の新型コロナウイルスリスクが覆っており、世界景気の回復の鈍さや再減速が懸念されている。一方で新型コロナウイルスは中国や日本などのアジア比で米国での打撃は抑制されるうえ、中国での景気対策・金融緩和・流動性供給の各強化や、対米強硬姿勢の余裕減退などは、米国の景気とデフレ圧力減退にはプラス要因となる。

週労働時間の見通し、93年以降で最高

まだ肺炎影響は反映されていないものの、米国では28日の最新1月リッチモンド製造業景況指数で、賃金の先行指標となる「6カ月先予想の週平均労働時間（労働週数）」が+25と、前月の+14から大幅に上昇した。昨年8月の-4をボトムに復調となり、1993年の統計開始以降では最高を記録している。最近の最高は2017年2月の+19であったが、当時の時間あたり平均賃金・名目前年比は同月の+2.3%から底入れへと移行。底固めを経て、2018年12月の+3.5%にかけて緩やかな上昇軌道を辿っている。

現在は米国企業の決算発表が相次いでいるが、半導体業界で最大の顧客を持つ米テキサス・インスツルメンツ（TI）による22日の決算発表では、経営幹部から「昨年10―12月までの四半期連続の前年比減収を経て、大部分の市場は安定化の兆候が見えた」、「TIにとって重要な工業と自動車の市場は、近く成

長軌道に戻る」という前向きな見通しが示された。TI は手掛ける製品が同業で最も幅広く、同社の業績見通しは米国を始めとした世界景気の先行指標と見なされている。

最新1月の米指標ではNY連銀製造業景況指数でも週平均労働時間が、+1.3 と前月の+0.7 から上昇した。やはり貿易摩擦が激化した昨年8月の-2.1 をボトムとして、復調へと転じている。トレンドを示す10カ月移動平均では、方向角度が2018年10月以降の下向き基調から上向き化へと回帰してきた。

前回の10カ月平均の下向き基調は、2016年6月で底入れ反転となっている。当時の米コアPCEデフレーターは同月の+1.5%がボトムとなり、約半年後となる2017年1月の+1.9%まで連動上昇へと転じている。同期間中に米10年債金利は、1.3%から2.6%超えへと上昇した関連実績を有している(債券価格は下落)。

米国のインフレ関連指標ではS&P・コアロジック/ケース・シラーがまとめた米20都市の住宅価格指数が、昨年11月に前年比+2.6%の上昇となった。前月の+2.2%から上昇し、昨年2月以来の伸びを回復している。今後については「販売が好調さを増し、入手可能な物件数と在庫が限定されているなか、住

宅価格はさらに上昇する公算が大きい」(ブルームバーグ) という見通しがなされている。

米国の住宅価格については、全米不動産業者協会(NAR) による昨年12月の中古住宅販売でも、中古住宅価格(中央値)が前年比+7.8%の上昇となった。前月の+5.4%からプラス幅を拡大し、2016年1月以来(+8.1%)の大幅な伸び率を記録している。

連動する形で米国では、インフレ期待が修復され始めた。1月のミシガン大学消費者信頼感指数では、「5-10年先のインフレ期待」が2.5%になった。過去最低の2.2%から持ち直している。同時に「5-10年先のインフレ期待」-「1年先のインフレ期待(1月は2.5%)」格差もゼロとなり、前月の-0.1%から改善している。同格差は9月に-0.4%へ低下するなど、2018年半ば以降は貿易摩擦懸念などもあって「長期の先行きのインフレ期待低下(景気後退懸念)」が優勢になってきた。ひるがえって現在は利下げ効果などもあり、長期インフレ期待の下振れが修正されつつある。

こうした労働時間や住宅価格、インフレ期待の改善については、過去に一定の時間差を経てコア・インフレや賃金の底上げへと波及する関連実績が見られてきた。



