

米国のインフレを見極めるには ～各指標が示すもの～

I. インフレ指標はこんなにもある

CPI？PCE？

米国を中心としたインフレ懸念¹が高まっているが、そもそもどのような経済指標がインフレ動向を表しているのか。それらインフレ指標はどのような違いがあるのか？そして金融当局が重視しているのはどの指標か。約 30 年ぶりのインフレ懸念である今だからこそ、インフレ指数の仕組みを理解したうえで、今後の金融動向を正確に見極めるようにしておきたい。

米国の代表的なインフレ指数といえば、消費物価指数（CPI）と個人消費支出デフレーター（PCE デフレーター）が挙げられる。ではこの 2 つの指標はどう異なっており、それぞれどのように見ればよいのか。CPI は労働省の労働統計局（BLS）、PCE デフレーターは商務省の経済分析局（BEA）が集計して公表しているが、最大の違いは統計の範囲だ。CPI は家計が実際に支出する項目のみを統計範囲としているが、PCE デフレーターは家計が受けるサービスで政府や機構が支出する項目も統計範囲に含めている。典型的な項目は医療費で、CPI では自己負担分のみが統計範囲だが、PCE デフレーターでは連邦政府、地方政府の負担分も統計範囲となる。そのため、医療費が占めるウェイトは CPI で 10%未満なのに対し、PCE デフレーターでは 20%超となっている²。この他にも CPI の統計はラスパイレース指数で、物価の変動による消費量の変化（高くなったものは買う数量を減らすなど）を考慮しないが、PCE デフレーターは消費量の変化を考慮したパーシェ指数とラスパイレース指数を幾何平均した、フィッシャー指数という違いがある。また項目のウェイトも PCE デフレーターの方が柔軟に入れ替えられている。つまり PCE デフレーターは CPI に比べ、物価変動や商品トレンドの変化による消費者の行動変容が反映されている。こ

¹ 本稿では主に個人消費に焦点をあてており、特記がない場合全て個人消費項目のインフレを指す。

² BEA が 2018 年全米企業エコノミスト協会のセミナーで[参照](#)した、2015 年 12 月時点の比率。

うした違いを踏まえ、連邦公開市場委員会（FOMC）では主要なインフレ指数として、PCE デフレーターを参照している³。それにも関わらず報道などで CPI が注目されるのは、CPI が PCE デフレーターより 2 週間程早く公表されることや、CPI は遡及改定されないため、社会保障給付額や様々な契約における物価指数として参照されるためであろう。インフレ指数としては、CPI と PCE デフレーター以外にも、ニューヨーク（NY）連銀が企業景況感などもふまえて公表している基調的インフレ指数や、アトランタ連銀が変動の大小で分類したインフレ指数などもある（図表 1）。

図表 1：主なインフレ指数

名称 (英文)	名称 (和文)	発行元	公表 時期		21 年 4 月	21 年 3 月	20 年 2 月	特徴
CPI (Consumer Price Index)	消費者物価 指数	労働省	翌月 中旬	ヘッド ライン	4.2	2.6	2.3	PCE デフレーターよりも速 報性があり、社会保険や契 約の物価連動指数として参 照される事が多い
				コア	3.0	1.6	2.4	
PCE (Personal Consumption Expenditures) deflator	個人消費支 出	商務省	翌月最 終金曜 日	ヘッド ライン	3.6	2.4	1.8	CPI と比べ公表は遅れる が、統計対象は広く、かつ ウェイト変更の柔軟性も高 い。FOMC は PCE デフレー ターを重視する傾向がある
				コア	3.1	1.9	1.9	
UIG (Underlying inflation Gauge)	基調的イン フレ率	NY 連銀	翌月 中旬	全体 指標	2.7	2.2	2.0	NY 連銀が非公式スタッフレ ポートとして発表。企業景 況感なども踏まえた全体指 標が比較的注目されている
				価格 指標	2.9	2.6	2.2	
Sticky-Price CPI Flexible-Price CPI	粘着価格 CPI 柔軟価格 CPI	アトラ ンタ連 銀	CPI と 同日	粘着 価格	2.4	1.8	2.8	価格変動が小さい品目のイン フレ率（粘着価格）と、 大きい品目のインフレ率 （柔軟価格）をアトランタ 連銀が CPI から抽出し公表
				柔軟 価格	10.4	6.3	1.2	

（出所：労働省、商務省、各連銀などからワシントン事務所作成、インフレ率は全て前年同月比%）

³ 2000 年 2 月に連邦準備理事会（FRB）が議会に提出した[レポート](#)で、経済予測においてインフレ指数を CPI から PCE に移行する旨を説明している。

ヘッドライン？コア？

CPI と PCE デフレーターはそれぞれ、全対象品目の指数（いわゆるヘッドライン）以外に、変動が大きいエネルギー及び食料品を除いた「コア」指数も公表されている。ある時点での消費品目全体のインフレはヘッドラインで示されるものの、インフレ基調を測る場合はコア指数が参照される場合がある。FRB が 2012 年に発表した長期的なインフレ目標の「2%」は PCE デフレーターとしか示されておらず⁴、FOMC で公表される経済予測において、短期的予測はヘッドラインとコア指数両方が示されているが、長期的インフレ予想はヘッドラインのみとなっている。しかしながら、FOMC 声明文ではしばしばコア指数が参照されることも少なくない⁵。FRB の公式な説明⁶では、政策当局者はインフレ基調を特定するためにコア指数の変化を評価する、とある。少なくとも短期的なインフレ基調をみるうえでは、コア指数も重要となるだろう。

期待インフレ率とは？

FOMC メンバーがみているのは既に実現されたインフレだけではない。市場や消費者が将来どれほど物価がインフレするかという、期待インフレ率も同様に重視している。特に消費者のインフレ期待は、将来にかけて自らの賃金や収入がどれほど増加するかという期待、そしてそれによるインフレ許容範囲を示すものであり、FOMC も前述の長期的目標のなかで、「長期的な期待インフレ率が 2% によく留まることで、物価安定と緩やかな長期金利が助長される」⁶と、期待インフレ率の重要性を認識している。

期待インフレ率を測る方法は 2 通りある。1 つは国債の名目利回りから物価連動債利回りを引いた「ブレイク・イーブン・インフレ率」という市場での期待インフレ率である。市場の期待インフレ率は随時変動するため、環境の変化がすぐに反映され

⁴ “The Committee judges that inflation at the rate of 2 percent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve's statutory mandate.”, ‘[FOMC statement of longer-run goals and policy strategy](#)’ (2012 年 1 月 25 日)

⁵ 例えば 2020 年 1 月の声明文では “On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy are running below 2 percent.” と両指数が参照されている。

⁶ “The Committee judges that longer-term inflation expectations that are well anchored at 2 percent foster price stability and moderate long-term interest rates and enhance the Committee's ability to promote maximum employment in the face of significant economic disturbances.”

る反面、あくまでも市場参加者の取引の結果示される、機械的な期待インフレ率である点は注意が必要だ。

もう 1 つの方法は消費者や専門家などに対するアンケート調査だ。前者は NY 連銀や消費者動向調査で著名なミシガン大学の調査がある。後者にはフィラデルフィア連銀が四半期毎に専門家に対して行う調査などがある（図表 2）。

図表 2：主な期待インフレ率指数

名称	発行元	公表時期	公表値			備考
Survey of Consumer Expectation	NY 連銀	翌月第二月曜日	3.1 (21/4)	3.1 (21/3)	2.6 (20/2)	3 年後期待インフレ率
Survey of Consumers	ミシガン大学	中旬金曜	3.0 (21/5)	2.7 (21/4)	2.3 (20/2)	5 年後期待インフレ率
Survey of Professional Forecasters	フィラデルフィア連銀	2,5,8,11 月の第二金曜日	2.2 (21/2Q)	2.1 (21/1Q)	2.0 (20/1Q)	10 年後期待インフレ率 (PCE デフレーター)
10-year breakeven inflation ratio			2.36 (21/6/8)	2.54 (21/5/12, 直近高値)	1.63 (20/2/3)	

（出所：各連銀、ミシガン大学などからワシントン事務所作成）

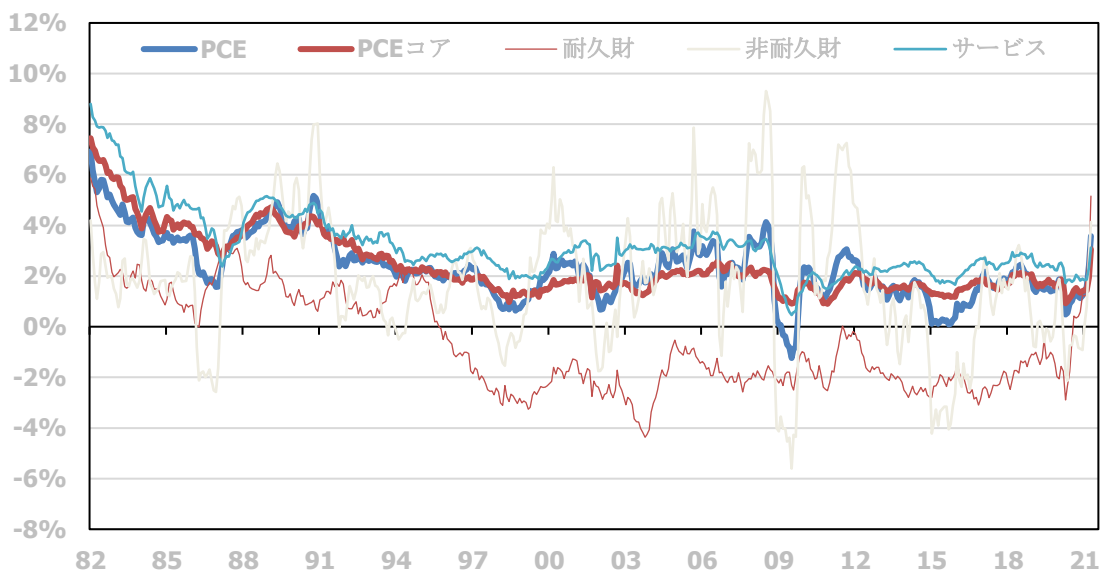
II. 足元のインフレ上昇はどう見るべきか？

確かに足元のインフレ上昇は目を見張るが

上記図表 1 の通り、インフレ率は米国でコロナ禍が始まる前に比べ、2%前後から足元は3%超まで上昇している。PCE デフレーターでみると、ヘッドラインは 2008 年 10 月以来、コア指数では 1992 年 8 月以来と約 30 年ぶりの高さとなっている。特に耐久財に限れば、約 25 年間ほとんどマイナスだったインフレ率がプラスに転じ、足元では+5.2%と、約 40 年ぶりのインフレ率となっている（図表 3）。こうした歴史的なインフレ率を目の当たりにすると、インフレ進行の懸念が高まるのも無理はない。さらに FRB が足元のインフレを「一時的」な要素によるものだとして、公式には金融引き締めを検討のそぶりを見せていないことが、インフレ懸念を押し上げているかもし

れない。また失業率や雇用者数がコロナ禍前の水準まで回復していないにも関わらず、人材不足の声が多く聞かれていることも、大きな供給側ボトルネックとして、懸念を大きくしている⁷。

図表 3：PCE デフレーターの変移



(出所：商務省よりワシントン事務所作成)

FRB の言う「一時的」 な要因とは

経済活動再開に伴って強まってきたインフレ懸念に対し、FRB高官は繰り返し、「一時的」要因が影響しており、来年に入ればそうした要因は剥落する、と述べている。一時的要因として政策当局者からは、①コロナ禍直後（2020年3月～）のインフレ低下により、今年は前年対比のインフレが見かけ上、大きくなることというテクニカルな要因に加え、②学校やチャイルドケアが全面的に再開していないことによる育児、コロナ感染の懸念が依然強いことなどによる労働力不足、③コロナ禍における個人給付などによる超過貯蓄とペントアップディマンド（リベンジ消費）というのがよく聞かれる。さらに野党共和党を中心に、④最大\$300/週の失業保険上乗せ措置により、就業意欲が低下、という要因も指摘されている。

⁷ 労働市場の分析はインフレ動向をみるうえで欠かせないが、本稿では紙幅の関係上割愛する。

構造的なインフレ要因もあるのでは

上記のいずれも FRB の言う通り、新たな個人給付などの政策が実行されなければ、年内または 2022 年初までには剥落するだろう。また足元の高いインフレ率が、特定の品目に偏っていることも、長期的かつ消費項目全体のインフレ基調を重視する FRB にとって、インフレ率を額面通り受け取っていない背景とみていいだろう。既述の通り、耐久財が歴史的な物価上昇をみせているが、そのなかでも中古車が前年比で 30% 以上の上昇となっている一方で、電気製品などは依然マイナス圏内にある。2021 年 4 月とコロナ禍前の 2020 年 2 月の各項目のインフレ指数のばらつき（分散）を比べると、前者は後者の約 6 倍のばらつきがあり、項目によってインフレ指数が大きく異なっていることがわかる。

また長期的な期待インフレ率が大きく上昇していないことも、FRB が金融緩和の引き締めを急がない背景の 1 つといえる。図表 2 の通り、短期的な期待インフレ率は大きな上昇がみられるが、長期的な期待インフレ率は、FRB が目標とする 2% を大きく逸脱しておらず、市場ベースの期待インフレ率も、2021 年 5 月をピークに、足元の水準は若干低下している。

他方で今後もインフレを進行させる構造的要因も潜んでいるのではと著者は考える。ここでは 3 点挙げたい。

1 点目はバイデン政権も問題視し、既に解決に向けて着手している、サプライチェーンの問題だ。特に足元で自動車関連の物価が上昇している背景として、半導体不足に拠るところが大きい。以前のサプライチェーンに関する[レポート](#)で分析した通り、足元の半導体不足はコロナ禍による部分と、長期的な変遷による部分の両方がある。半導体の需給が正常化に向かえば自動車関連の物価も部分的には抑制される可能性があるが、今後大きな需要増が見込まれる半導体のサプライチェーンは、構造的に不安定さが残るであろう。

2 点目はバイデン政権が推進する政策である。米国雇用計画（AJP）、米国家族計画（AFP）は何れも与野党の交渉真っ只中で最終的な規模はまだ見えない。ただ相当規模のインフラ投資となれば、米国では 1930 年代のニューディール政策、第 2 次世界大戦後の州間高速道路建設に次ぐ、連邦政府主導のインフラ建設となる可能性がある。かつインフラ建設は長期に亘り実施されるため、持続的なインフレとなりやすい。

3 点目は労働市場におけるミスマッチである。これはコロナ禍前から存在していた課題であるが、技術発展による産業高度化が進めば、労働市場における需給のミスマッチはさらに深刻化する可能性がある。物価の安定とともに、雇用の最大化を指名とする FRB にとって、失業率が高いままでは金融引き締めに動きにくい。特に近年は包摂的な雇用の最大化が求められており、何らかの事情で労働力市場から退場してしまった生産年齢人口の労働力市場への復帰（労働参加率の上昇）も、FRB が目指すところになるだろう。そうした場合、労働市場の緩みやミスマッチが従来よりも広義で補足され、それらが解消されない限り緩和的な金融政策が継続される可能性がある。

III. インフレの先にあるもの

FRB はテーパータントラムの教訓を十分得ている

当面はバイデン政権の AJP、AFP など目玉政策がどのような着地点を迎えるか、財政政策に焦点がシフトする局面を迎えながら、FRB の言う「一時的」な要因が収まるだろう来年に向けて、FRB 高官の考えがシフトしないか、引き続き一喜一憂の状況が続くだろう。最近の FRB 高官の発言などを聞いていると、緩和的な金融政策の転換を考えるにあたり、2013 年のテーパー・タントラム（バーナンキショック）の教訓を十分に得ているという印象を強く持つ。当時のバーナンキ FRB 議長が議会証言という公式の場で、量的緩和縮小に言及したことで長期金利が急上昇したわけだが、現在の FRB は同じ轍を踏まないよう、量的緩和縮小については事前に十分に市場とコミュニケーションを取り、市場への影響を抑えて、「退屈」⁸な政策変更にするとしている。FRB のテーパリング開始は、過熱気味な一部商品や株式銘柄には影響を与える可能性があるが、バブル崩壊や信用不安を呼び起こすようなシステムティックなダメージを伴う大きな影響とはならないだろう。

賃金上昇を伴わないインフレになる可能性も

他方で、構造的なインフレとなった場合、特に労働市場でのミスマッチが継続した場合、未熟練労働者は失業や低賃金の状態に置きざれたままでのインフレ進行となり、低所得者層の実質的收入を引き下げることになる。既に大きな経済格差がさらに拡大し、社会的不安は大きくなる。こうした事態を避けるた

⁸ フィラデルフィア連銀のハーカー総裁が 2021 年 6 月 2 日に行った[スピーチ](#)。

め、バイデン政権はインフラ政策として、コミュニティ大学の無償化などを盛り込んでいるが、財源を巡る与野党の合意はまだ見えない。

短期的には公表されるインフレ指数を正確に把握し、FRBなどの政策当局者がそれら指標をどのように解釈しているか正しくフォローすることが、今後のインフレ動向とFRBの金融政策を見通すうえで肝要だ。今後、米国で制御不能なインフレ昂進に至る可能性は大きくないと考えるが、高度に発展した産業ならではの構造的な問題に、金融政策としてどこまで対応できるのか、FRBは新たな課題に直面するだろう。

以上／阿部

本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、丸紅米国会社ワシントン事務所（以下、当事務所）はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。

本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当事務所は何らの責任を負うものではありません。

本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。

本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当事務所の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。