# Market Flash

2021 年 9 月 10 日(金)

## テーマはインフレのバトン
## ～中古車→家賃→労働コスト～

第一生命経済研究所　経済調査部
主任エコノミスト　藤代 宏一（TEL：050-5474-6123）

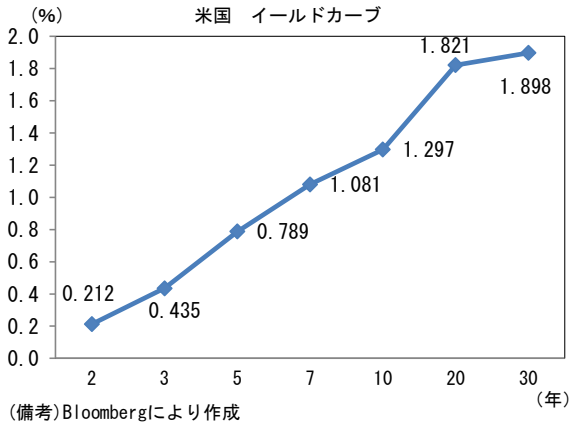
*・日経平均は先行き 12 ヶ月 30,000 程度で推移するだろう。*
*・USD/JPY は先行き 12 ヶ月 113 程度で推移するだろう。*
*・日銀は、現在の YCC を長期にわたって維持するだろう。*
*・FED は、2022 年末までに資産購入を終了、23 年後半に利上げを開始するだろう。*

＜金融市場＞

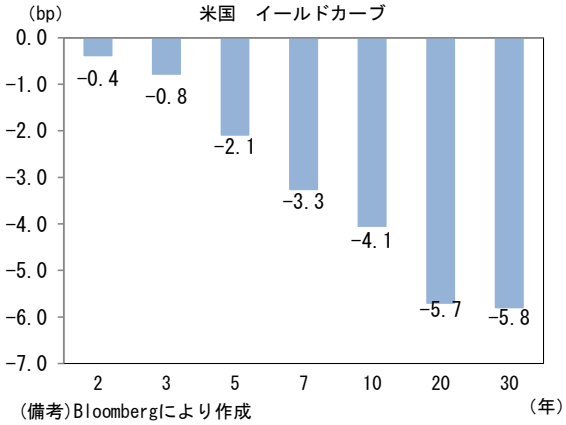
・前日の米国株市場は下落。ＮＹダウは▲0.4%、S&P500は▲0.5%、NASDAQは▲0.3%で引け。ＶＩＸは18.80へと上昇。

・米金利カーブはブル・フラット化。PEPPの買い入れペース縮小を決定したＥＣＢ理事会の影響は限定的。ラガルド総裁は2022年３月末が期限のPEPPを延長するか否かについて12月の理事会で計画を公表するとした。

・為替（G10通貨）はUSDが全面安。USD/JPYは109後半へと下落。コモディティはＷＴＩ原油が69.3ﾄﾞﾙ(+1.0ﾄﾞﾙ)へと上昇。銅は9249.0ﾄﾞﾙ(▲101.5ﾄﾞﾙ)へと低下。金は1791.2ﾄﾞﾙ(▲5.1ﾄﾞﾙ)へと低下。



(備考)Bloombergにより作成



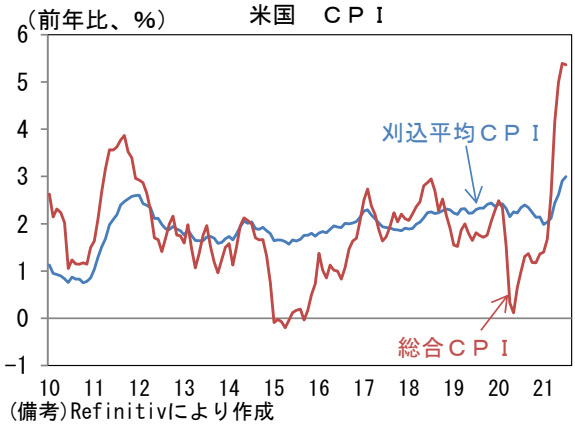
(備考)Bloombergにより作成

＜注目ポイント＞

・「2021年中のテーパリング開始」および「2022年後半の資産購入終了」がコンセンサスとなるなか、現時点で「2023年央以降の利上げ開始」は市場関係者の中心的見通しに近いだろう。また政策金利のゴールとしてはドットチャートで示されている中立金利2.5%が目安となる。もっとも、今後のインフレ動向次第で利上げの天井は上方シフトする可能性があり、その点において賃金上

昇圧力は重要と考えられる。

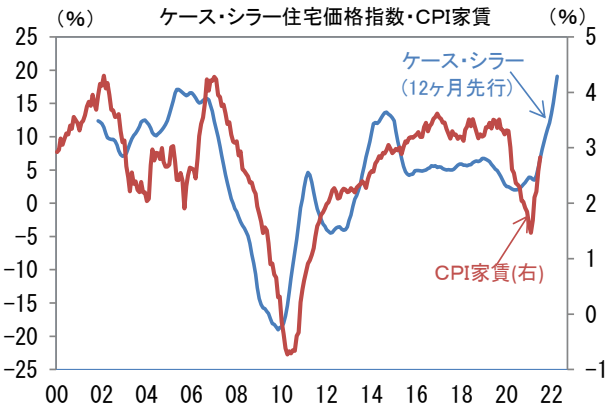
・これまでのインフレ率を押し上げてきたのは主としてエネルギーのほか、中古車や宿泊設備などパンデミックの影響を強く受けたものに集中してきた。クリーブランド連銀が算出・公表する刈り込み平均ＣＰＩ（大幅変動にした品目を除去して算出）が通常のヘッドラインＣＰＩを大幅に下回っているのは特定品目による押し上げ効果が強かったことを意味する。一部品目が急上昇した要因として、半導体不足に伴う新車の供給制約、パンデミックからの力強い需要回復など「一時的」とみられるものが多かったことを踏まえると、こうした「特定品目主導型」のインフレに持続性がないと考えるのが自然だろう。



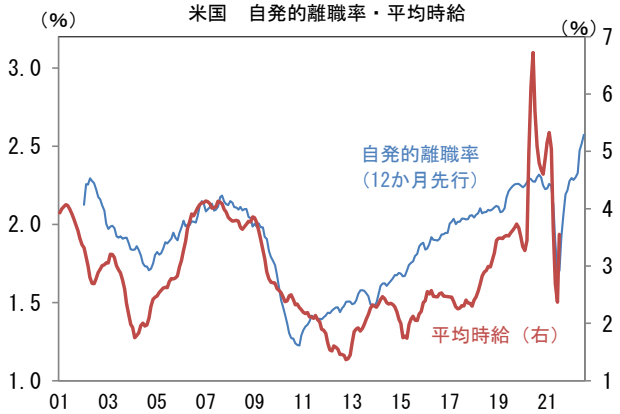

・もっとも、今後は「家賃主導型」のインフレが予想される。ＣＰＩの約３割を占める（帰属）家賃（修繕費等を含む「住居費」では約４割）がケース・シラー住宅価格指数に約１年遅れて動くことを踏まえるとその確度は高い。６月のケース・シラー住宅価格指数は前年比＋19.1%と2000年代半ばの住宅バブル期を凌駕する勢いで上昇し、３ヶ月前比年率では＋23.5%へと更に上昇モメンタムを強めている。これまでのところ家賃はＣＰＩ全体の上昇を抑制する方向にあったが、向こう数ヶ月でパンデミック発生前の上昇率に回帰し、それ以降は上昇ドライバーになる可能性が高い。

・インフレの持続性という意味において最も重要なのは賃金、労働コストであろう。「賃金主導型」のインフレを考えるうえで、最近のJOLT統計は示唆に富んでいる。まず求人数は前月比＋7.4%、1093.4万件と過去最高を更新し、企業の採用意欲が旺盛であることを示した。次に採用者数（入職者）は666.7万人へと増加し労働市場の回復を示したが、求人件数と採用者数の乖離は大きく、なお人手不足感が強いことを浮き彫りにする結果であった。このように労働需給が逼迫するなかで注目すべきは自発的離職率の上昇。７月は2.6%へと上昇し、過去最高を更新した。魅力的な待遇を求めて自ら職を辞する人は顕著な増加傾向にあり、このことは今後賃金上昇圧力が強まることを示唆している。この指標が平均時給に約１年の先行性を有することに鑑みれば、今後は賃金主導型のインフレ圧力が高まる可能性がある。賃金と物価の関係は相互刺激的、すなわち労働コスト増加が価格転嫁されるメカニズムは一度働くと直ぐには終わらないため、インフレが

長期化する可能性もある。

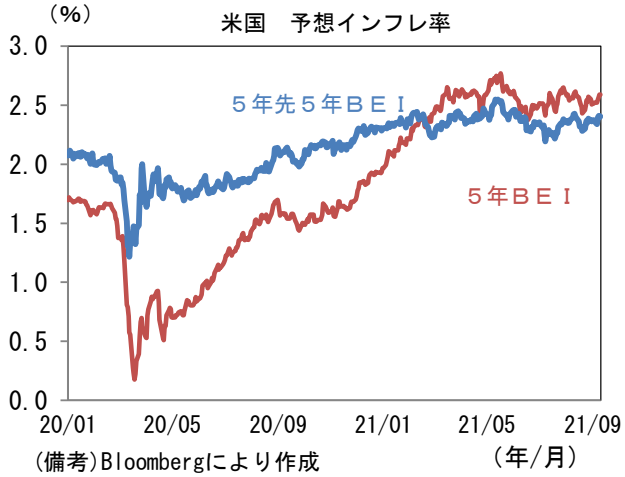


（備考）Refinitivにより作成



（備考）Refinitivにより作成 平均時給(非管理職),3ヶ月平均

・現在、中長期的な予想インフレ率を示す５年先５年ＢＥＩは２％台前半で安定し、名目10年金利は１％半ばに満たない水準で推移している。フィッシャー式を前提にするならば、今後予想インフレ率が高まることで名目金利の押し上げに繋がる可能性もある。



(備考)Bloombergにより作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。