

米国 インフレが加速し難い経済構造

～緩やかな金融政策の長期化を支援～

発表日：2014年1月21日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 桂畑 誠治
03-5221-5001

ポイント

○ 米国のCPIコアと失業率の関係をみると、70年代は高い物価上昇率と高い失業率が共存していた。しかし、80年代を通じて失業率が高くてCPIコアが70年代ほど上昇しなくなった。さらに90年代半ば以降には、失業率が4%台に低下したときでもCPIコアの上昇率が前年比+3%を下回っていたように、米国はCPIコアの上昇率が加速し難い経済構造に変化している。

○ 80年代に組合の弱体化等が進んだこと等を背景に、賃金の上昇は物価上昇率に連動しなくなり、生産性の向上に見合うものになった。同時に、生産の向上も進み、CPIコアに大きな影響を与えていたULC（単位あたりの労働コスト）の伸びが鈍化した。また、国際競争の激化によって価格転嫁率が低下傾向を辿っていることも物価上昇を抑制する要因となっている。国際的な価格競争が激しくなるなかで、96年以降には、ULCの伸びが高まっても、CPIコアへの影響は小さくなった。さらに、経済の効率性が高まったこと、消費に占めるエネルギーの割合が低下したこと、CPIが大幅に上昇してもCPIコアが上昇し難くなった。このように、米国経済は失業率が低下し、賃金が増加しても、物価上昇が加速し難い構造になっている。

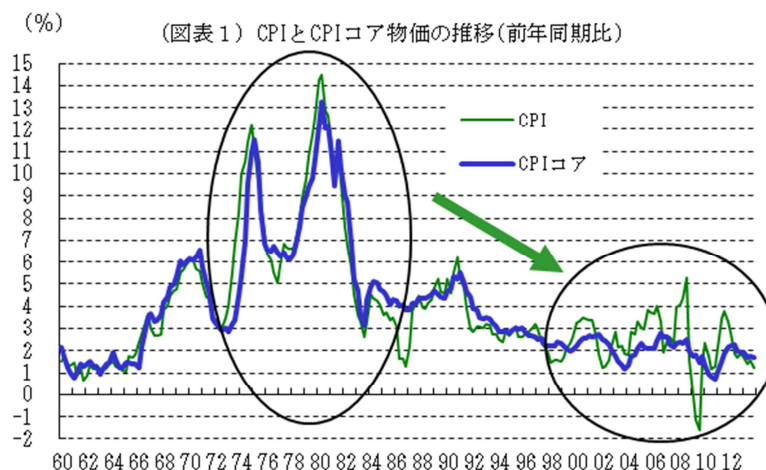
○ 今後に関しては、失業率が5%台まで低下すると、これまでと同様に賃金の上昇ペースが加速すると見込まれる。しかし、需要の伸び率の高まりや稼働率の上昇等を背景に、生産性も上昇ペースを速めるとみられるため、ULCは抑制され、CPIコアへの上昇圧力は限定的なものにとどまる公算が大きい。

世界の多くの国が輸出拡大による経済成長を志向するなか世界的な供給能力の拡大が続くほか、ドル高もあり、価格競争環境はより強まると予想されるもと、価格転嫁率は低い水準にとどまると見込まれ、ULCが増加しても価格転嫁は限定的なものにとどまろう。

○ 以上のように、経済構造の変化による物価抑制、一段と強まる世界的な競争環境のもとでは、失業率が5%程度に低下してもインフレ率が加速するリスクは小さく、FRBによる積極的な金融緩和政策の長期化を支援するだろう。このことから、FRBは経済成長や雇用増加ペースの加速、失業率の低下のために、慎重なペースでテーパリングを継続するほか、ゼロ金利政策を16年まで継続する可能性が高い。

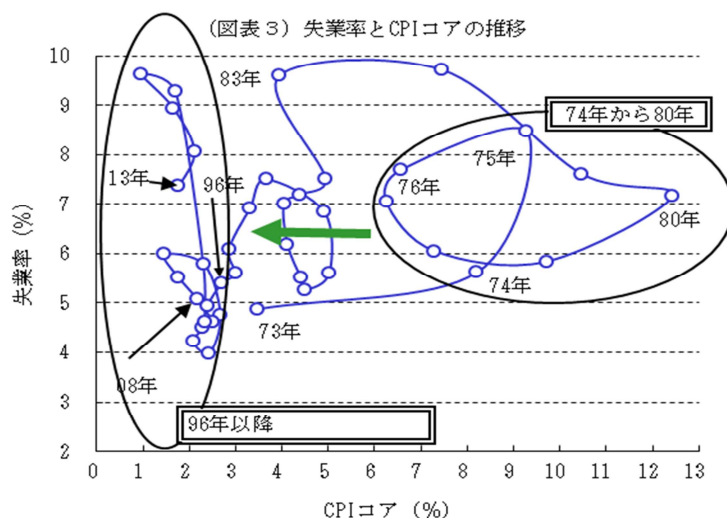
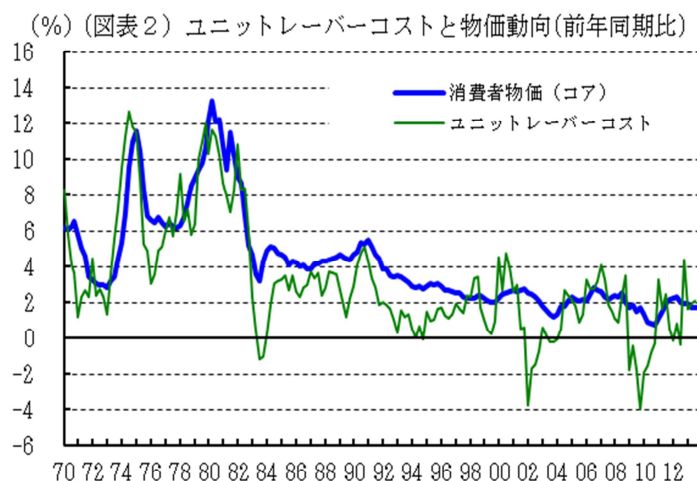
96年以降CPIコアは安定的に推移

CPI、CPIコア（エネルギー・食料を除くCPI）は、70年代に高い伸びとなった後、80年代に鈍化した（図表1）。それでも、前年比+4%台の高い伸び率だったものの、90年代になるとCPI、CPIコアともに落ち着き始めた。CPIとCPIコアは96年まで概ね同じような動きをしていたが、90年代後半になると、CPIが大幅に変動しても、CPIコアの変動率は低く抑えられている。CPIコア（四半期）は、96年以降から現在までに前年同期比+3%を上回ったことがない。ITバブル、不動産バブルのほか、資源バブルの時でさえも、同+3%以下にとどまった。この背景を分析し、今後のインフレ動向を予想する。



1970年代は生産性を無視した賃金の上昇

インフレ率の高かった70年代には2度の石油ショック、不作による穀物価格の上昇に加えて、当時は組合の組織率が高く賃金が物価に連動し易いという構造的な問題があった。このため、原油や穀物価格などの一時的な上昇が賃金の上昇ペースを加速させ、原油、穀物価格が下落に転じた後もインフレ率の高止まりの一因となった。さらに、当時は各種の規制強化によって民間の経済活動が阻害され、新規分野への参入を妨げるなど、競争が制限されたこともあり、設備投資や技術革新が停滞し生産性上昇率が鈍化した。賃金の高い伸びと生産性上昇率の低下の結果、U L C（単位当たり労働コスト）が高止まりし、C P I コアを押し上げた（図表2）。経済活動の停滞で失業率が上昇しても、物価が高止まりを続けたことが、さらに高い賃上げに繋がるという悪循環によって物価上昇率が高まった。70年代はC P I コアと失業率の関係をみると、高い物価上昇率と高い失業率が共存していた（図表3）。



構造変化でインフレ加速は回避

70年代の経済停滞に対応するために80年代初めに賃金・物価安定ガイドラインの廃止、国産原油価格の統制解除、規制緩和作業部会の設置、未実施の規制の実施延期が行われた。そして、80年以降の規制緩和、減税政策を受け、設備投資、研究開発投資が積極的に行われた。この効果に加えて、情報化投資の拡大による設備の情報化率上昇、アウトソーシング等によ

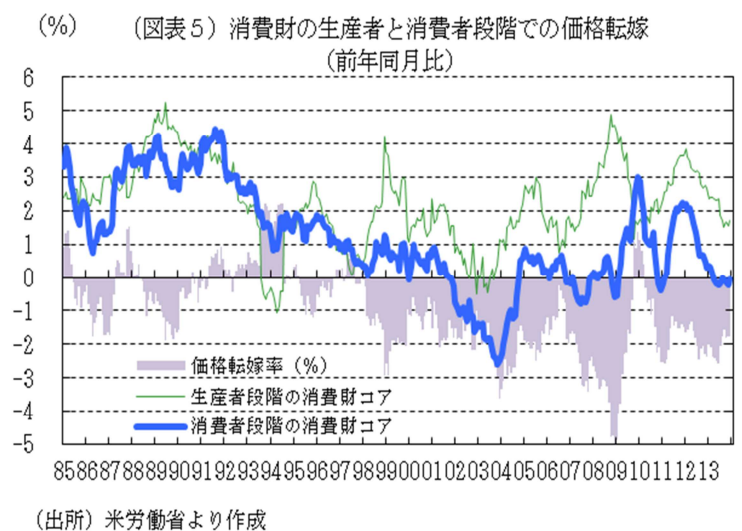
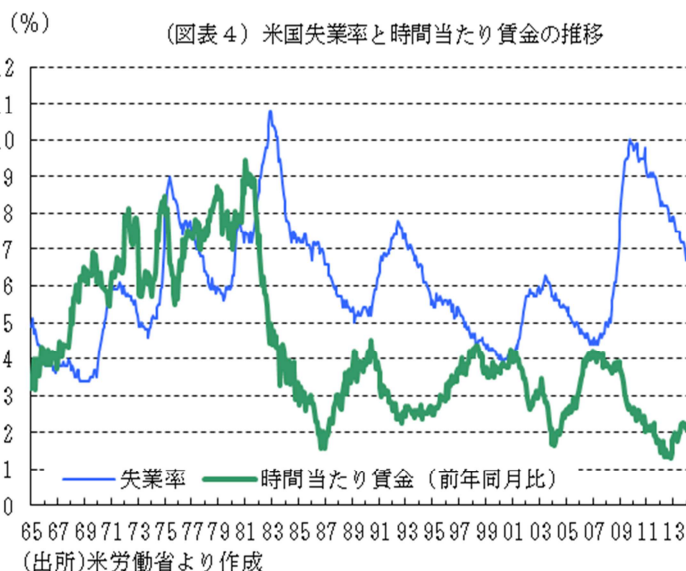
て生産性が向上した。さらに、経済がサービス化するのに伴って組合の組織率も低下傾向を辿り一部の産業を除き労働組合の力が弱まったこと等を背景に失業率が上昇（低下）すれば賃金の上昇ペースが鈍化（加速）する逆相関の関係が強まった（図表4）。

失業率とCPIコアの関係は、80年代を通じて失業率が高くてもインフレ率が70年代ほど上昇しなくなった。さらに90年代半ば以降には、失業率が4%台に低下してもCPIコアの上昇率は前年比+3%を下回っており、CPIコアが加速し難い構造になっている（図表3）。

組合の弱体化等により、賃金の上昇は物価上昇率ではなく生産性の向上に見合ったものとなり、ULCの上昇ペースは総じて抑制され、インフレ圧力を吸収している。また、国際競争の激化によって価格転嫁率が低下傾向を辿っていることも物価上昇を抑制する要因となっている（図表5）。国際的な価格競争が激しくなるなかで、96年以降には、ULCの伸びが高まっても、CPIコアへの影響は小さくなった。

また、経済の効率性が高まり、消費に占めるエネルギーの割合が低下したことから、CPIが大幅に上昇してもCPIコアが上昇し難くなった。

このように、米国経済は賃金が増え、物価上昇が加速し難い構造になっている。



インフレ環境はゼロ金利政策の長期化を支援

今後に関しては、失業率が低下傾向を辿るなかで、賃金は緩やかに上昇ペースを速めると予想される。しかし、失業率の水準が依然高いため、1年程度は賃金の上昇率は抑制され、インフレ圧力が懸念されることはないだろう。失業率が5%台まで低下すると、これまでと同様に賃金の上昇ペースが加速すると見込まれる。しかし、需要の伸び率の高まりや稼働率の上昇等を背景に、生産性も上昇ペースを速めるとみられるため、ULCは抑制され、CPIコアへの上昇圧力は限定的なものにとどまろう。

世界の多くの国が輸出拡大による経済成長を志向するなか世界的な供給能力の拡大が続くほか、ドル高もあり、価格競争環境はより強まると予想される。また、国内に大きなマイナスの需給ギャップが残存することもインフレ圧力を抑制する主要な要因となる。このような環境のもと、価格転嫁率は低い水準にとどまると見込まれ、ULCが上昇しても価格転嫁は限定的なものにとどまろう。

足下で安定しているエネルギー価格や資源価格に関しては、世界経済の拡大ペース加速期待や潤沢な流動性供給を背景に、大幅に上昇する可能性がある。しかし、エネルギー価格の急騰が続くような場合には、C P I コアが上昇する前に、需要を大幅に下ぶれさせ、結果的にエネルギーが供給超過となり、エネルギー価格は下落、インフレ率も鈍化すると見込まれる。

以上のように、経済構造の変化による物価抑制、一段と強まる世界的な競争環境のもとでは、インフレ率が加速するリスクは小さく、F R Bによる積極的な金融緩和政策の長期化を支援するだろう。このことから、F R Bは経済成長や雇用増加ペースの加速、失業率の低下のために、100 億ドルの縮小を続ける慎重なペースでテーパリングを継続するほか、事実上のゼロ金利政策を長期化すると見込まれる。利上げ開始は市場で予想されている 15 年ではなく、16 年となる可能性が高い。

以上