

Market EYE

米国のインフレリスクをどう見るか

原油相場（WTI 先物期近物）は昨日 127 ドル台に乗せて史上最高値を更新。4月のコアCPIは前年比+2.3%で、未だ落ち着いた動きだが、3月のコアPPI（最終財）は+2.7%、と2月の+2.4%から伸びを高め（本日発表される4月分は+2.9%と予想されている）、インフレ圧力は川上から徐々に迫ってきている。

では、インフレ（コアCPIの上昇）のリスクはどの程度か。まず、生産者（PPI）の段階でも原油はコストの一部に過ぎず、また、原油相場の上昇分すべてが川下へ転嫁されるわけではない。ざっくり計算すると、たとえば原油相場が2倍（100%上昇）になっても最終財コアPPIは2%程度の上昇に留まる。更に、CPIのベースでは、原材料価格の上昇の他に、賃金コストや小売段階での企業の価格決定力も重要なファクターであるため、PPIの影響は限定的だ。

原油相場がこれだけ上昇してくれば、さすがにコアCPIも押し上げられるが、他方、失業率上昇のもと賃金上昇率が低下しているほか、需給ギャップがネガティブな方向に開いている状況（要するに景気が悪い）では企業はコスト転嫁をしづらい。筆者の推計では、川上からのインフレ圧力でコアCPIは年末にかけて0.2%程度押し上げられると予想されるが、その一方で、賃金上昇圧力と価格決定力は価格抑制に働き、結果として、年内のコアCPIは2.5%近辺までしか上昇しない。これを前提とすれば、Fedにとって望ましいレンジからやや上振れているが、年内は利上げを急ぐ状況にはならないと考えられる。

しかし、来年の予想は難しい。新興国の強い需要や投機マネーの流入によってこのまま原油高が続くと来年のコストプッシュは今年よりも深刻になる。これを抑えるためには米国の景気が一層減速する必要がある。まさに原油次第、景気次第となり、それぞれをどう予測するかで結論は違ってくる。FF金利が2%まで引き下げられているため、来年、景気が回復軌道に乗れば利上げは早めだろう。一方、失業率が上昇しているケースでは、コストプッシュが優勢となってインフレ昂進となっても、恐らく過去と同様、Fedは利上げには慎重となろう。現在のコストプッシュ型インフレのもとでは、原油次第、景気次第と言いつつも、景気の方がインフレよりも重視されるというわけだ。

尤も、当面、米国景気には減税効果を主因とする回復期待もある。エネルギー価格などの上昇から期待インフレが足許で高まっており、ハト派のイエレン SF 連銀総裁ですら「中銀のクレディビリティの観点から放置が難しくなる」という趣旨の発言をしている。上記の展開を念頭に置きつつも、目先はFed高官発言やインフレ指標に注意は必要だ。（了）