

インフレ減速でも油断は禁物 労働市場と期待インフレの動向に要注目

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査部 経済調査チーム

080-1069-4902

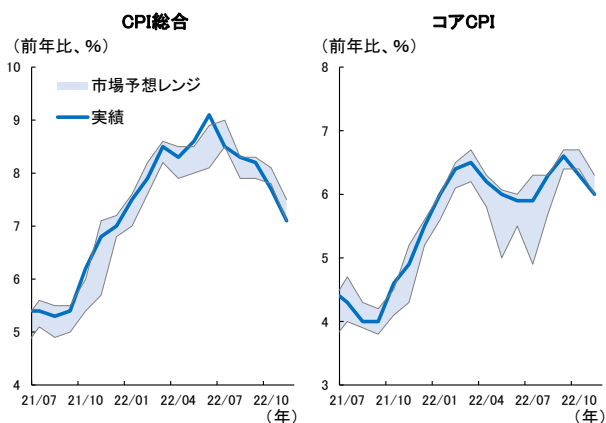
- 足元のインフレ率は想定以上の減速が継続。しかし、過去にはインフレ率が低下した後に再び上昇に転じることもあり、依然楽観視はできない状況
- 既に財物価は減速する中、住居費も来年半ば頃にピークを付ける見込み。一方、住宅費を除くサービス物価には不透明感が残存。今後の労働市場や期待インフレを注意深く見守る必要
- 今後インフレを抑制できるかは、F R Bが金融引き締めを継続するという強いメッセージを出し続けられるかがひとつの焦点に

1. インフレ率は予想以上の減速も、過去には減速後に再加速した前例も

足元のインフレ率は予想以上の減速が続いている。10・11月のインフレ率は、総合・コアともに市場の予想レンジの下限近傍での推移となった（図表1）。それを受けて、市場参加者の利上げ観測は大きく後退した（図表2）。また、長期金利（10年国債利回り）も、10月のC P Iの公表（11月10日公表）以降、それまでの上昇基調から一転し、12月の中旬までには、合計で0.6%Pt低下した。

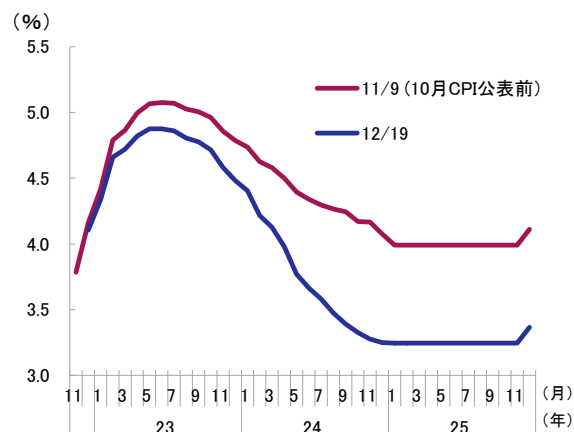
しかし、パウエルF R B議長は、11月30日にブルッキングス研究所で行った講演で、「（インフレ率は、）下落した後に再び上昇することがよくある。インフレ率が実際に低下していることを確信するには、さらに多くの証拠が必要である。どのような基準で見ても、依然としてインフレ率は高すぎる」と述べている。実際に、コアインフレ率は、今年の4月から7月にかけても減速の動きを見せてい

図表 1 CPI の実績と市場予想



（出所）米国労働省、Bloomberg より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 2 市場の米政策金利の予想



（注）FF 金利先物をベースとしたもの

（出所）Bloomberg より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

たが、その後、再び上昇に転じ、F R Bは金融引き締め強化に舵を切った。このような前例を踏まえると、この数カ月の動きだけをみて、インフレ率が今後も減速が続けると判断するのはやや楽観的かもしれない。

そこで、本稿では、足元のインフレ率の減速要因について整理したうえで、今後の金融政策の対応について検討したい。

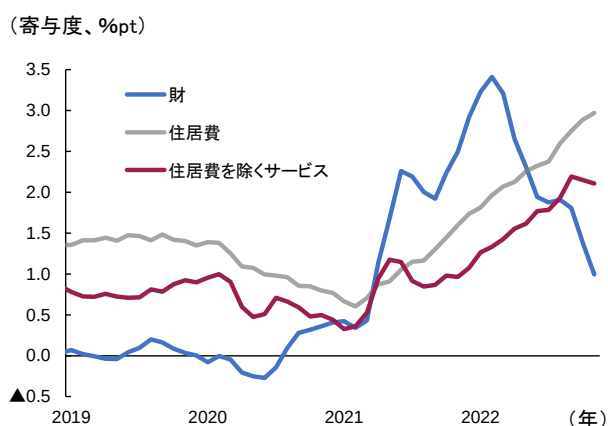
2. 財物価や住居費は減速に目途も、住宅費を除くサービス物価には不透明感が残存

まず足元のインフレ率の動向について確認したい。先述の講演でパウエル議長は、コアインフレ率を財とサービスに分け、サービスについてはさらに住居費とそれ以外のサービスに細分化することが、足元のインフレ動向を理解する上で有効的だと説明している。それぞれの項目の動きをみると（図表3）、足元では財物価が低下を続ける一方で、サービス物価についてはまだ明確な減速の兆しは見られていない。

（1）財物価：足元では沈静化の下地が整う

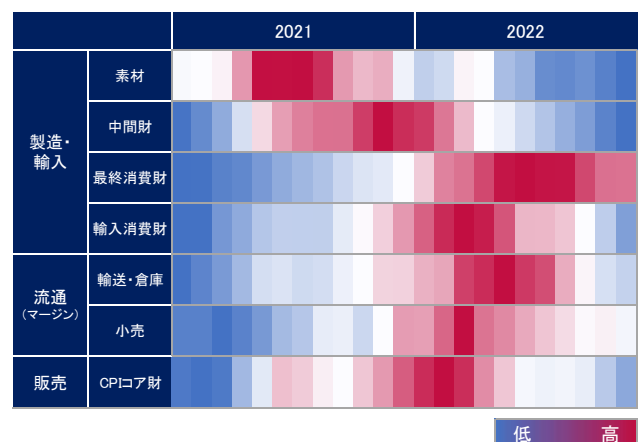
財物価は、2月を境に伸び率が低下しており、コアインフレ率への寄与度もピークの+3.4%Ptから11月には+1.0%Ptにまで縮小している。それまでは、資源価格の高騰によって素材など商品製造の上流工程の仕入価格が押し上げられるなか、サプライチェーンの機能不全によってモノ不足が深刻化し、下流工程でも目詰まりが起こっていた。もっとも、足元では、資源価格は低下基調を辿っているほか、供給網の混乱度合いを示すグローバル・サプライチェーン圧力指数もコロナ前の水準付近まで回復している。その結果、最近では、商品の製造から販売までの幅広い段階において、価格が落ち着いてきていることが確認できるようになった（図表4）。このことから、財物価については、沈静化の下地は整ってきていると評価できる。

図表3 コア CPI の内訳(項目別寄与度)



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 段階別物価上昇率



(注) 直近は2022年11月

(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

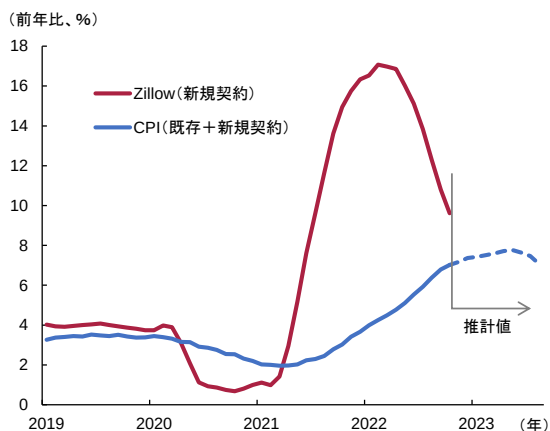
（２）住居費：来年の半ばにかけて低下に転じる見込み

住居費については、足元では上昇が続いているが、今後は低下に向かう可能性が高い。米不動産情報サイトのZillowが公表する賃貸物件の家賃は、5月頃から減速に転じた。こうした民間統計の家賃は、新規契約の賃貸物件を対象としているのに対して、政府（米国労働省）が公表するCPIベースの家賃は、新規に加えて、既存契約の物件も含んでいる。既存契約部分については、契約更新時等に賃料が変更されることで、統計として反映されていくこととなる。そのため、民間統計の減速の動きがCPIに現れるまでには一定のラグが生じることになる。本稿では、こうした変数間のラグを考慮したVARモデルを推計することで、両統計のラグ関係を分析した。図表5は、その推計結果を基に、民間統計からCPIベースの家賃の先行きを試算したものだ。これらの統計には8～12カ月のラグ関係が確認され、CPIベースの家賃は来年半ば頃にピークを付けることが示唆される。

（３）住居費を除くサービス物価：景気後退とともに減速の見通しも、先行き不透明感は残存

住居費を除くサービス物価も今後減速に転じるとみているが、先行きには不透明感が残存している。この項目には、医療、娯楽、教育、理容など、幅広いサービスが含まれている。こうしたサービス分野における物価は、労働者の賃金と強い相関があることが確認できる。現在、米国の労働市場は、労働者の需要が供給をはるかに上回る歴史的な売り手市場となっており、こうした労働市場のひっ迫を受けて、賃金上昇率は前年比+5%前後の高い伸びが続いている（図表6）。特に、感染リスクが高い販売員やパーソナルケアといった対面サービスの職種で人手が足りておらず、同分野の賃金上昇が全体をけん引する格好となっている。人手不足の背景として、パウエル議長は、健康上のリスクが高い高齢層の労働者が通例よりも早期に引退したことや、出入国やビザの規制により移民が減少したことなどを挙げている¹。こうした引退増や移民減により、対面サービス分野の雇用者数は300万人程度押し下げられている模様だ。みずほリサーチ&テクノロジーズでは、米国経済は、来年には景気後退に陥り、労働需要や賃金も徐々に落ち着くとみている。ただし、対面サービス分野では若い世代による穴埋めは進んでおらず、人手不足が解消されるまでに想定以上の時間がかかるリスクは否定できない。

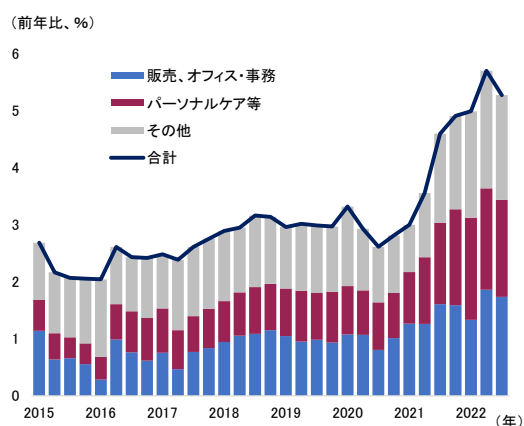
図表 5 家賃の動向



(注) Zillow 家賃、CPI 家賃（いずれも前年比）からなる VAR モデルを推計し、そのモデルを用いて先行きの値を推計（推計期間：2017 年 1 月～2022 年 10 月、ラグ：16 カ月）

(出所) Zillow、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 6 賃金・俸給伸び率の内訳(雇用コスト指数ベース)



(注) パーソナルケア等には医療サポート、警備、調理・配膳、ビル清掃・メンテを含む

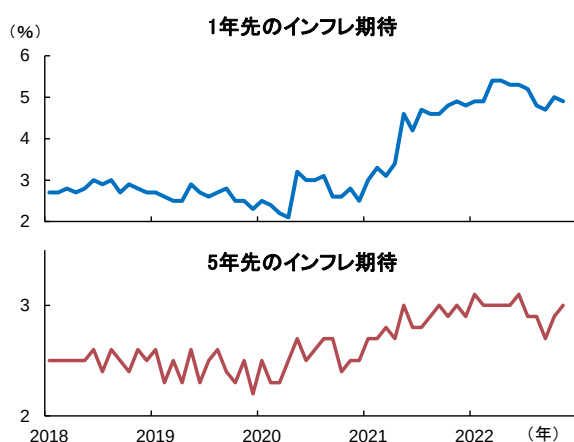
(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

また、賃金の行方を占ううえでは、家計の期待インフレが高止まりしていることも気がかりだ。ミシガン大学が公表する期待インフレ率をみると（図表7）、1年先の短期、5年先の長期いずれの基準においても、昨年の後半にかけて上昇した後、高位水準で定着してしまっている。期待インフレ率が上昇すると、消費者は将来の実質収入の減少を踏まえて企業に賃上げを要求するようになる。企業がこの賃上げ要求に応じることとなれば、一段のインフレの要因となってしまう。

期待インフレの上昇は、賃金にどの程度の影響を与えるのだろうか。Glick et al. (2022) は、期待インフレ率の中でも短期（1年先）の見通しが賃金上昇と密接な関係があると結論付けており、同分析では、1年先の期待インフレ率が1%上昇した場合に、賃金には+0.4%Pt程度の押し上げ圧力がかかるとしている。この分析では、期待インフレ率が上昇したその四半期には賃金も即座に上がると仮定されている。もっとも、実際には家計が先々の物価上昇を意識するようになってから、企業との賃金交渉を経て、徐々に賃金に反映されるはずであり、そこまで早期には賃金に影響が出ないはずだ。そこで、本稿では、Glick et al. (2022) の分析に、先述の家賃推計と同様に、タイムラグの要素を考慮するVARモデルを構築することで、家計の期待インフレ率と賃金の関係をより精緻に分析した（詳細な推計方法は補論①をご参照）。

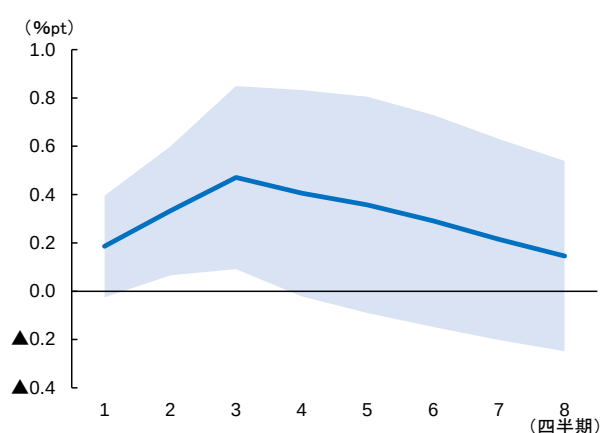
図表8は、そのモデルの推計結果を用いて、1年先の期待インフレ率が1%上昇した場合に、ラグを伴いながら、賃金をどの程度押し上げるのかという関係を計算（インパルス応答）したものだ。これをみると、期待インフレ率が上昇してから3四半期の時間をかけて、賃金には最大で+0.5%Ptの押し上げ圧力が生じることが見て取れる。1年先の期待インフレ率は2021年後半にかけて約2%Pt上昇しているが、その影響で足元の賃金は1%Pt程度押し上げられている計算となる。賃金上昇率は、コロナ前から足元にかけて、前年比+3%から同+5%に上昇していることを踏まえると、期待による押し上げ効果は無視できない影響だと評価できる。2022年に入って以降、ストライキの発生件数が前年の約1.4倍のペースで増加するなど、家計の企業に対する要求は高まっており、推計結果はこうした動きとも整合的だと言えるだろう。

図表7 期待インフレ率



（出所）ミシガン大学より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 短期の期待インフレの上昇が賃金に与える影響



（注）生産性、失業率ギャップ、コアインフレ率、期待インフレ率（1年先）、賃金からなるVARモデルを推計し、そのモデルを用いてインパルス応答を計算

（出所）米国商務省、米国議会予算局、ミシガン大学より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

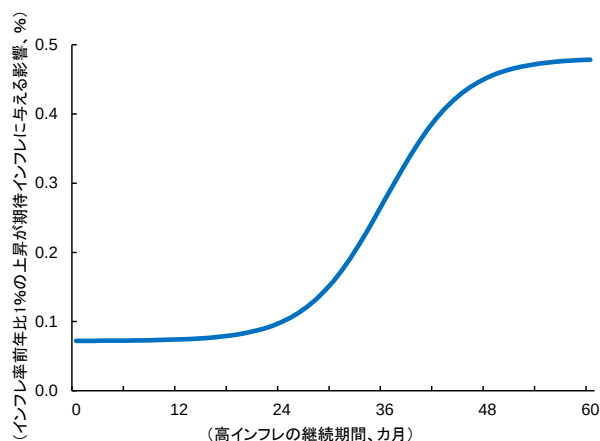
長期の期待インフレ率は、短期の期待に比べて今のところ上昇は緩やかだが、当面はその動向に注視する必要がある。パウエル議長は、最近の講演で「高インフレが長引けば長引くほど、期待インフレが高位で定着する可能性が高くなる」と繰り返し述べている。長期の期待インフレが上昇することは、人々の生活の中で、高インフレが起こることが当たり前の風景となることを意味する。このような状況になれば、家計の賃上げ要求は継続的なものとなり、賃金やインフレの上昇には歯止めがかからなくなるリスクがある。

では、どの程度の期間、高インフレが継続すると、長期の期待インフレが上がり始めるのだろうか。そこで、本稿では、実際のインフレ率が長期の期待インフレ率に与える影響度合いが、高インフレの継続期間によって変化するモデル（平滑推移モデル）を推計することで、それを確かめた（詳細な推計方法は補論②をご参照）。なお、ここで、高インフレの継続期間は、2%を超えるインフレ率が継続した月数としている。

このモデルの推計結果（図表9）によれば、インフレ率が前年比で1%上昇した場合の長期期待インフレ率の押し上げ効果は、高インフレが発生していない平常時では0.1%にも満たないが、高インフレの継続期間が2年を過ぎたあたりから急激に高まり、4年後には0.5%程度にまで上昇していくことが見て取れる。今年11月の時点で、高インフレの継続期間は20カ月に達しており、このようなレジームの変化が起こる一歩手前まで来ているということになる。これを踏まえると、F R Bにとって2023年から2024年にかけての期間は、期待インフレを抑制するうえで正念場を迎えると言えよう。

みずほリサーチ&テクノロジーズでは、インフレ率は来年の半ばにかけて財物価や住居費を中心に減速していくと予想している。ただし、住居費を除くサービス物価の先行きは依然不透明であり、F R Bの想定以上に物価目標の達成に時間を要するリスクは残される。当面は、サービス物価と密接に関わる労働市場や、賃金の上昇を助長する期待インフレの動向を注意深く見守る必要がある。

図表9 インフレ実績が長期期待インフレ率に与える影響



（注）インフレ率（1期前）の係数が高インフレ（2%超）の継続期間によって状態変化する平滑推移モデルを推計（推計期間：1970年2月～2022年9月）

（出所）米国商務省、ミシガン大学より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

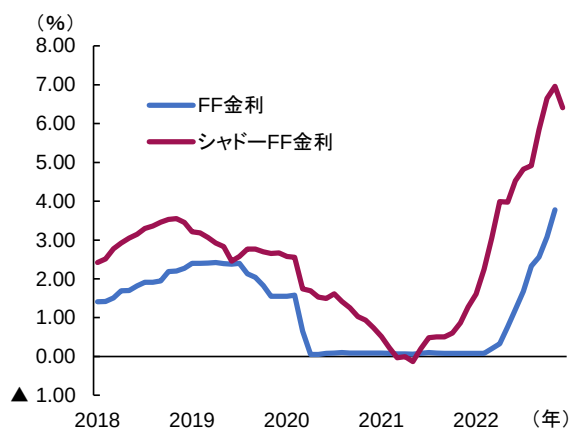
3. 今後もFRBが金融引き締め強いメッセージを出し続けられるかが焦点に

今後インフレ率を十分に抑制できるか否かは、FRBが市場に対して金融引き締めを継続するという強いメッセージを出し続けることができるかがひとつの焦点となる。

FRBは、FF金利の誘導など伝統的な金融政策に、量的緩和やフォワードガイダンスと言った非伝統的な手法を組み合わせることで、金融コンディションの制御を行ってきた。サンフランシスコ連銀は、こうした非伝統的な手法もFF金利の操作と見なして算出した「シャドーFF金利」を公表している。このシャドーFF金利は、国債・社債の利回りや住宅ローン金利などから割り出される金融コンディションを政策金利の水準として表したものだ。本稿では、同分析の手法に倣い、直近のデータを用いて12月までのシャドーFF金利を推計した（図表10）²。FRBは、今年の3月から政策金利の引き上げを開始したが、それ以前から非伝統的な手法での金融引き締めを行っていたことで、シャドーFF金利は一足早く上昇を開始していた。こうした非伝統的手法による金融コンディションのタイト化により、住宅市場など一部のセクターについては政策金利の引き上げを開始する前から、悪化が始まっていた。足元のシャドーFF金利は6%台半ばで推移しており、実際のFF金利の誘導目標を大きく上回る金融引き締めを実現している。

今後少しずつでもインフレ率の減速や景気の悪化が進展していくことになれば、FRBは利上げのペースや政策金利の最終到達点を今以上に引き上げることは難しくなり、これまでのような強いメッセージを発し続けることはできなくなるだろう。実際に、インフレ指標の減速などを受けて、足元ではシャドーFF金利がやや低下していることが分かる。また、FOMC参加者の中でも来年以降の政策金利の見通し（ドットチャート）は割れており（図表11）、今後はタカ派とハト派の間で意見対立が生まれ易くなるはずだ。こうした非伝統的な金融政策の制御を誤れば、金融コンディションが大きく緩んでしまうこともあり得る。そうなれば、株や住宅といった資産価格は高止まりし、資産効果という形で個人消費等の需要を喚起する要因となってしまう、インフレの抑制はさらに困難を極めるだろう。FRBは、来年にかけて非常に困難な舵取りが求められることになりそうだ。

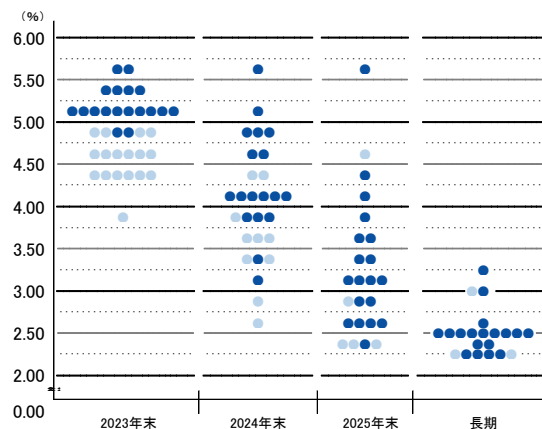
図表 10 シャドーFF金利



（注）シャドーFF金利は、国債・社債の利回りや住宅ローン金利などから割り出される金融コンディションを政策金利の水準として推計したもの

（出所）FRB、連邦住宅抵当貸付公社より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 11 FOMC 参加者の政策金利見通し(12月時点)



（注）薄青のマークは、前回見通し（9月時点）から消えた（移動した）ことを示す

（出所）FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【補論① 短期期待インフレ率と賃金の関係】

本稿では、Glick et al. (2022) で用いられている変数に倣い、労働生産性、失業率ギャップ、コアインフレ率、期待インフレ率（1年先）、賃金からなるVARモデルを推計した。図表12に、本分析で使用した具体的な変数について整理した。なお、推計期間は2010年Q1～2022年Q3、モデル上のラグは2四半期とした。

図表 12 推計で使用了変数

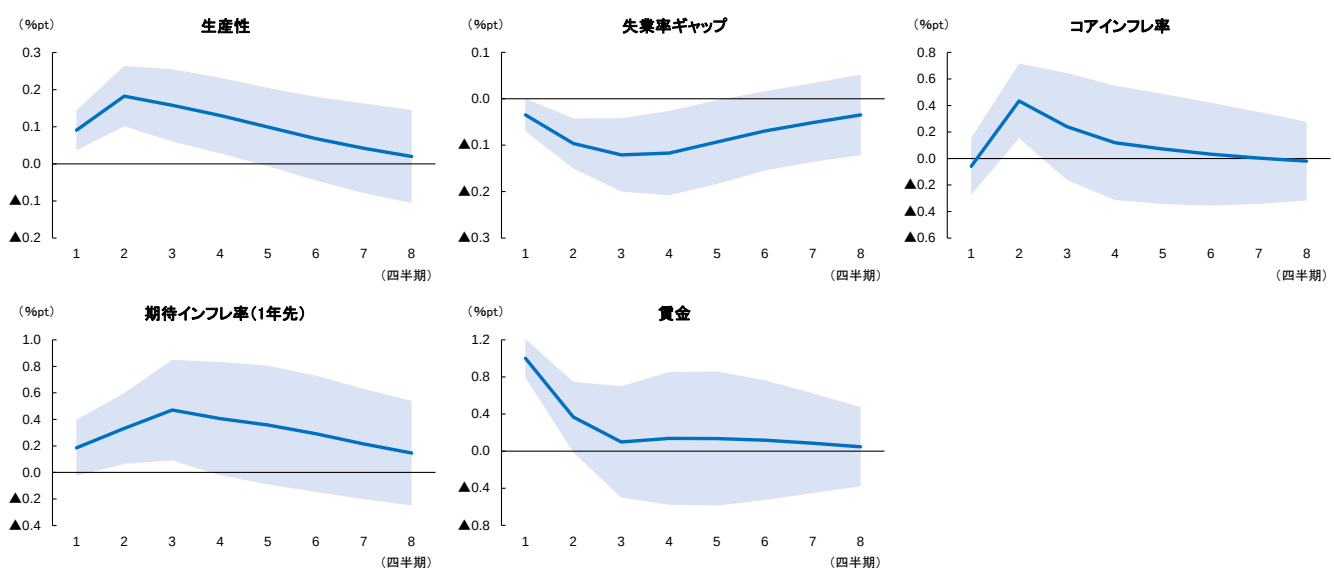
変数	出所	備考
生産性	米国労働省	実質時間当たり労働生産性
失業率ギャップ	米国労働省、 米国議会予算局(CBO)	労働省が公表する失業率と CBO が公表する NAIRU との差により計算
コアインフレ率	米国労働省	CPI の飲食料品・エネルギーを除くコア
期待インフレ率	ミシガン大学	家計の 1 年先の期待インフレ率
賃金	米国労働省	雇用コスト指数ベースの賃金・俸給

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表13は、上記のモデルの推計結果をもとに各変数が1%上昇した場合の賃金上昇率への押し上げ効果をインパルス応答として試算したものだ。

各変数のピーク時の影響度合いは、Glick et al. (2022) で示された結果と大きな差はみられない。いずれの変数についても2～4四半期の時間をかけながら徐々に賃金の上昇に影響を及ぼすことが確認される。

図表 13 各変数が 1%上昇した場合の賃金上昇率への押し上げ効果



(注) 青色の塗りつぶし部分は 95% の信頼区間の範囲を示す

(出所) 米国商務省、米国議会予算局、ミシガン大学より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【補論② 高インフレ継続による長期期待インフレ率への影響】

本稿では、インフレ率の実績が長期の期待インフレに与える影響が、高インフレ（2%超）の継続期間によって状態変化する平滑推移モデルを推計した。具体的なモデルは以下の通りである。

$$y_t = \alpha + (1 - G(s_t)) \cdot Z_{t-1}\beta_0 + G(s_t) \cdot Z_{t-1}\beta_1 + \epsilon_t$$

y_t は長期インフレ率、 Z_{t-1} は1カ月前のインフレ率を指す。なお、いずれの変数においても、前年からの上昇率を用いている。また、ここでのインフレ率は、より生活実感に近いと考えられる総合指数を採用した。 $G(s_t)$ は、高インフレの継続期間（ s_t ）に応じてロジスティック分布に沿って0から1の値を取る関数である。高インフレの継続期間が短いほど、 $G(s_t)$ の値は小さくなるため、インフレ率（ Z_{t-1} ）の係数は β_0 に近い値を取るようになる。一方、高インフレ期間の長期化とともに $G(s_t)$ は1に近づき、インフレ率の影響度合いは徐々に β_1 まで高まっていくこととなる。なお、本分析の推計期間は、1970年2月～2022年9月とした。

〔参考文献〕

- 松浦大将・菅井郁（2022）「根強いインフレに苦しむ米国経済」みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2022年10月28日
- Stroebel, Johannes, and Joseph Vavra. (2019) , “House prices, local demand, and retail prices” , Journal of Political Economy, 127(3): 1391–1436.
- Glick, Reuven, Sylvain Leduc, and Mollie Pepper. (2022) , “Will Workers Demand Cost-of-Living Adjustments?”, FRBSF Economic Letter 2022-21 (August 8).
- Lin, Chien-Fu Jeff and Timo Teräsvirta (1994), “Testing the Constancy of Regression Parameters against Continuous Structural Change”, Journal of Econometrics, 62, 211–228.
- Teräsvirta, Timo (1994). “Specification, Estimation, and Evaluation of Smooth Transition Autoregressive Models”, Journal of the American Statistical Association, 89, 208–218.
- Choi, Jason, Taeyoung Doh, Andrew Foerster, and Zinnia Martinez. (2022) “Monetary Policy Stance Is Tighter than Federal Funds Rate”, FRBSF Economic Letter 2022-30.
- Doh, Taeyoung, and Jason Choi. (2016) , “Measuring the Stance of Monetary Policy on and off the Zero Lower Bound”, FRB Kansas City Economic Review 101(3), pp. 5–21.

¹ 詳細な人手不足の動向については、松浦・菅井 (2022) などをご参照

² 本稿執筆時点では、サンフランシスコ連銀は 11 月までシャドー F F 金利を公表している

[共同執筆者]

調査部	経済調査チーム	上席主任エコノミスト	松浦大将	hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp
調査部	経済調査チーム	エコノミスト	菅井郁	kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp

[本コンテンツに関するアンケートに](#)

[ご協力をお願いします](#)



【PR】YouTube[®]動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」は Google LLC の登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QR コードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。