

AGRON NICAJ
US Economist
anicaj@us.mufg.jp

吉村晃（抄訳）
ayoshimura@us.mufg.jp

三菱 UFJ 銀行経済調査室
ニューヨーク駐在

根強い財のインフレと製造業の動向

2023年3月6日

（Eyes are back on goods inflation and manufacturing by Agron Nicaj の抄訳）

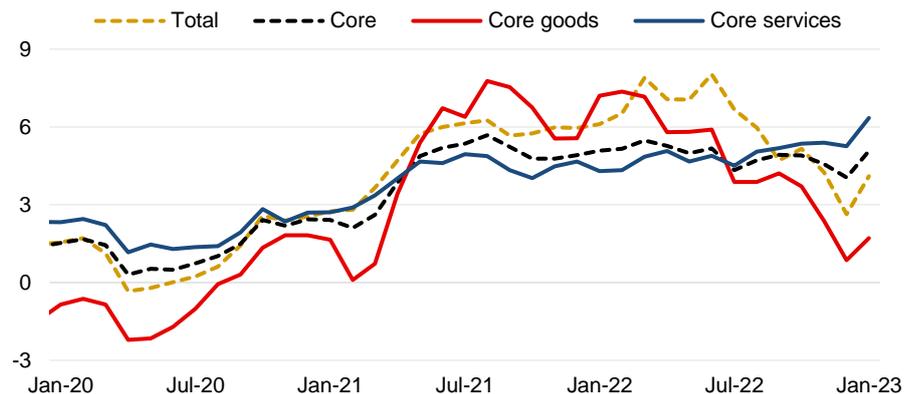
1月のPCE価格指数は、これまで注目が集まってきたサービスのみならず、財においてもインフレ圧力の根強さが示された。耐久財消費の水準は依然としてパンデミック前からのトレンドを上回って推移している。また、サプライチェーンの問題は緩和しているものの、製造業の生産能力の逼迫感を示す受注残出荷比率は歴史的に高い水準にある。足元の財価格の動きは、インフレ低下の楽観的な見方に修正を迫りつつあり、FRBは強い金融引き締め姿勢を維持するとみられる。なお、製造業の生産能力の逼迫が続く中、製造業の建設支出は2022年以降も拡大を続けており、気候変動対策や先端技術・半導体関連の投資が今後、製造業の建設支出をさらに押し上げると見込まれる。

FRBのインフレとの闘いの終結はまだ遠い

米国のインフレ率は2022年夏以降、全体としてピークアウトする中、粘着性の強いサービスのインフレに注目が集まってきた。サービスは財と比べて代替効果が小さく、価格が上昇しても低価格品に代替されにくい。また、価格改定頻度が低いことから、サービスのインフレ率は変動が緩やかで低下しにくい性質を有する。2023年1月時点のサービスのインフレ率は依然として高く、PCE（個人消費支出）価格指数のコアサービス（変動の大きい食品・エネルギーを除く）の前月比上昇率（6ヵ月移動平均）は年率6.3%と、前月の同5.3%から加速した（第1図）。

第1図：PCE（個人消費支出）価格指数（前月比上昇率、年率、6ヵ月移動平均）

PCE Price Index, 6-month moving average, % annualized



Source: BEA, MUFG Bank Economic Research

さらに、ここ数ヵ月のディスインフレーション（インフレ率低下）を牽引してきた財についても、インフレ圧力の根強さが頭をもたげている。1月のCPI（消費者物価指数）では、財のインフレ率は前月から鈍化したものの、鈍化ペースは減速した。さらに、PCE価格指数では、コア財の前月比上昇率（6ヵ月移動平均）は年率1.7%と、前月の同0.9%から加速した。

FRB はインフレ指標として PCE 価格指数をより重視している。また、FRB の物価目標である 2% のインフレ率は、一般的には前年比上昇率を基準としている。もっとも、1 年間の動きを示す前年比上昇率は、足元の変化を捉えるのに向いていない。他方、前月比では振れが大きくなりやすい。このため、前月比上昇率（年率）の 6 ヶ月移動平均を用いると、毎月の振れを均すとともに、足元の変化を捉えやすい。

ディスインフレを牽引してきた財にもインフレ圧力の根強さがみられる

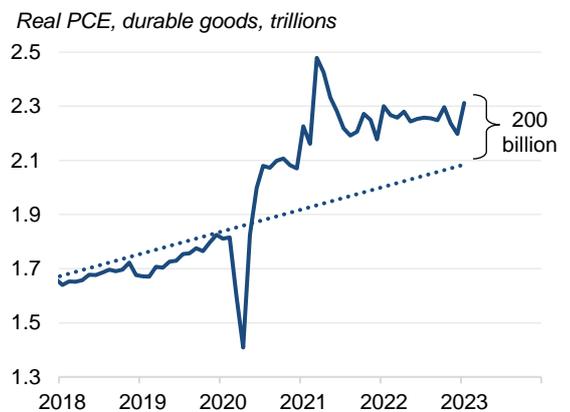
これまで、財の中でも特に耐久財について、ディスインフレーションが顕著にみられた。これは、パンデミックによってサプライチェーンの問題が最も大きかった時と比べて、需給のインバランスが緩和したことによる。もっとも、足元の製造業の生産能力（供給）は消費（需要）に十分対応しているとは言えず、耐久財のインフレ圧力は依然として根強い。

耐久財消費を実質ベースで見ると、2022 年以降は概ね横這いで推移しているものの、パンデミック前からのトレンドを上回り続けている（第 2 図）。歴史的にみると、景気後退期に個人消費は従来のトレンドより下押しされ、特に 2008 年の金融危機時は、下押しされた耐久財消費の水準が以前のトレンドに回復するまでに約 4 年かかった。一方、今般のパンデミックによる景気後退局面では、耐久財消費はわずか 2 ヶ月で従来のトレンドまで回復し、約 1 年間増加を続けた。その後、増加ペースは鈍化したものの、足元の耐久財消費の水準は、2010～2019 年までのトレンドを約 2,000 億ドル上回っている。

消費が従来のトレンドを上回って推移していることは、人手不足をはじめとする供給サイドの問題とともに、製造業の生産能力が逼迫する要因となっている。生産能力の逼迫度を示す受注残出荷比率（受注残／出荷）は、2022 年初にピークアウトしたものの、2023 年 1 月時点で 1.5 倍と歴史的に高い水準にある（第 3 図）。このことは、財のインフレ圧力は依然として強いことを示している。

製造業の生産能力の逼迫度と物価との関係は、発注から受注までの納期によって観察される。ISM 製造業指数における製造品の納期は、2023 年 2 月に 3 ヶ月連続で拡大した（次頁第 4 図）。PCE 価格指数におけるコア財の前月比上昇率（6 ヶ月移動平均）は納期との相関が大きく、財の価格が高止まりする可能性を示唆している。

第 2 図：耐久財消費（実質ベース）



Note: Dashed line represents the 2010-2019 trend
Source: BEA, MUFG Bank Economic Research

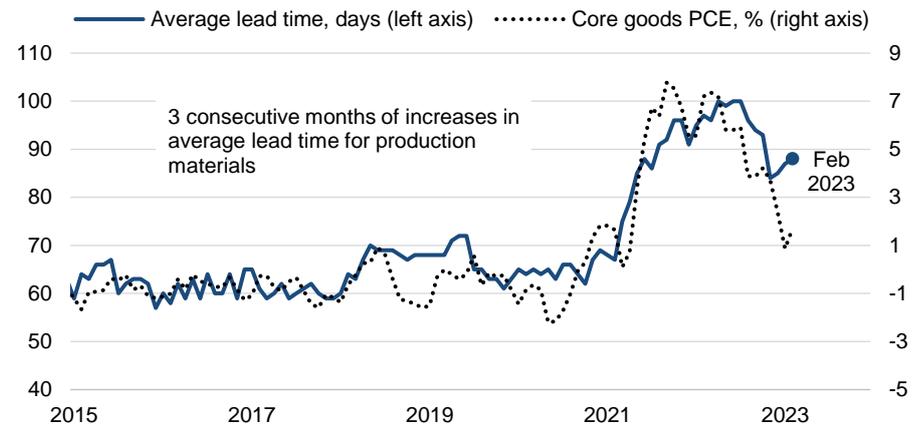
第 3 図：受注残出荷比率



Source: Census Bureau, MUFG Bank Economic Research

第4図：製造品の納期とコア財のPCE（個人消費支出）価格指数の伸び

Average lead time, production materials, days
PCE Price Index, core goods, 6-month moving average, % annualized



Source: ISM, MUFG Bank Economic Research

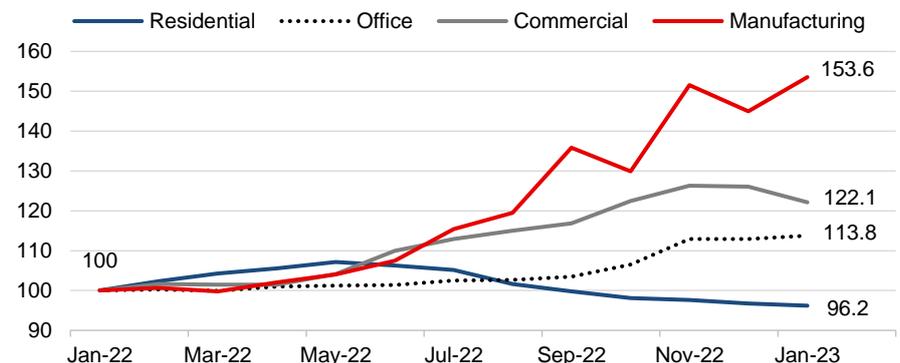
サービス価格の粘着性に加え、足元の財価格の動きは、インフレ率低下への楽観的な見方に修正を迫りつつある。また、FRBは、高インフレが長期間続く結果、インフレ期待が中長期的に高まることは避けたいと考えている。金融政策の効果が経済活動や物価に影響を及ぼすまでにはラグがあるものの、足元の経済指標からは、“wait and see”、すなわち利上げを停止して効果を見極める余地は狭まったといえる。FRBは、景気後退を招くとしても、金融引き締めによって物価の安定を取り戻すことを優先する考えを引き続き示すであろう。

製造業は中長期的な需要拡大を見込んで建設支出を拡大

製造業の生産能力の逼迫が続く中、建物や構築物への建設支出は2020年以降、製造業が大幅に増加しており、2022年以降も他の投資（居住用、オフィス、商業用）と比べて急拡大している点は注目される（第5図）。政策的に後押しされている気候変動対策（EV等）や先端技術・半導体関連の投資が今後、製造業の建設支出をさらに押し上げると見込まれる。

第5図：建設支出（2022年1月=100）

Construction spending, indexed, Jan 2022=100



Source: Census Bureau, MUFG Bank Economic Research

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。