

一時的でない米国インフレ率低迷 主要セクターの構造要因から読み解く物価動向

ニューヨーク事務所主任エコノミスト
服部直樹
+1-212-282-3532
naoki.hattori@mizuhocbus.com

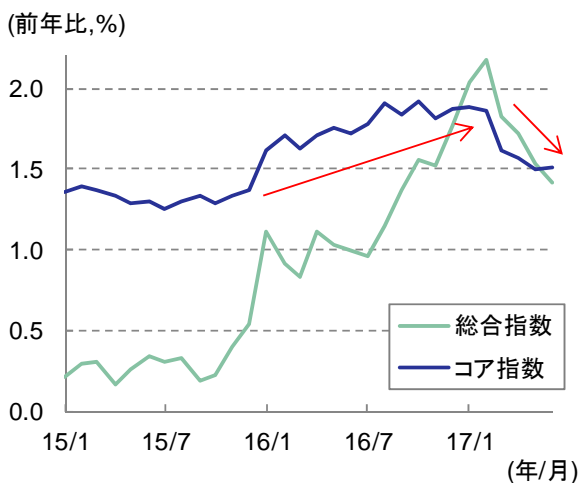
- 米国では今年に入りインフレ率が急低下した。携帯電話料金や処方薬など少数の項目の一時的な動きが急低下の主因だが、そうした一時的な要因を除いた全般的な物価上昇圧力も弱い。
- セクター別にみると、品質向上の速さや中古車の供給増を背景に耐久財の物価下落が続いた。サービス物価では、労働コスト上昇から医療費が高まったが、賃貸住宅の供給増により家賃が減速した。
- 米国の物価動向をみるうえで、足元のインフレ率急低下をもたらした一時的要因だけでなく、耐久財、医療費、住居費といった主要セクターの構造的な要因にも注目すべきである。

1. 米国のコア・インフレ率はなぜ急低下したのか

米国の代表的な消費者物価指標である個人消費支出（PCE）デフレーター¹の総合指数は、インフレ率が2017年3月に急落した（図表1）。内訳をみると、エネルギー物価の下落に加え、エネルギーと食品を除くコア指数が突然低下した。

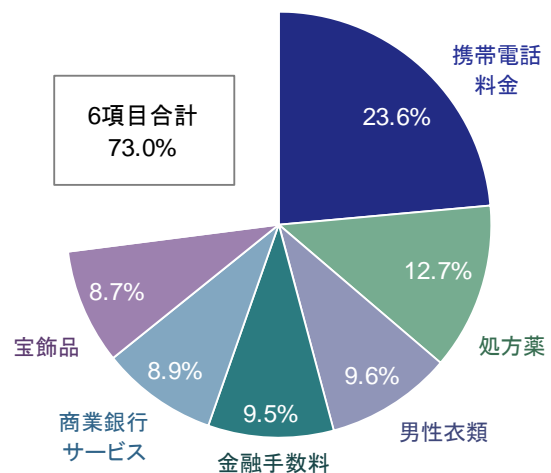
物価の基調を示す指標として用いられるコア指数は、インフレ率が2016年に緩やかな上昇基調を維持したが、2017年3～5月にかけて大幅に落ち込み、3カ月間の低下幅は0.36%ポイントに達した。コア・インフレ率は、2015年末から2016年末の一年間でおおよそ0.5%ポイント上昇したが、その大半がわずか3カ月間で消失した格好である。

図表1 PCE デフレータのインフレ率



(注)コア指数は食品とエネルギーを除く。
(資料)米国商務省より、みずほ総合研究所作成

図表2 3～5月のコア・インフレ率低下の内訳



(注)2017年3～5月のコア・インフレ率低下幅に対する寄与率。
(資料)米国商務省より、みずほ総合研究所作成

こうしたインフレ率の急低下について、FOMCは「物価指標の軟化の大部分は、携帯電話料金や処方薬の物価下落を含む特異な要因 (Idiosyncratic Factors) を反映したものと指摘し (6月13・14日 FOMC議事録)、一時的な動きであるとの見方を示している。

そこで、本稿では、2017年3～5月のコア・インフレ率の急低下に対して、そうした一時的な要因が実際にどの程度影響したか確認した²。その結果を示したものが、図表2である。FOMCが指摘した携帯電話料金と処方薬の影響がとりわけ大きく、両者で3～5月のコア・インフレ率の低下の4割弱を引き起こしたことが見てとれる。携帯電話料金のインフレ率は、2017年3月に前年比▲11.4% (前月:同▲4.7%)へ急落しており、大手携帯電話会社による料金プランの変更が影響したようだ³。処方薬については、市場規模の大きな医薬品のジェネリック薬の販売が開始されたことが影響したと指摘されている。

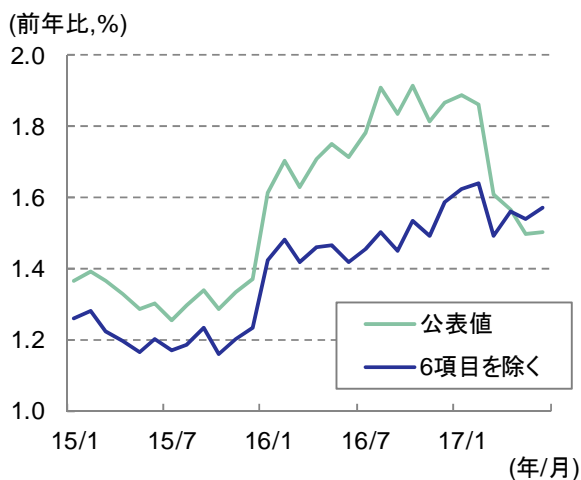
携帯電話料金と処方薬に加えて、男性衣類、金融手数料⁴、商業銀行サービス⁵、宝飾品といったその他の一時的な要因も考慮すれば、影響度の合計は73.0%となる。コア・インフレ率は215の個別項目から構成されるが、そのうちわずか6項目で、3～5月のコア・インフレ率低下幅のおよそ4分の3が説明できるということだ。こうした事実を踏まえると、やはり、3～5月に発生したコア・インフレ率の急低下は一時的な動きが主因であったといえよう。

2. 一時的な要因を除いても弱い米国の物価上昇圧力

しかし、ここで新たな疑問が生じる。一時的なコア・インフレ率の急低下を引き起こしたと判断される6項目を除いた、コア・インフレ率のトレンドが、はたして高まっているのかという疑問である。

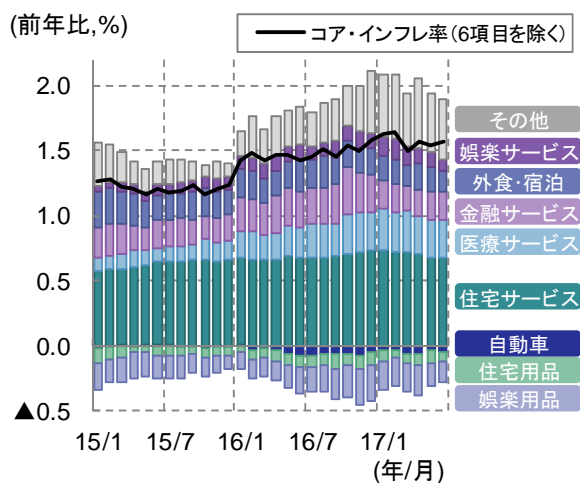
そこで、上記の6項目を除いたコア・インフレ率のトレンドを計算したものが、図表3である。6項目を除いたコア・インフレ率の動きをみると、確かに2017年3～5月にはほとんど低下していないが、その一方で、もともとのコア・インフレ率に比べ2016年の上昇率が鈍く、かつ低水準で推移している。すなわち、2016年におけるコア・インフレ率の高まりも、2017年3～5月の急低下と同様に一時的・局

図表3 コア・インフレ率のトレンド



(注)6項目は、携帯電話料金、処方薬、男性衣類、金融手数料、商業銀行サービス、宝飾品。
(資料)米国商務省より、みずほ総合研究所作成

図表4 コア・インフレ率の寄与度分解



(注)コア・インフレ率(6項目を除く)に対する寄与度。
(資料)米国商務省より、みずほ総合研究所作成

所的な動きであると考えられる。2017年に入っても上記の6項目を除くコア・インフレ率はほとんど上昇しておらず、全般的な物価上昇圧力の弱さが示唆される。

なぜ、物価上昇圧力は弱いのか。その要因を探るため、上記の6項目を除いたコア・インフレ率に対するセクター別の寄与度を計算した（図表4）。すると、娯楽用品、住宅用品、自動車といった耐久財の物価下落（マイナス寄与度）が続き、コア・インフレ率の伸びを抑制したことが確認できる。また、サービス物価では、医療サービスのインフレ率が上昇し、コア・インフレ率に対するプラス寄与度が拡大した一方、住宅サービスではインフレ率が2016年末を境に低下方向に転換し、プラス寄与度が縮小に転じている。

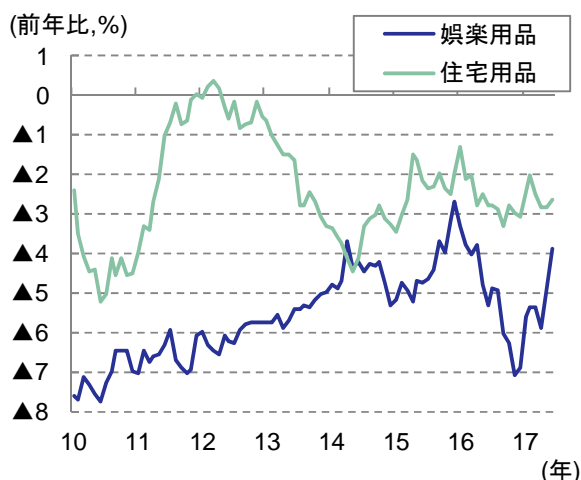
以下では、耐久財、医療サービス、住宅サービスの3つの主要セクターに着目し、各セクターの物価動向の背景にある構造的な要因について考察したい。

（1）下落が続く耐久財物価

耐久財物価の約6割を占める娯楽用品（映像・音楽機器、IT機器など）と住宅用品（家具、食器、白物家電など）は、1980～90年代を境にインフレ率がマイナスに転じ、その後、コア・インフレ率に対する継続的な下押し要因となっている（図表5）。なかでも、とりわけ下落幅が大きい項目が、テレビ（2016年：前年比▲19.3%）、パーソナルコンピュータ・関連機器（同▲7.2%）、大型家電（同▲5.5%）である。IT機器や家電製品などは一般的に技術革新による品質向上のスピードが速く、そのことが耐久財物価の下落トレンドを生んでいると考えられる⁶。

加えて、耐久財では、自動車のマイナス寄与度が2016年に入り小幅ながら拡大した（図表4）。自動車の物価を押し下げた要因と考えられるのが、いわゆるオフ・リース自動車（リース期間が終了した自動車）の増加による中古車物価の下落である（図表6）。米国では、過去数年にわたりリース販売が新車販売の牽引役となったため、平均3年程度のリース期間を終えた自動車が、足元で中古車市場に流れ込んでいる（小野（2017））。中古車市場において、オフ・リース自動車を中心とする大量の供給が生じたこと、そして、年式が比較的新しいオフ・リースの中古車増加が、中古車の全般的な品質を

図表5 娯楽用品・住宅用品のインフレ率



(資料)米商務省より、みずほ総合研究所作成

図表6 中古車のインフレ率



(資料)米商務省より、みずほ総合研究所作成

向上させたことが、中古車の物価下落につながっていると考えられる。今後、少なくとも1~2年の間はオフ・リース自動車の中古車市場への流入が続くと考えられ、当面は中古車の物価を押し下げる要因となる。

(2) 医療サービスのインフレ率は労働コストの高まりから上昇

サービス物価の3割弱を占める医療サービスのインフレ率は、様々な政策の影響から2010年台前半に大幅に低下したが⁷、2015年以降は再び緩やかな上昇傾向に転じ、コア・インフレ率を押し上げる要因となっている(図表7)。

医療サービスのインフレ率が上昇している背景には、労働コストの高まりがあるようだ。医療サービス業の失業率は、2017年に入って3%を下回った。これは、前回の景気回復局面(2002~07年)で最も低かった2007年並みの水準である。高齢化の進展により医療サービスに対する潜在的な需要が増加傾向にあることも加味すれば、医療サービス業の労働コストは高まりやすい状況だ。実際、医療サービスの中核を占める病院についてみると、賃金の動向を表す雇用コスト指数は2015年頃から前年比上昇率が高まっており、その動きを追うように、インフレ率が上昇していることが確認できる(図表8)。

(3) 賃貸住宅の供給増により、住居費のインフレ率は低下方向に転換

住宅サービスは、サービス物価の約25%を占め、医療サービスと同様にシェアが大きい項目である。その大部分を占めるのが、家賃などの住居費である。住居費のインフレ率は、2000年代後半の住宅バブル崩壊によって一時は前年比ゼロ近傍まで落ち込んだが、その後急回復し、2012年以降は緩やかな上昇傾向を維持してきた(図表9)。

しかし、住宅費のインフレ率は、これまでの上昇傾向が2016年末を境に転換しつつあり、今後はインフレ率が低下していくと予想される。住居費のインフレ率を低下させる要因の一つと考えられるのが、集合住宅の建設ラッシュによる住宅供給の増加である⁸。

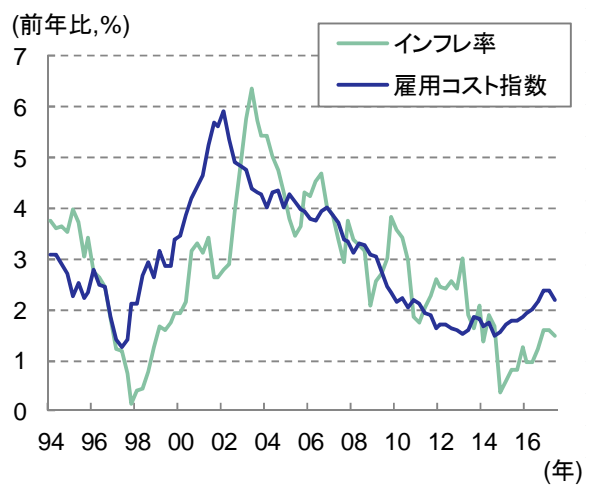
米国では、過去数年間に集合住宅の竣工数が急増し、2015年以降は前回景気回復局面のピークを上回る水準で推移している。こうした集合住宅の供給増加により、目下の賃貸住宅市場では需給がだぶ

図表7 医療サービスのインフレ率



(資料)米国商務省より、みずほ総合研究所作成

図表8 病院のインフレ率と雇用コスト指数



(注)雇用コスト指数は民間・政府合計、総報酬ベース。
(資料)米国商務省・労働省より、みずほ総合研究所作成

つき、家賃に下落圧力を加えているようだ⁹。実際、住宅の需給動向を表す空家率をみると、賃貸空家率は2015年に下げ止まり、2016年には上昇に転じている（図表10）。とりわけ、集合住宅の賃貸空家率では上昇の動きが顕著である。

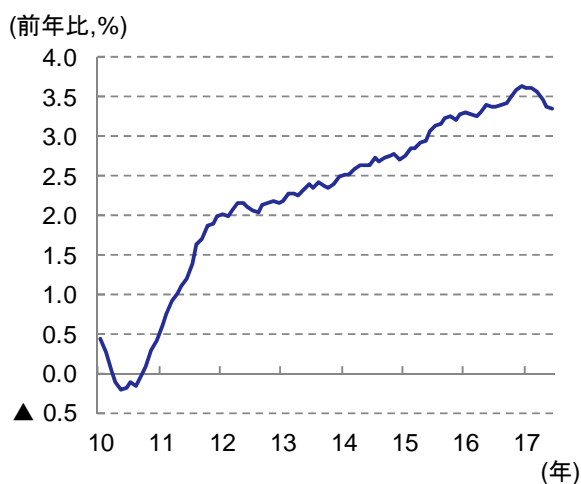
3. 一時的要因だけでなく、主要セクターの構造的要因に注目

本稿では、米国の全般的な物価上昇圧力が弱いことを確認し、その背景を明らかにするため、主要セクターである耐久財、医療サービス、住宅サービスのインフレ率について分析した。耐久財では、品質向上の速さを背景に娯楽用品や住宅用品の物価下落が続いたことに加えて、オフ・リース自動車を中心とする中古車の供給増加が自動車の物価を押し下げた。また、サービス物価では、医療サービスにおける労働コストの高まりが医療費のインフレ率上昇につながったが、集合住宅の供給増加を受けて住居費のインフレ率が低下方向に転換したため、サービス物価におけるインフレ圧力も限定的なものにとどまっている。

FOMCはインフレ率の先行きについて、「目先は（目標水準の）前年比+2%を幾分下回るが、中期的には目標水準近傍で安定する」との見方を示し、コア・インフレ率が短期的に目標以下の水準で推移する可能性に言及している。こうした状況下、FOMCは金融政策のさらなる正常化を進める方針である。

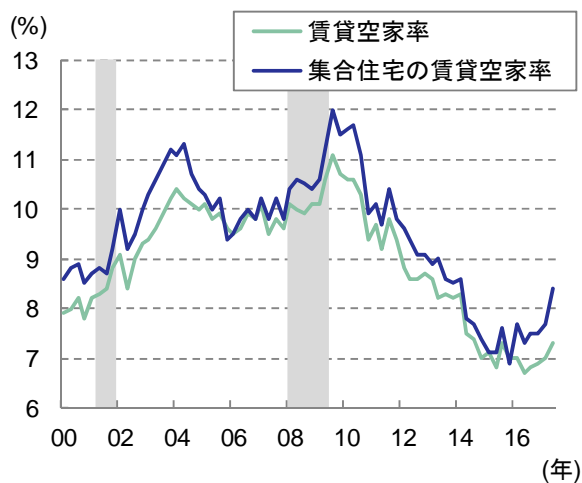
他方で、市場参加者は、2017年終盤にかけてバランスシート縮小と追加利上げという2つの大きなイベントが予想されるなか、金融政策正常化の前提条件であるインフレ率の動きに対して過敏に反応しやすい。本稿の構造要因に関する分析を踏まえれば、米国の物価上昇圧力は今後も弱い状態が続くとみられ、FOMCによる金融政策正常化の方針に対して、金融市場から懐疑的な見方がでかねない状況だ。金融政策と密接に関連する物価の動向をみるためには、足元のインフレ率急低下をもたらした一時的要因だけでなく、耐久財、医療サービス、住宅サービスといった主要セクターの構造的な要因に注目すべきである。

図表9 住居費のインフレ率



(資料)米国商務省より、みずほ総合研究所作成

図表10 賃貸空家率



(注) 網掛けは景気後退期。

(資料)米国商務省より、みずほ総合研究所作成

【参考文献】

Clemens, Jeffrey, Joshua D. Gottlieb, and Adam Hale Shapiro (2016), “Medicare Payment Cuts Continue to Restrain Inflation”, *FRBSF Economic Letter*, 2016-15, May 9

小野亮 (2017) 「天井感が強まる米自動車市場」みずほ総合研究所『みずほインサイト』6月5日

- 1 米国では、代表的な消費者物価の指標として、米国労働省が発表する消費者物価指数 (CPI) と、米国商務省が発表する個人消費支出 (PCE) デフレーターがあり、両者は統計の作成手法や項目分類などに違いがある。本稿では、FOMC のインフレ目標を計測する指標として PCE デフレーターが採用されていることに鑑み、PCE デフレーターを用いて分析を行った。
- 2 まず、PCE デフレーターのコア・インフレ率を 215 の個別項目に分解し、各項目のインフレ率 (前年比) について、2017 年 3~5 月の 3 カ月間の変化幅の絶対値が、前回と今回の景気回復局面 (2003~07 年、2010~16 年) における 3 カ月前差の標準誤差より大きかった場合、当該項目の 3~5 月のインフレ率の変化を一時的な動きと判断した。そして、一時的な動きと判断した項目のうち、コア・インフレ率の 3~5 月の低下幅に対する寄与率が大きい項目を、コア・インフレ率の急低下を引き起こした一時的な要因として抽出した。
- 3 携帯電話料金のインフレ率低下の詳細については、Leubsdorf, Ben (2017), “How Cell-Phone Plans with Unlimited Data Limited Inflation”, *The Wall Street Journal*, May 19 などを参照されたい。
- 4 金融手数料は、商業銀行やクレジットカード会社により明示的に請求される手数料 (口座維持手数料、クレジットカード年会費など) であり、証券会社の売買手数料や投資顧問会社の投資顧問料などは含まれない。
- 5 商業銀行サービスは、商業銀行が提供する金融サービスのうち、明示的に手数料が請求されない形の金融サービスの料金を指す。例えば、融資を受ける際に借り手が負担すべき金利プレミアム (融資金利と無リスク資産利率の差) などが該当する。
- 6 物価指標では、ある商品の販売価格が不変でも品質が向上していれば、その商品の物価が下落したと考える。
- 7 例えばオバマケアでは、医療保険の無保険者を減らすために、低所得者向けの公的医療保険であるメディケイドの対象者を拡大させる措置が実施された。その結果、医療機関受診者におけるメディケイド比率が上昇した (Clemens, et al. (2016))。メディケイドは、高齢者向けの公的医療保険であるメディケアや、民間の保険会社が提供する医療保険と比較して、医療機関への診療報酬の伸びが鈍いため、オバマケアの導入によるメディケイドの受診者増加は、医療費の単価を引き下げ、医療サービスのインフレ率低下につながったと考えられる。
- 8 Timiraos, Nick (2017) “Fed Faces Inflation Conundrum,” *The Wall Street Journal*, July 19
- 9 なお、住宅費の対象となる住宅には、賃貸住宅だけでなく、持ち家も含まれる。持ち家に対して支払っていると想定される家賃を、持ち家帰属家賃と呼び、PCE デフレーターでは賃貸住宅家賃の動きをもとに推計される。

●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、商品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。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。