

米国におけるサービス価格と賃金の相関関係

<要旨>

9月 FOMC において、米国・連邦準備制度(FRB)によるバランス・シート縮小開始の決定が確実視される中、市場関係者の関心はその後の追加利上げの有無に移っている。

FRB は米国の景気及び物価の見通しに対して強気の姿勢を崩していない。確かに、雇用市場は極めて堅調に推移している。ただし、物価については、昨年から本年初にかけてインフレ率の上昇がみられたものの、その後は低調な推移が続いている。そのため、市場関係者の中には、今後の物価の見通し及び利上げに対して懐疑的な見方も根強く存在する。

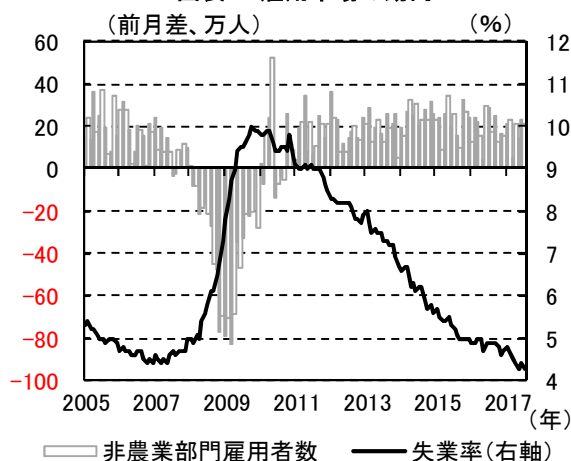
本稿での考察を踏まえると、サービス部門での賃金と物価の強い相関が維持されていることから、サービス業における好業績の継続に伴う賃金上昇が物価の上昇圧力として作用し、年間2回程度の追加利上げをサポートする環境が醸成されるものと考えられる。

1. 米国の実体経済と物価動向について

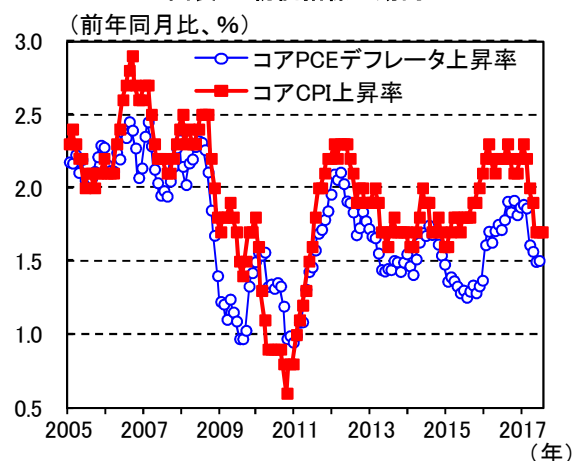
米国経済は堅調に推移しており、連邦準備制度(FRB)は、これまでの一連の利上げに加え、来月の FOMC でバランス・シート縮小開始を決定することが確実視されている。

米国の雇用市場は、非農業部門雇用者数が対前月比で毎月 20 万人近い増加幅を維持していることに加え、失業率も 4.3%にまで低下するなど、極めて堅調に推移している(図表1)。その一方で、インフレ率は昨年から本年初にかけて上昇したものの、その後は低下に転じ、足許でも横這いに留まっている(図表2)。リーマン・ショック発生前の、失業率と非農業部門雇用者数の対前月比増加幅の推移が似通っている 2006 年当時と比較しても、現在のインフレ率は明らかに低い。

図表1 雇用市場の動向



図表2 物価指標の動向



「雇用の最大化」と「物価の安定」という、いわゆる「デュアル・マンデート(2つの使命)」が課されている FRB にとって、雇用面では完全雇用に近い状態にありながら、物価上昇がみられない現在の状況は、これまで直面してきた経済状況とは異なるものである。

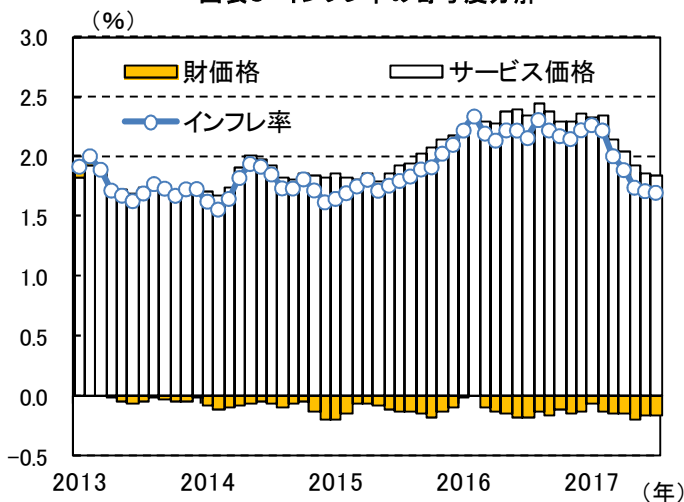
テクノロジーの進展や新興国からの安価な製品の流入等により、インフレ率が世界的に趨勢的な低下傾向にあることは以前から指摘されている。インフレよりもデフレへの対処が困難であるとの認識が金融政策当局や市場関係者の間で共有されている中、金融引締めを急げば、物価の上昇率が低下するディスインフレから物価が下落するデフレに向かってしまうのではとの声も聞かれる。こうした情勢下、バランス・シートの縮小開始に続き、年末末から来年にかけて追加利上げの継続を目論むFRBにとって、物価動向は今後の政策判断に大きな影響を与える。

そこで、本稿では、コアCPI(消費者物価指数)¹を対象に、足許での米国のインフレ率低下の背景について検証するとともに、今後の物価上昇の可能性について検討する。

2. 2017年以降のインフレ率低下の背景

図表3は、インフレ率(コアCPIの対前年比上昇率)について、財価格とサービス価格に関する寄与度分解を行ったものであるが、サービス価格の寄与度の影響が大きいことが分かる。さらに仔細にみると、特に、直近のピークである今年1月から足許7月にかけては、インフレ率が0.6%ポイント程度低下しており、寄与度ベースでみると、イエレン議長が指摘している「携帯電話サービス²」の押し下げ効果が最も大きく、次いで、「医療サービス」「新車」の影響が大きいことが分かる(図表4)。

図表3 インフレ率の寄与度分解



(資料)米国労働省、三井住友信託銀行調査部

図表4 インフレ率低下の主要構成項目の寄与度

インフレ率	▲0.60%
教育と通信	▲0.19%
うち携帯電話サービス	▲0.17%
住宅(除く、家庭用エネルギー)	▲0.16%
医療	▲0.14%
うち医療サービス	▲0.11%
うち処方薬	▲0.03%
輸送(除く、モーター燃料)	▲0.08%
うち新車	▲0.07%
衣類・衣料品	▲0.06%

(資料)米国労働省、三井住友信託銀行調査部

それぞれについて下落の背景を探ると、まず、「携帯電話サービス」については、通信大手4社間の競争が激しく、そのうち1社が今年2月から「無制限プラン³」の提供を再開したことが挙げられる。品質調整がCPIに反映されることにより、「携帯電話サービス」は対前年比13%超の下落率を記録し、インフレ率を0.2%ポイント程度押し下げたことが分かる(図表5)。尤も、この押し下げ効果

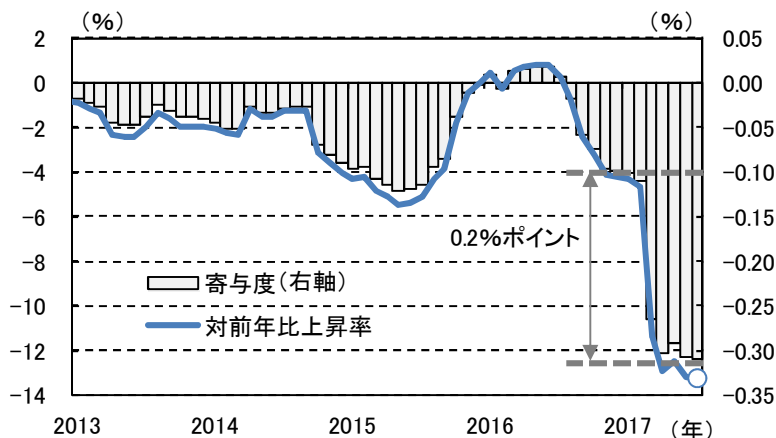
¹ FRBは、具体的に参照する物価指数として、消費者物価指数よりもコアPCE(個人消費支出)デフレータを重視していると言われている。両者で集計対象や構成項目ウェイトの違い等はあるものの、概ね似通った傾向がみられる。

² イエレン議長は、下押し要因として「処方薬」についても言及している。ただし、コアCPIでは「処方薬」のウェイトは小さく、寄与度ベースでみても「処方薬」の下押し圧力は0.03%ポイント程度に留まる。

³ 日本でいうところの「使いたい放題」「かけ放題」等の料金プランに相当。「無制限」を謳ってはいるものの、実際には、使用通信量に上限が設けられており、通信量同一下での料金引下げに加え、CPI算出の際の品質調整により、料金が一定の場合でも通信量が拡充された場合にはコアCPIを押し下げる効果を持つ。

は来年3月には剥落するものであり、「無制限プラン」に関する料金プランが現在のまま据え置かれれば、インフレ率は0.2%ポイント程度上昇することになる。

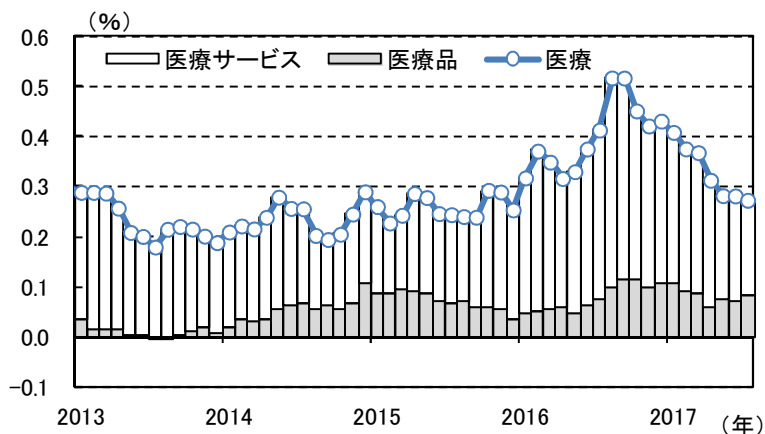
図表5 「携帯電話サービス」の対前年比上昇率とインフレ率に対する寄与度



(資料)米国労働省、三井住友信託銀行調査部

「医療サービス」については、「医療保険改革法(所謂、オバマケア)」が完全施行された2014年以降、医療サービス需要の増加によるとみられる診療費の上昇を主因に2016年9月にかけてプラスの寄与度を拡大した。ただし、昨年のトランプ大統領の誕生を受け、オバマケア廃止が取り沙汰されたことから、その後、急速に低下した(図表6)。尤も、オバマケアの撤廃については、2,000万人ともいわれる無保険者を再び生み出しかねないことから、民主党のみならず共和党内からも反対意見が出されており、オバマケアの縮小を企図した代替法案さえ議会を通過出来ていない。こうしたことから、オバマケア撤廃による需要減少と継続的な診療費下落は現実的ではなく、一層の下押し余地は限定的と考えられる。

図表6 「医療」の対前年比上昇率とインフレ率に対する寄与度



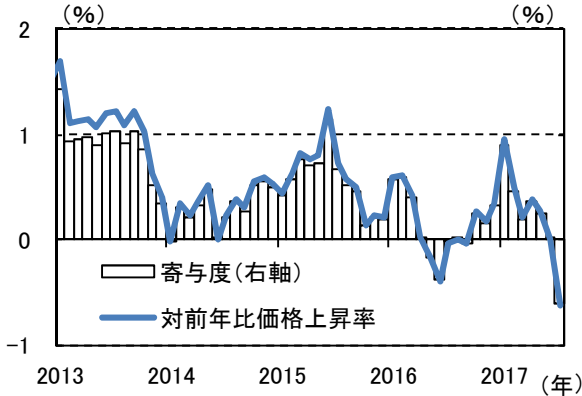
(注)「医療サービス」「医療品」は、「医療」の内訳項目。なお、「処方薬」は、「医療品」に含まれる。

(資料)米国労働省、三井住友信託銀行調査部

また、「新車」については、直近の7月に対前年比上昇率が昨年9月以来のマイナスに転じたことから、インフレ率を0.03%程度押し下げたことが分かる(図表7)。これは、昨年の販売奨励金の

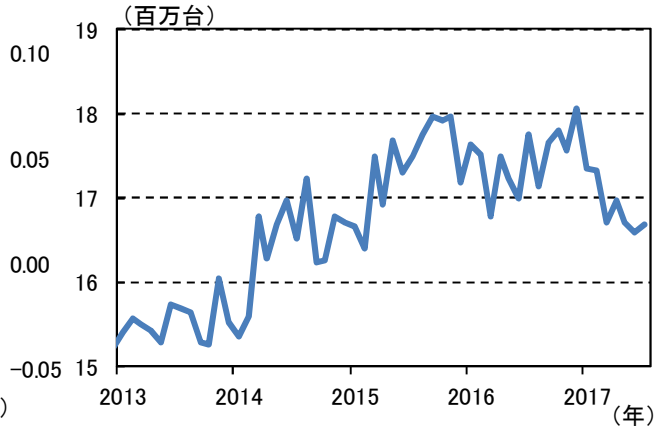
積増し等による販売促進が需要を先食いする形となり、今年入り後の販売を低調なものにしていると考えられる。尤も、新車販売台数をみると、7月には漸く底打ちの兆候がみられており、マイナス寄与も徐々に縮小に向かうことが期待される(図表8)。

図表7 「新車」の対前年比上昇率と
インフレ率に対する寄与度



(資料) 米国労働省

図表8 新車販売台数

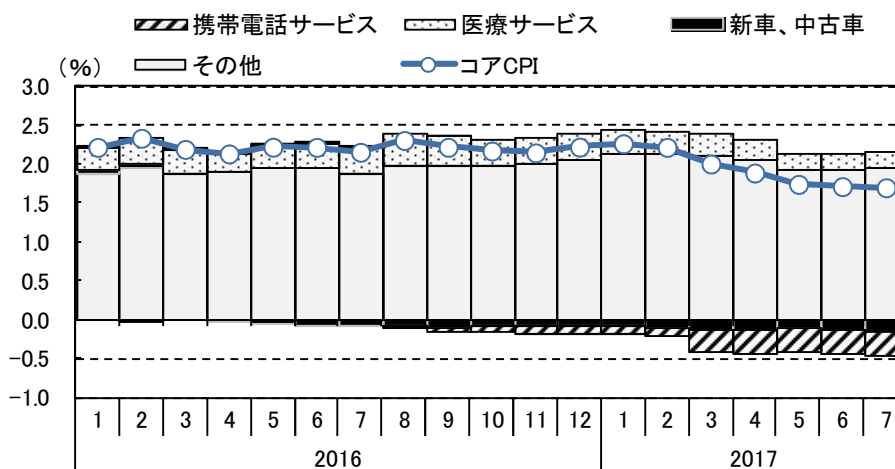


(資料) Bloomberg

3. 期待インフレ率低下と低インフレ長期化の可能性について

こうした材料を踏まえると、2017年入り後のコアCPIでみたインフレ率低下は、7割程度が一部品目の価格上昇の弱まりによるものであり、時を経てその影響が一巡すれば、再びインフレ率に対するプラス方向の寄与も回復する一時的な現象であると考えられる。ただし、インフレ率低下の全てがこれらの特殊要因だけで説明できるわけではない。実際、こうした特殊要因を除いた部分をみると、大きな下振れはないものの、今年1月をピークに若干低下し、足許でも2%近傍での動きに留まっている(図表9の「その他」)。したがって、一部品目だけでなくそれ以外の広範な品目でディスインフレが発生している可能性や、ディスインフレが一時的なものではなく基調的なものとなっている可能性についても検証する必要がある。

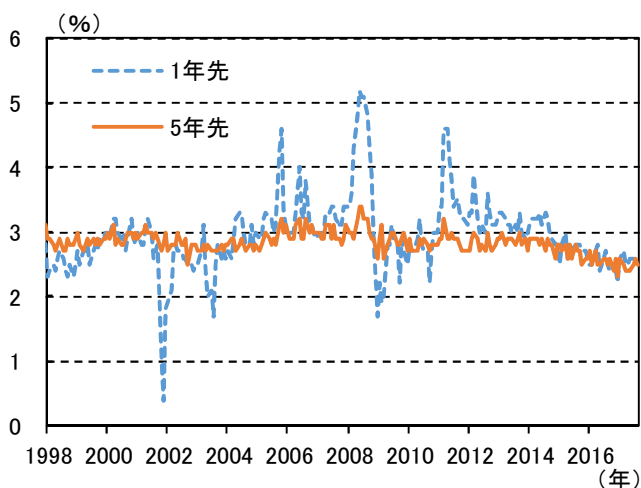
図表9 コアCPIの寄与度分解



(資料) 米国労働省、三井住友信託銀行調査部

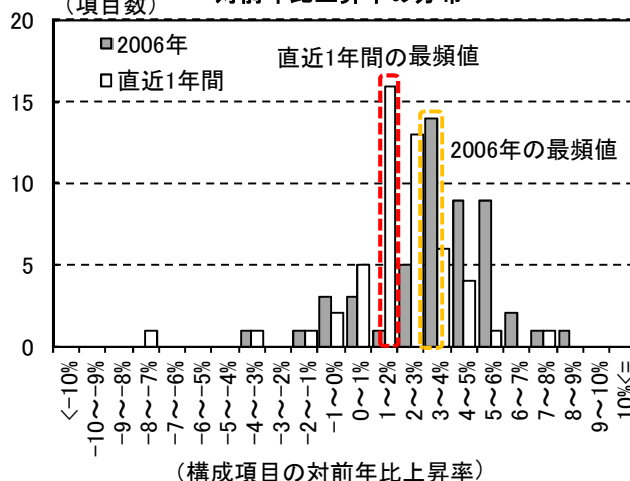
この点については、例えば、ミシガン大学が公表する期待インフレ率に関するサーベイ調査では、リーマン・ショック後の期待インフレ率の低下傾向が明確に観察される(図表 10)。また、コア CPI サービス価格を構成する 51 項目の対前年比価格上昇について、その分布の変化を確認すると、2006 年と直近 1 年間の平均では、対前年上昇率の最頻値⁴や分布そのものが左側にシフトしており、この事実からも期待インフレ率が低下している可能性を指摘できる(図表 11)。FRB が物価見通しに対する強気の姿勢を崩さない一方、FRB の見解に懐疑的な見方を示す市場関係者が相応に存在する背景には、こうした期待インフレ率の低下が、この 20 年間に亘って日本が直面しているデフレ現象が米国でも生じつつあるのではないかと懸念があるものと考えられる。

図表 10 期待インフレ率



(資料) ミシガン大学

図表 11 コア CPI サービス価格構成項目の対前年比上昇率の分布



(資料) 米国労働省、三井住友信託銀行調査部

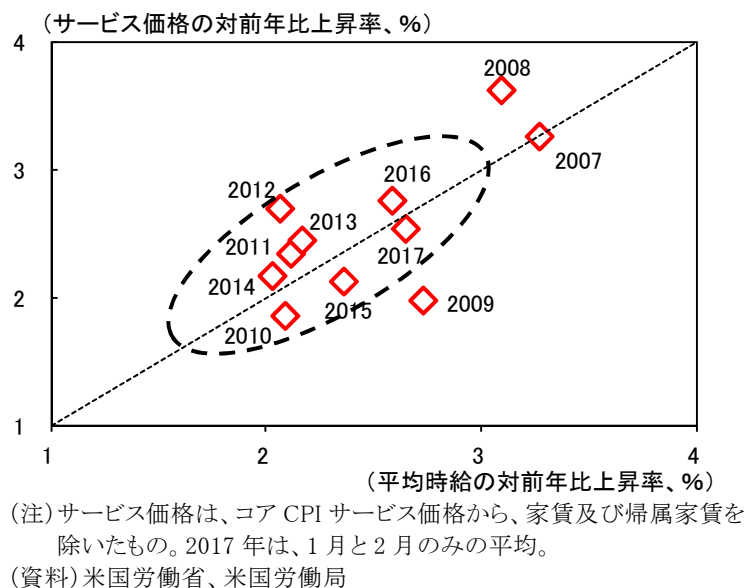
確かに、テクノロジーの進展や新興国からの安価な製品の流入等により、インフレ率が世界的に趨勢的な低下傾向にあることは以前から指摘されており、そうした側面も否定できない。しかし、1990 年代後半に米国で「ニューエコノミー論」が持て囃され、景気循環の消滅やインフレ率の低下が喧伝されていた際も、実際には、その後、期待インフレ率やコア CPI は上昇に転じたという経緯があるように、足許の状況だけで物価は上昇しないと結論付けるには早計に過ぎると思われる。重要な点は、過去と比較すれば小幅に留まるかもしれないとはいえ、物価を上昇させるメカニズムが機能しているかどうかという点である。

賃金と物価が相互に作用して下落するデフレスパイラルに陥った日本の経験を踏まえると、今後の米国の物価動向がこうしたディスインフレ傾向から脱することができるかどうかについては、賃金の動向が鍵になると思われる。次頁の図表 12 は、2007 年以降の、サービス部門の価格と賃金それぞれの対前年比上昇率をプロットしたものである(ただし、「住宅」に含まれる「家賃」「帰属家賃」は賃金との関係が薄いと考えられることから除外している)。この図表の 45 度線を下回る領域は、賃金の対前年比上昇率よりもサービス価格の上昇率が低いことから、企業の利潤が減少させるほどの低価格でサービスの提供が行われていることを意味している。日本の経験は、45 度線を下回る領域に留まる企業が広範に上った場合、次第に業績の悪化に伴う賃金の下落を招き、続いて、購買力の低下から更なる価格低迷を引き起こすというデフレスパイラルに陥る可能性を示唆している。米国では、リーマン・ショック後、一旦は 45 度線を下回る水準に低下したものの、その後

⁴ 最も発生頻度の高い価格変化率(分布の「山」に相当するポイント)。

は、速やかに45度線近傍に位置する関係を回復していることがみてとれる。また、その後は、緩やかながらも45度線を左下から右上方向に移動しており、既に賃金とともに物価も上昇する過程に入っていることから、デフレスパイラルには陥っていない。

図表 12 サービス部門の価格と賃金の相関関係



こうしたことから、期待インフレ率の低下は確認されるものの、まだ固定化されたものとはいえず、引続きサービス業の好調な業績が期待されることから、今後、雇用の逼迫を反映して賃金が増加し、物価にも再び上昇圧力が働くと考えられる。このように、追加利上げをサポートする環境が徐々に醸成されることが予想される。尤も、加速度的にインフレ率が高まる状況ではなく、年間2回程程度の追加利上げをサポートするものに留まると考えられる。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。