

Weekly
エコノミスト・
レター

米インフレの鈍化が鮮明

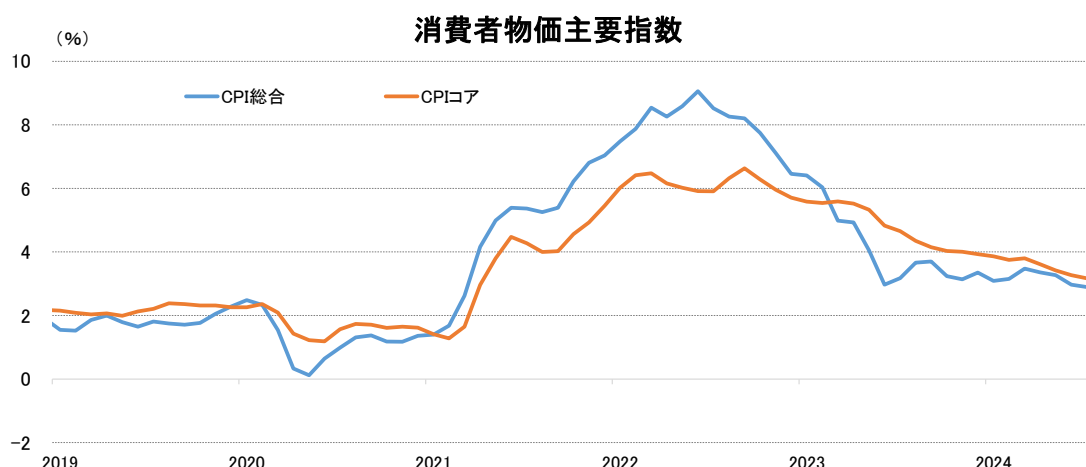
ーコアサービス価格の低下から 25 年にかけてインフレの低下基調は持続へ

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の消費者物価（C P I）は総合指数が 24 年 7 月に前年同月比+2.9%と 4 ヶ月連続で低下し 21 年 3 月以来の水準。物価の基調を示す食料品とエネルギーを除いたコア指数は +3.2%と 23 年 2 月の+5.6%をピークに低下基調が持続、21 年 4 月以来の水準に低下。
2. とくに、コア指数は前月比や 3 ヶ月前比でも顕著に伸びが鈍化しており、足元で物価上昇圧力が緩和していることを示唆。
3. 7 月の C P I の内訳は食料品価格やエネルギー価格が低位安定。コア指数では、新車や中古車価格の下落もあってコア財価格が物価を押し下げる一方、コアサービス価格は住居費及び除く住居費ともに緩やかな低下基調が持続も依然高止まり。
4. 中東情勢やウクライナ情勢など地政学的リスクは燦々しているものの、今後も原油や食料品価格は 25 年にかけて概ね低位安定が見込まれるほか、民間家賃の動向や労働需給の緩和からコアサービス価格の低下が見込まれる。
5. エネルギー価格は地政学リスクを背景に急騰するリスクを抱えており、インフレ再燃のリスクは残る。ただし、エネルギー価格の急騰が回避できれば、C P I はコアサービス価格の低下もあって総合指数、コア指数ともに 25 年にかけて緩やかながら低下基調が持続しよう。

(図表 1)



(注) 前年同月比。刈り込み平均はクリーブランド連銀が推計するCPI構成品目の価格変化率分布の両端から8%ずつ控除し、残った品目の価格変化率を加重平均した指数。

(資料) 労働統計局 (BLS)、クリーブランド連銀よりニッセイ基礎研究所作成

1. はじめに

米国経済はF R Bによる大幅な金融引締めの影響もあって労働市場をはじめ減速が続いている。一方、消費者物価指数（C P I）は総合指数が24年7月に前年同月比+2.9%と21年3月以来の水準に低下したほか、物価の基調を示す食料品とエネルギーを除くコア指数も+3.2%と21年4月以来の水準に低下するなど足元でインフレ鈍化が鮮明となってきた。

このような状況に対してF R Bは7月のF O M C会合で今後の金融政策の意思決定において従前のインフレ重視から労働市場や景気にも目配せする姿勢が示された。もっとも、今後利下げ開始時期や利下げペースをみる上では引き続きインフレ動向が重要な鍵を握っている。

本稿では7月のC P I動向を確認した後、C P Iの主要な項目を中心に今後の見通しを論じた。結論から言えば、地政学リスクに伴うエネルギー価格の急騰を回避できる前提で、C P Iはコアサービス価格の低下もあって、総合指数、コア指数ともに25年にかけて緩やかながら低下基調の持続が見込まれるというものだ。

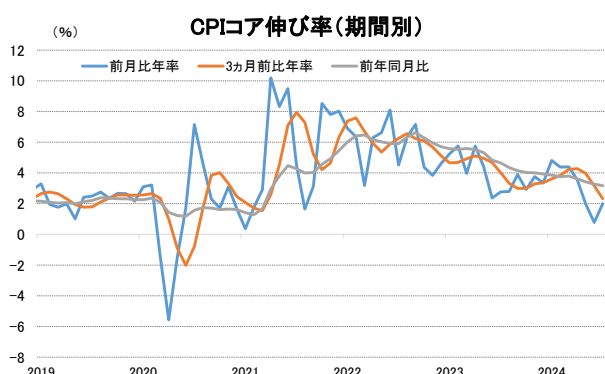
2. 米国のC P I等の動向

（7月C P Iの振り返り）総合指数、コア指数ともに低下基調が持続

消費者物価（C P I）は総合指数が24年7月の前年同月比で+2.9%となり、4ヵ月連続で低下し21年3月以来の水準に低下した（前掲図表1）。また、コア指数も+3.2%と23年2月の+5.6%をピークに低下基調が持続、21年4月以来の水準に低下した。

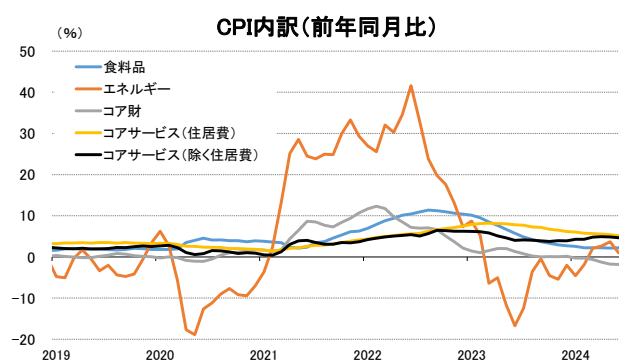
とくに、コア指数は期間別にみても7月の前月比年率が+2.0%と24年1月の+4.8%でピークをつけた後、F R Bの物価目標水準（2%）まで低下した（図表2）。また、3ヵ月前比年率が+2.3%と24年4月の+4.3%から3ヵ月連続で低下し、21年3月以来の水準となった。期間別のコア指数は前月比年率、3ヵ月前比年率ともに24年初から春先にかけて上昇に転じていたものの、4月以降は低下基調が持続しており、足元で物価上昇圧力が緩和していることを示している。

（図表2）



（注）3ヵ月前比年率は月次データの3ヵ月移動平均の3ヵ月前比を年率したもの
（資料）BLSよりニッセイ基礎研究所作成

（図表3）



（注）コア財は食料品、エネルギーを除く商品価格、コアサービスはエネルギーサービスを除くサービス価格
（資料）BLSよりニッセイ基礎研究所作成

一方、24年7月のC P I（前年同月比）の内訳をみると食料品価格が+2.2%と24年2月以降はほぼ横這い推移で安定しているほか、エネルギー価格が+1.1%と24年3月以降はプラスに転じているものの非常に低位に留まっている（図表3）。コア指数では後述するように新車・中古車価格が

マイナスになっていることもあってコア財価格が▲1.9%と24年1月からマイナスで推移しており、コアCPIの押し下げ要因となっている。これに対して、コアサービス価格のうちおよそ6割を占める住居費が+5.1%と23年3月につけた+8.2%のピークからは低下したものの、依然として物価目標を大幅に上回る水準で高止まりしている。さらに、コアサービス価格のうち、賃金との連動性の高さが指摘される住居費を除いた価格指数も+4.5%と24年4月の+4.9%をピークに3ヵ月連続で低下したものの、低下幅は限定的に留まっている。

（エネルギー・食料品価格）エネルギー、食料品ともに25年にかけて低位安定する見込み

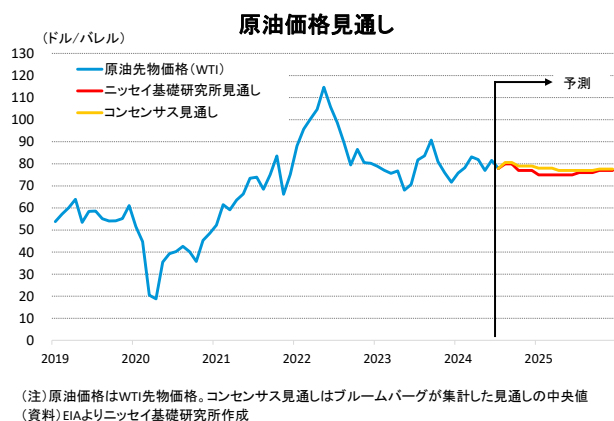
原油価格は、22年2月下旬のロシアによるウクライナ侵攻に伴い原油価格（WTI先物）はウクライナ侵攻前の90ドル台前半から、22年春先に一時120ドルを超える水準まで上昇した。その後はウクライナ侵攻が膠着状態に陥る中でウクライナ侵攻前を下回る水準に低下した。23年は中国の景気動向、欧米の金融政策、OPECプラスの減産などが材料視されたものの、概ね方向感のない展開が続いており、24年7月末が77.9ドルとなった（図表4）。

当研究所はイランとイスラエルによる全面戦争を回避する前提で原油価格見通し（WTI先物）を24年7～9月期に80ドルに小幅上昇した後、25年前半は75ドルで推移、その後は25年末にかけて77ドルまで上昇としており、25年末にかけて概ね75ドル～80ドルの狭いレンジで概ね横這い推移を予想している。24年秋口からOPECプラスによる減産縮小が開始されるため、需給緩和観測から原油価格は幾分弱含むものの、来年春先の米ドライブシーズンに伴う需要増加や来年夏場のOPECプラスの減産縮小の終了が原油価格を小幅に押し上げるだろう。

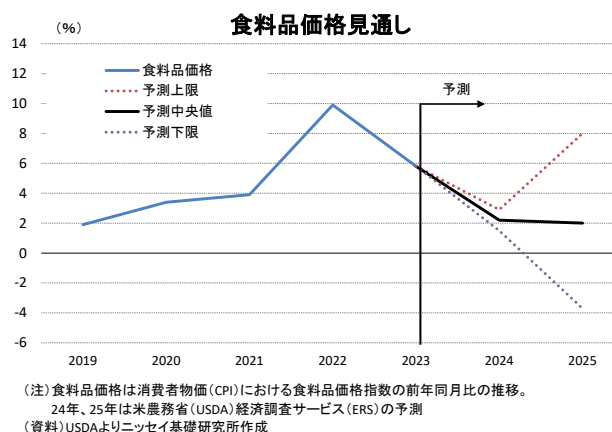
また、ブルームバーグが集計したコンセンサス予想も当該期間において77ドル～80.6ドルの狭いレンジで推移することを予想しており、エネルギー価格による大幅な物価上昇を見込んでいない。

原油価格が当研究所の予想通りに推移した場合には、CPIにおけるエネルギー価格の影響はほぼニュートラルとみられる。一方、ウクライナ情勢や中東情勢の緊迫など地政学リスクは燦々しており、これらの進展次第では再び原油価格が急騰し、エネルギー価格がCPIを押し上げてインフレが再加速する可能性は残っている。

（図表4）



（図表5）



一方、農務省（USDA）が発表するCPIにおける食料品価格の予想¹は24年7月時点で24年が前年比+2.2%（予測レンジ：+1.5%～+2.9）と23年の+5.8%から低下し、足元の水準が持続する

¹ 米農務省の経済調査局（ERS）の原材料や流通コストなども加味して毎月、今年および毎年7月から翌年の食品価格の年間変動率を予測。ERSは食品の現在の指数のレベルを分析し、食品のCPIの変化を調査し、食品のCPIの予測を構築。

と見込まれているほか、25 年が+2.0%（予測レンジ：▲3.7%～8.0%）と 25 年にかけて緩やかな低下が予想されている（前掲図表 5）。このため、C P I の食料品価格も 25 年にかけて足元の安定した状況が続こう。

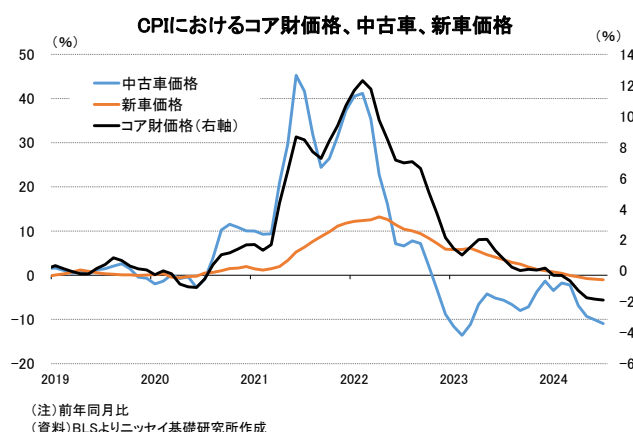
（コア財価格）コア財価格はコロナ禍前のゼロ%近辺で推移へ

コア財価格（前年同月比）は、コロナ禍以前は概ねゼロ%近辺で推移していたものの、21 年春先以降は上昇が顕著となり、22 年 2 月には+12.3%まで上昇した（図表 6）。コア財価格の上昇はコロナ禍に伴う供給制約の影響で自動車生産が減少したことから、中古車や新車の販売価格が大幅に上昇したことが大きい。実際に、中古車価格が 21 年 6 月に+45.2%まで上昇したほか、新車価格も 22 年 4 月に+13.2%まで上昇した。

その後、供給制約の回復に伴い自動車生産が回復に転じたこともあって、中古車および新車販売価格ともに低下に転じ、中古車が 22 年 11 月以降、新車も 24 年 3 月以降はマイナス転じて物価を押し下げている。

今後も中古車、新車ともにプラスに転じることが予想されるものの、景気減速に伴う自動車需要の低下も見込まれることから、大幅な上昇は見込み難い。このため、コア財価格はコロナ禍以前のゼロ%近辺での推移に戻ることが見込まれる。

（図表 6）



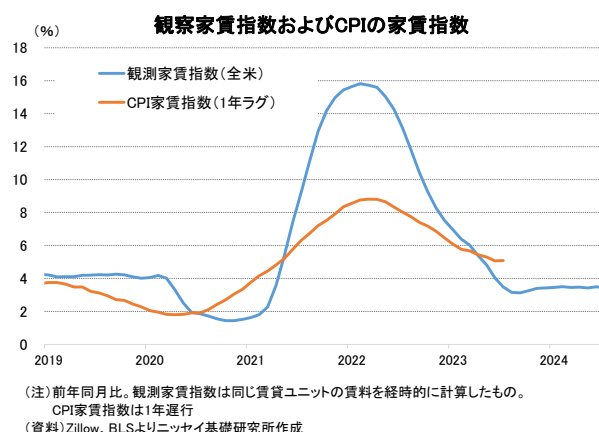
（コアサービス（住居費））秋口以降、家賃指数の低下が緩やかになる可能性

C P I における住居費の構成要素である家賃指数は統計作成上、賃貸市場の家賃動向が反映するのにラグがあり、不動産情報サイトの Zillow が推計する観察家賃指数（Zillow Observed Rent Index）²は C P I の家賃指数に概ね 1 年先行している。

観察家賃指数は（前年同月比）は 22 年 3 月の+15.9 をピークに低下に転じ、23 年 9 月の+3.1%まで低下しているため、C P I の家賃指数も直近 7 月の 5.1%から 9 月にかけて、さらに低下するとみられる（図表 7）。

もともと、観察家賃指数は 23 年 10 月以降+3.4%～+3.5%の狭いレンジで横這い推移となっているため、C P I の家賃指数は 24 年秋口以降低下が緩やかになる可能性がある。

（図表 7）



（コアサービス（除く住居費））労働需給の緩和から賃金上昇率の低下基調は持続

労働市場は 24 年 7 月の失業率が 4.3%と 4 ヶ月連続で上昇し、21 年 10 月以来の水準となるなど労働需給の緩和がみられる（図表 8）。

² 同じ賃貸ユニットの賃料を経時的に計算したもの。

労働需給の緩和を背景に雇用統計の時間当たり賃金は24年7月の前年同月比が+3.6%となった。また、賃金・給与に加え給付金も含めた雇用コスト指数は24年4-6月期が前年同期比+4.1%となった。いずれも生産性を加味した場合のFRBの2%物価目標と整合的な3%~3%台半ばの水準を上回っているものの、時間当たり賃金はレンジ内への低下が視野に入ってきたと言えよう。

労働市場の減速が続く中で失業率は今後も上昇が見込まれるため、労働需給の一段の緩和から今後も賃金上昇率の低下傾向が続く可能性が高い。このため、賃金と連動性の高いコアサービス（除く住居費）も低下基調が持続しよう。

（期待インフレ率）金融市場、家計、専門家調査ともにインフレの安定を示唆

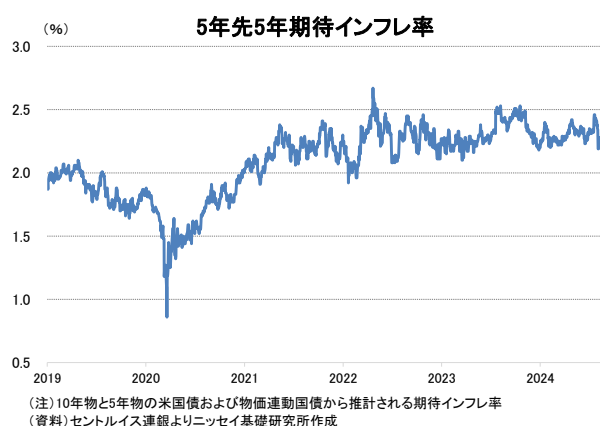
金融市場が織り込む5年先5年の期待インフレ率は24年以降概ね2.2%~2.5%の狭いレンジで推移しており、インフレの安定を見込んでいる。（図表9）。

また、家計が予想する24年8月の今後1年間のインフレ率予想（前年同月比）は+2.9%（前月：+2.9%）、今後5~10年間で+3.0%（前月：+2.8%）と24年6月以降は概ね3%近辺での推移となっており、家計の期待インフレ率は安定している（図表10）。

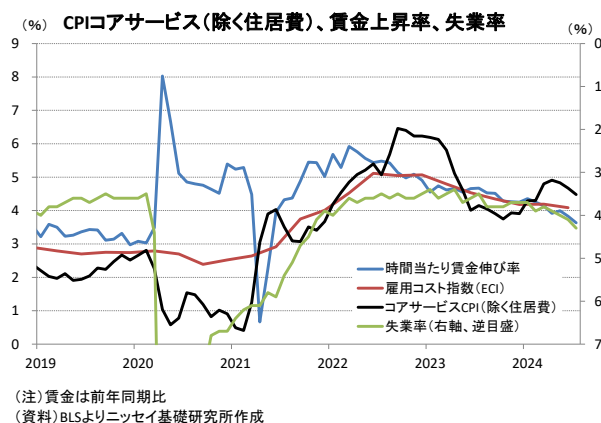
FRBが重視する経済専門家が予想するCPI（前年同月比）の今後5年間と10年間の平均は、24年7-9月期がそれぞれ2.4%、2.3%となった。専門家調査は24年以降概ねFRBの物価目標と整合的な水準となっている。

このため、期待インフレ率は金融市場、家計、専門家調査ともに今後インフレが安定することを予想している。

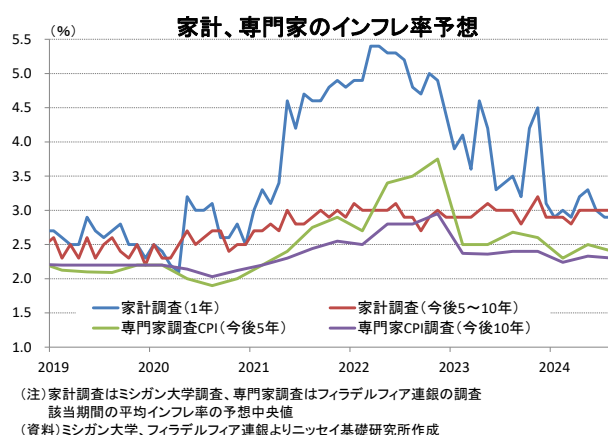
（図表9）



（図表8）



（図表10）



3. 今後の見通し

これまでみたようにC P Iは足元で物価上昇圧力の緩和が明確になっている。エネルギー価格や食料品価格は今後も低位安定が見込まれるほか、コア財価格もコロナ禍以前のゼロ%近辺での推移が見込まれる。コアサービス価格は住居費が夏場以降、低下が緩やかになる可能性はあるものの、労働需給の緩和を背景に賃金上昇率の低下に伴う住居費除きのコアサービス価格の低下が期待できる。

一方、エネルギー価格は地政学リスクを背景に急騰するリスクを抱えており、インフレ再燃のリスクは残る。ただし、エネルギー価格の急騰が回避できれば、C P Iはコアサービス価格の低下もあって総合指数、コア指数ともに25年にかけて緩やかながら低下基調の持続が見込まれる。

当研究所はC P I総合が24年10-12月期に前年同月比+2.7%、25年10-12月期が+2.3%、コア指数がそれぞれ+2.9%、+2.3%を予想している。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。