

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

FRB には厄介なサービス価格の粘着性

2022 年 12 月 7 日

（本稿は *Markets are overly optimistic about inflation by Agron Nicaj* の抄訳）

足元ではサービス価格の上昇がインフレの主な要因となっており、今後もヘルスケア等による強い押し上げ圧力が見込まれる。サービス価格は粘着性が強く、利上げの効果が及びにくい。労働市場の強さを踏まえると、10 月の CPI 上昇率低下に対する金融市場の反応はやや楽観的である。

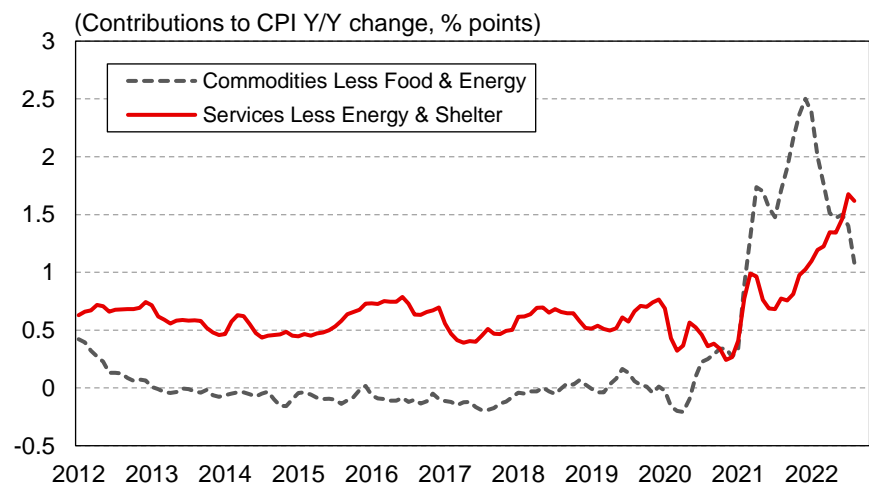
足元ではサービス価格の上昇がインフレの主な要因

米国の消費者物価指数（CPI）について、変動の大きい食品・エネルギーを除いたコア指数を「財（Commodities）」と「サービス（Services）」に分けてみると、2022 年初めより「コア財」の価格上昇は鈍化する一方、「コアサービス」は加速を続けている。10 月の CPI 上昇率（前年比）に対する寄与度は、「コアサービス」が 3.9%ポイントと、「コア財」の 1.1%ポイントを大きく上回っている。

「コアサービス」のうち、これまでは住居費（Shelter：家賃及び帰属家賃等）が注目されてきた。CPI の計算上、住居費のウェイトは全体の約 3 割（サービスの約半分）を占めており、CPI の前年比及び前月比上昇率を大きく押し上げている。もっとも、住宅セクターは利上げの影響を受けやすい分野であり、住宅価格や民間の家賃データ（新規契約分）は前月比で下落し始めている。住宅価格と CPI の住居費（既存契約の家賃も含まれる）とは 12 ヶ月程度のラグが指摘されており、CPI の住居費は暫く上昇した後、次第に低下していくことが予想される。

一方、住居費以外のサービス価格は、金融政策のコントロールが利きにくい分野である。10 月の CPI 上昇率（前年比）に対する、住居費を除いた「コアサービス」の寄与度は 1.6%ポイントに達し、年初から拡大を続けている（第 1 図）。

第 1 図：コア財・コアサービス（除く住居費）の CPI 前年比上昇率に対する寄与度



Source: BLS, MUFG Bank Economic Research

サービス価格は粘着性が強く、利上げの効果が及びにくい

サービス価格は「粘着性」が強く（sticky）、変動が小さい性質を有している。FRBにとって、サービス分野のインフレは利上げの効果が及びにくく、将来のインフレ期待を織り込んで価格が設定される点で、厄介な問題である。

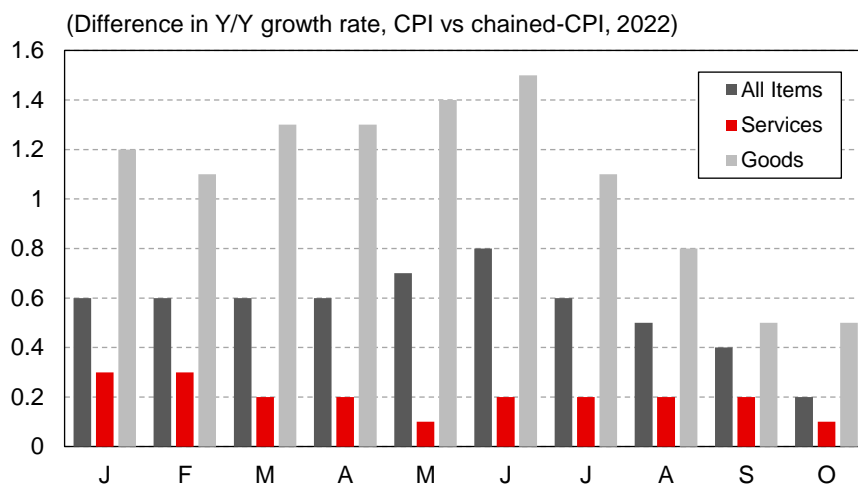
サービス価格の粘着性は、①需要の価格弾力性、②代替効果、③価格改定頻度の3点で説明される。①について、多くのサービスは需要の価格弾力性が低く、価格が上昇（下落）しても需要は減少（増加）しにくい。例えば、医療サービスは常に一定の需要があり、値上げしても需要は大きく減らないだろう。自動車保険や美容院、情報通信等も同様であり、価格が上昇しても需要は大きく減少しないことから、価格は下がりにくいといえる。

②の代替効果が小さいことも、サービスの性質として指摘される。財の場合、例えば牛肉や衣料品が値上がりした場合、より低価格の商品の購入が増える。一方、サービスの場合は、低価格のもので代替することが難しいため、価格が下がりにくい（高額なMRI検査は、より安価なレントゲン検査で代替することはできない）。

現行のCPIは低価格品への代替効果を反映しておらず、上方バイアスが生じることから、統計元の労働統計局（BLS）は2002年より、代替効果等を考慮した連鎖CPI（chained-CPI）を参考系列として作成している。連鎖CPIと現行CPIの差は、代替効果の大きさを示すと言える。2022年の月次の動きをみると、財において連鎖CPIと現行CPIの乖離が大きく、急激なインフレに直面して低価格品の購入が増えたことが窺える（第2図）。一方、サービスにおける乖離は限定的であり、サービスでは代替効果が小さいことを示している。

サービスの需要が変動しにくいことを示すこれらの性質は、需要を抑えてインフレを抑制しようとしているFRBの金融政策が利きにくいことを表している。

第2図：CPIの算出方法の違いによる前年比上昇率の乖離（現行CPI－連鎖CPI）



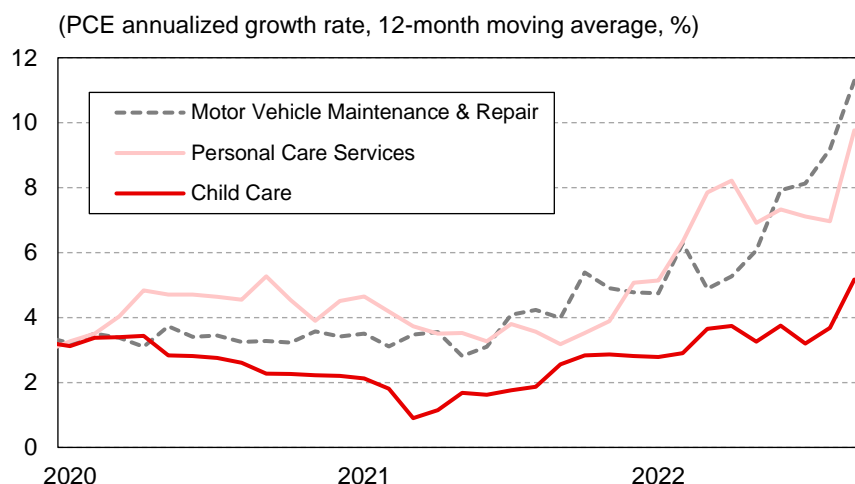
Source: BLS, MUFG Bank Economic Research

また、③の価格改定頻度が低いこともサービスの特徴である。この点に関して、アトランタ連銀は、価格改定頻度の低い財・サービスを構成項目とする粘着価格CPI（sticky-price CPI）を公表している。このうち、大きなウェイトを占めるのは家賃及び附属家賃であり、これは前述のとおり、FRBの利上げの影響を受けやすく、今後ラグをもって低下していくことが予想される。住居費以外の項目はサービスが多く、自動車メンテナンス・修理、自動車保険、医療サービス、情報通信、個人向けサービス等が含まれる。粘着価格CPIに含まれるサービスの価格改定は6～24ヵ月に1回

と長期にわたる（それ以外の項目の価格改定頻度は平均 2.5 ヶ月に 1 回）。改定頻度が低いサービス価格の動きは、人件費等の変動に対して 1 年程度のラグがあり、足元では住居費以外のサービス価格の伸びが加速している（第 3 図）。

また、企業は原材料コストや人件費等の将来のインフレ分を考慮して価格を決定しており、価格改定の間隔が長いサービスはこの傾向が強い。よって、サービス価格の上昇には将来のインフレ期待が織り込まれやすい点も指摘される。

第 3 図：住居費以外のサービスの PCE 価格指数（前月比年率、12 ヶ月移動平均）



Source: BEA, MUFG Bank Economic Research

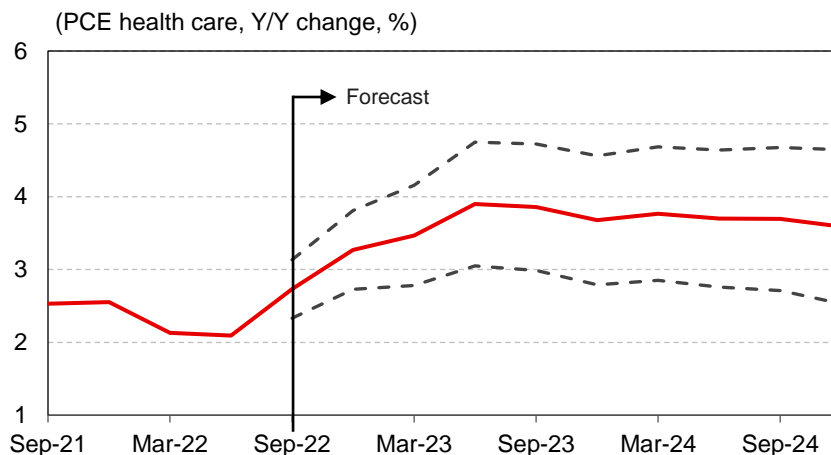
ヘルスケアの価格上昇が今後、インフレ率の強い押し上げ圧力に

サービス価格の粘着性は、価格改定頻度や代替効果が低いヘルスケア（医療サービス）について顕著にみられる。ヘルスケアのインフレ率（PCE 価格指数）はこれまで、前年比 2%程度で推移してきた。しかし、足元の賃金上昇が今後、ラグをもってヘルスケアの価格に反映される可能性が高い。

ともにインフレ指標である CPI（消費者物価指数）と PCE（個人消費支出）価格指数のうち、FRB は PCE 価格指数をより重視している。両者はヘルスケア価格の測定方法が異なり、PCE は消費者と企業（または政府）が負担するコストの双方を含んでいる。このため、PCE 価格指数におけるヘルスケアのウェイトは、CPI の約 2 倍である。

従来より、医療サービス従事者の賃金上昇率はヘルスケア価格の先行指標とされており、病院勤務者の雇用コスト指数（前年比上昇率）はヘルスケアの PCE 価格指数の伸びに約 1 年先行している。ダラス連銀の研究では、現在の賃金上昇率と将来のヘルスケア価格には強い相関があり、回帰分析の結果、ヘルスケアの PCE 価格指数は、2022 年第 2 四半期の前年比 +2.1% から 1 年後（2023 年第 2 四半期）は同 +3.9% に達し、2024 年も同 +3.5% を上回り続ける可能性が高いことが示されている（次頁第 4 図）。PCE 価格指数におけるヘルスケアのウェイト（16%程度）が大きいことを踏まえると、今後 2 年間にわたって、FRB が目標とする 2% を上回る強い押し上げ圧力が働くことが予想される。

第4図：ヘルスケアのPCE価格指数（前年比）の予測（ダラス連銀）



Note: Dotted lines indicate a 90 percent prediction interval

Source: Dallas Federal Reserve, MUFG Bank Economic Research

FRBにとってサービス分野のインフレ抑制はより困難な課題

利上げの効果は均一ではなくセクターによって異なり、特にサービス分野では効果が及びにくい。代替効果の低さや賃金の動きとのラグによって示されるサービス価格の粘着性を踏まえると、FRBにとってサービス分野のインフレ抑制はより困難な課題である。

ヘルスケア等のサービスは元々需要の変動が小さいため、供給サイドの労働力不足がインフレの主な要因となる。もっとも、労働力不足は高齢化や移民流入減等の構造的な要因が大きく、失業率が上昇する以外には労働需給の緩和は見込みづらい。足元の労働市場の強さを踏まえると、10月のCPI上昇率低下に対する金融市場の反応はやや楽観的であり、FRBの利上げ停止が近いと考えるのは時期尚早であろう。

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。