



米国経済はデフレに陥るか？  
～鍵を握る住宅価格～

経済調査部 上席研究員 森川 央

はじめに

米国の消費者物価コアは、統計作成上の上振れ分を除くと、既に前年比 0.3% (10月) にまで低下しており、来年早々にも物価が前年割れすることは避けられそうにない。

問題はそれが一時的な現象で終わるのか、日本の例のように長期化していくか、である。これまでの景気回復と前回不況期 (2001 年) のパターンを踏まえると、そろそろインフレ率の反転が期待できる。

ただ、住宅価格が再び軟調になっている点は要注意だ。住宅価格が下がれば、家計の支出意欲は委縮し、デフレ長期化の引き金となりかねない。以下では、日本の例も振り返りながら、ストック価格 (地価、住宅価格) と物価の関連も考えてみたい。

1. 連鎖型 CPI コアの前年割れは必至

米国のインフレ率が低下している。10月の消費者物価コア (変動の激しい食品とエネルギー価格を除いた物価で物価の基調を示す。以下CPIコアと表記) は、前年同月比 0.6%まで鈍化した (図表1)。<sup>1</sup> 「いよいよデフレ入り間近か」と言われる一方、0.6%ののりしろが残っている間にFRBの量的緩和が功を奏し、デフレはギリギリで回避できるという期待も根強い。

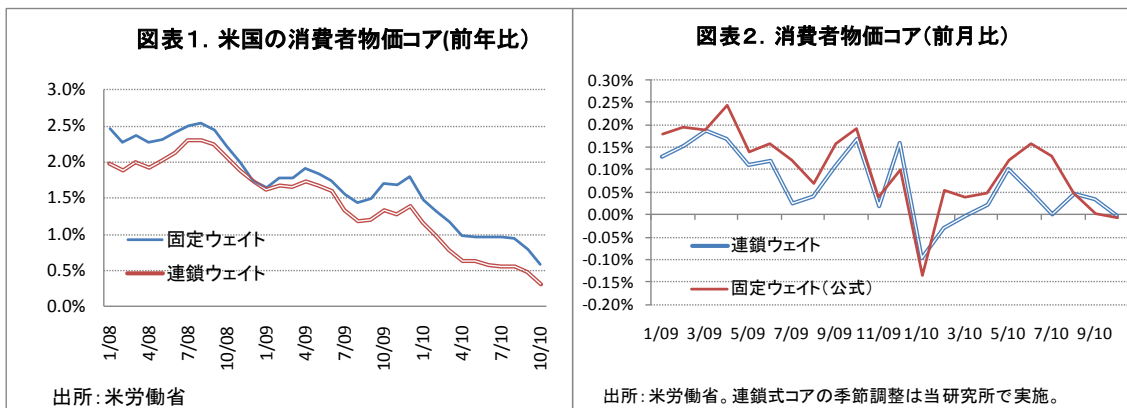
しかし、通常参照される CPI コアには上方バイアスがかかっていることが知られている。不況になると、どこの国でも消費者は高いモノ・サービスを避け、安い代替品へシフトする傾向を強める。一種の生活防衛策だが、通常の CPI コアは固定ウェイトで計算されていて、こうした効果を十分反映できない。これは日本でも 2000 年代前半に散々話題になったことだった。現在、米国 CPI コアは 2007~08 年平均の支出構成を固定しており、不況前の構成を残していると考えられる。

この上方バイアスを緩和するため、米労働省は支出構成の変化を加味したコア指数 (連鎖ウェイト) も発表している。こちらでみるとすでにインフレ率は 0.3% (10月) だ。0.3 ポイントの差に過ぎないが、コンマ以下のインフレ率になっている今となればこの差は無視できない。インフレ率が「半減」してしまうからだ。

技術的に優れているにもかかわらず連鎖ウェイトが注目されない理由は、月次ベースでは 1947 年まで遡れる固定ウェイトに比べ歴史が浅い (発表は 1999 年 12 月から) ことと、未だに季節調整値が発表されていないことが挙げられよう。しかし、発表開始から既に 10 年近く経過しているので、技術的には季節調整が可能だけのデータが蓄積されているはずだ。そこで、当研究所で試算した季節調整値を見たのが図表2だ。

<sup>1</sup> その後 11 月分の CPI が発表され、固定型コアの前年比は 0.7%、連鎖型コアは 0.5%となった。10月に比べ 0.1 ポイント高かったが依然として超低空飛行である。

これによると、今年に入ってからインフレ率が前月比で 0.1%に達したのはわずかに 5 月 1 回だけだ。その後はゼロ近辺が続いており、これから本格的なバーゲン・シーズンがやってくると考えると、連鎖型 CPI コアが前年割れとなるのは時間の問題と言えよう。そして、遅かれ早かれ固定型コアも前年割れとなろう。

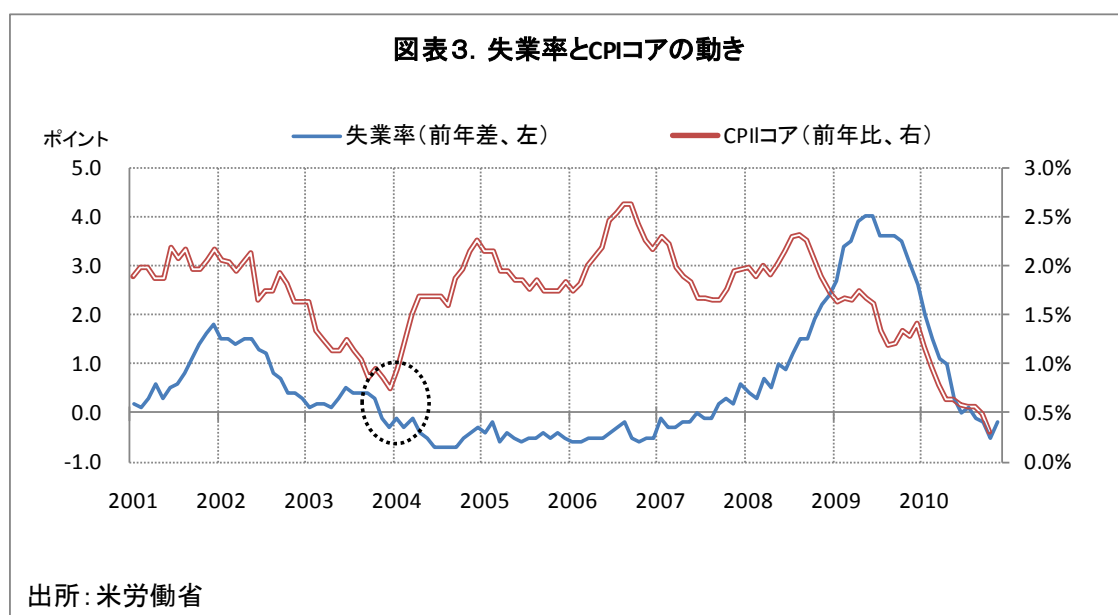


## 2. 失業率が前年を下回ると、インフレ率反転も近い

問題は、CPI コアの前年割れが一時的な現象に留まるのか、あるいは前年割れが長期間継続し、名目成長率もゼロないしはマイナスという局面にまで進行してしまうかである。後者の場合は、日本と同じようなデフレとなる。

両者を分かつのは、何といてもその時点の景気である。景気が上向きであれば、「物価は所詮、景気の遅行指標。一年位前の景気情勢の反映に過ぎず、来年はインフレに戻る」という期待を維持できるだろう。逆に、景気が失速気味であれば、後者のデフレ・シナリオを排除できなくなるが、現時点ではまだ前者の可能性が高い。景気への先行性の高い ISM 指数は回復しているし、量的緩和への期待から株価も上昇しているからだ。

そして、更に支援材料となるデータもある。前回不況期のコア・インフレ率（連鎖ウェイト）と失業率の前年差を重ね合わせてみよう（図表3）。前回の不況も 2002 年に失



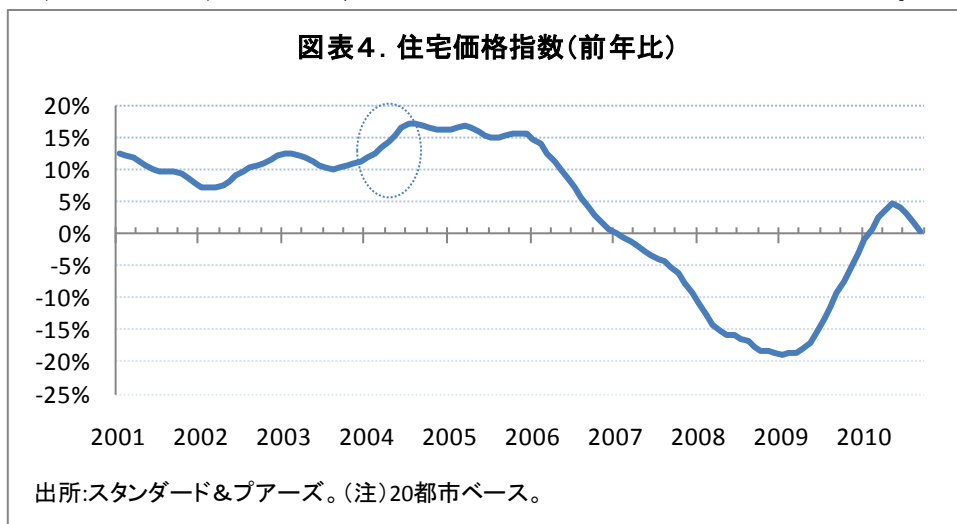
業率が急上昇した後、1年程遅れてコア・インフレ率の低下が始まった。インフレ率は2004年に2%台半ばから0.8%まで低下していったのだが、失業率が前年と比べて低下し始めた直後から、インフレ率も反転、上昇を始めた(図表3、点線で囲んだ部分)。

今回は失業率悪化のピークとコア・インフレ率低下の開始時期までのラグは明確ではないが、約1年後である2010年に入ってから低下が急だ。そして、雇用増のペースはなお緩慢ながらも8月から失業率が前年を下回り始めたので、そろそろインフレ率の底打ちも近いと期待できる。

### 3. デフレリスクは住宅価格の下落

上述のインフレ率早期浮上シナリオの実現を期待しつつ、なおデフレ進行シナリオに転じていくリスクにも言及しておきたい。それは住宅価格の動向である。

通常、景気回復は金利低下により住宅需要が喚起されることできっかけをつかむことが多い。それに住宅価格の上昇が加われば鬼に金棒。消費者のマインドを明るくし、消費意欲を高める。まさに前回回復期はこのメカニズムが働いた。図表4に明らかなように、2003年から2004年にかけて住宅インフレが加速していたことがわかる。

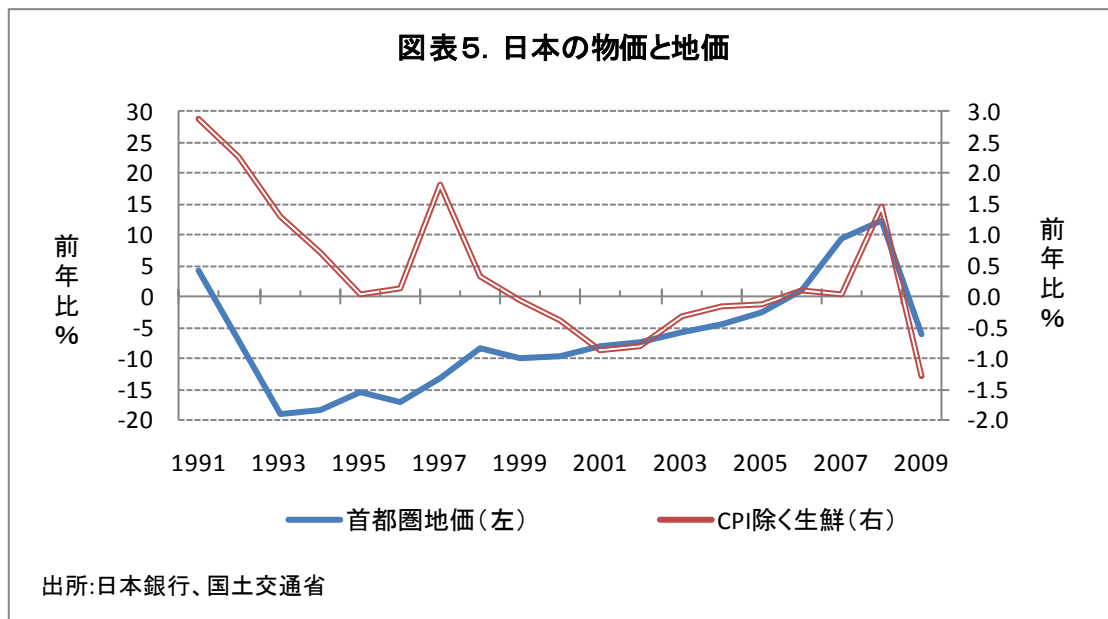


だが今回は全く様相が異なる。住宅価格は昨年春以降下げ止まり、今年になってからは若干のプラスとなっていたが、足元では再び上昇率が鈍化しており前年割れ間近となっている。今年前半で終わった住宅減税の反動が、価格への下げ圧力として表れてきているようだ。それに対抗すべきなのは8月から始まった量的緩和だが、前月比をみると7月から9月まで3カ月連続の下落となっており、量的緩和が住宅価格の先高感醸成に働いた形跡は認められない。

地価動向には日本の経験からも注目したい。日銀は2006年に量的緩和とゼロ金利政策を解除した。2006年は日銀の注目するコアCPI(除く生鮮品)がゼロを上回った年だったが、2006年は同時にバブル崩壊後、初めて地価が前年を上回った年でもあった。ゼロ金利政策の解除と地価の回復が同時に起こっていたことは興味深い(図表5)。

これは最大のストック価格である土地価格が下がっている間は、デフレの脱却は難しいことを示唆しているのかもしれない。

図表5. 日本の物価と地価



住宅は家計の最大の資産である。その価格の低下が続くと将来への不安を強め、その結果、家計の支出意欲の委縮を招くことになる。そうなると、需要不足の持続からデフレ長期化の予想が広がっていく事態も否定できない。

デフレが一時的な現象に終わるのか、それとも米国経済に染みついていくのか。当分、米国の住宅価格から目を離すことができない。

以上

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すよう、宜しく願い申し上げます。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、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ください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>