

再び低下する米国のインフレ率

今後、再加速のカギは診療報酬の行方

ニューヨーク事務所主任エコノミスト

松本 博

+1-212-282-3532

atsushi.matsumoto@mizuhogroup.com

- 最近のコア・インフレ率の低下に対し、パウエルFRB議長は「一時的」と指摘したが、イエレン議長(当時)から同様の指摘があった2年前と同じく、必ずしも一時的とは限らない。
- インフレ率の先行きを考える上では、寄与度が大きく、足元でインフレ抑制要因となっている住宅サービス物価と医療サービス物価の動向が重要である。
- 住宅サービス物価上昇率の加速は期待し難いが、今後、診療報酬が大幅に引き上げられる可能性がある医療サービス物価上昇率がインフレ率再加速のカギを握る。

1. はじめに

米国のコアPCE(食料及びエネルギーを除く個人消費支出)デフレーター上昇率(以下、コア・インフレ率)は、2018年には前年比+2.0%の金融政策上の目標水準近傍で推移していたが、2019年3月には同+1.6%に低下した(図表1)。最近の低下に対し、パウエル連邦準備制度理事会(FRB)議長は、4月30日・5月1日の公開市場委員会(FOMC)後の記者会見において「一時的要因が影響したとみている」と指摘した上で、「資産管理手数料、航空運賃、衣料品物価」の3項目の下振れに言及した。

2017年にコア・インフレ率が低下した際には、当時のイエレンFRB議長が、FOMC(6月13・14日)後の記者会見において携帯電話料金等の一時的要因の影響を指摘した。しかし、服部(2017)は、そうした要因を除いてもコア・インフレ率は低く、インフレ圧力の弱さは一時的でないとして分析していた。今回は、一時的な低下なのか。本稿の目的はこの問いに答えることにある。

2. 一時的要因だけではインフレ率低下を説明出来ず

(1) 3項目の下振れが一時的であるとのパウエル議長の指摘は正しい

次頁図表2は、2018年12月から2019年3月のコア・インフレ率の低下幅(▲0.39%pt)について、コア・インフレ率を構成する215項目で寄与度分解した上で、寄与度の大きい上位10項目をみたものである。パウエル議長が指摘した3項目の順位はいずれも高い。

具体的にみると、「資産管理手数料」は、金融機関が顧客に提供する金融資産の管理や投資助言等のサー

図表1 コアPCEデフレーター上昇率

(前年比、%)



ビスに支払われる手数料であり、統計上、金融資産の運用残高(即ち、株式への投資残高や投資信託の購入残高等)に比例するように作成される。実際、資産管理手数料と株価は強く相関している(図表3)。昨年末の株価下落が資産管理手数料の下振れに繋がったものの、その後、株価が持ち直しに転じたことから、資産管理手数料の下振れも解消に向かうと予想される。

「航空運賃」は、数カ月ほど遅行する形で、原油価格と強く相関している(図表4)。原油価格の変動が、いわゆる燃油サーチャージ調整を通じて、航空運賃に影響を及ぼしている模様である。3月にかけての航空運賃の下振れは、昨年末の原油価格の下落が影響したと考えられ、足元では原油価格が持ち直していることから、ラグを伴いながら航空運賃の下振れも縮小すると見込まれる。

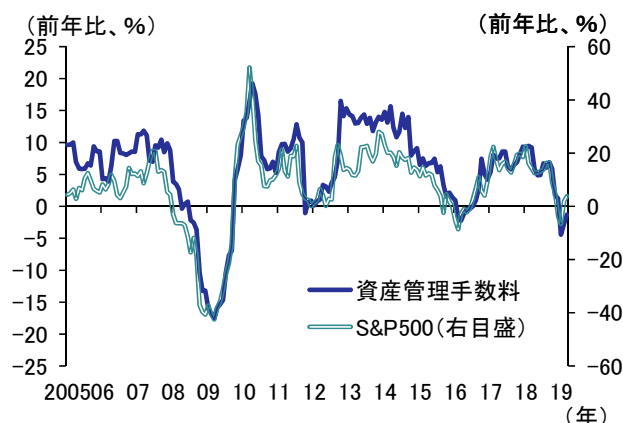
「衣料品物価」は、統計作成方法の変更に影響されたとみられる¹。衣料品物価については、2019年3月以降が、作成方法の変更を反映した「新指数」、2019年2月以前が、変更を反映しない「旧指数」となっている。そして、図表5に示す通り、新指数は旧指数から概ね下振れる傾向にある。2019年3月の衣料品物価の前年比は、下振れた「新指数」と、「旧指数」とを比較することになったため、大幅に下落したと考えられる。今後1年に関しては、「新指数」と「旧指数」との比較で前年比を求めることになるため、衣料品物価は下落を続ける可能性が高い。ただし、2020年3月以降には、統計作成方法の変更に伴う影響が剥落することになる。

図表2 寄与度ランキング(上位10項目)

	2018年12月~2019年3月の コア・インフレ率の低下に 対する寄与度(%pt)
コア・インフレ率	-0.39
衣服(女性物)	-0.06
銀行サービス手数料	-0.05
資産管理・投資助言手数料	-0.04
航空運賃	-0.04
法律サービス料	-0.04
医療・入院保険料	-0.04
内科診療費	-0.04
宝石	-0.03
歯科診療費	-0.02
外国旅行費	-0.02

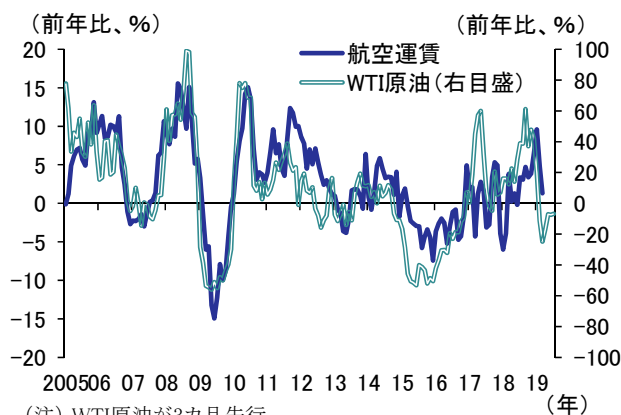
(注) パウエル議長が指摘した3項目にはシャドーを付している。
(資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

図表3 資産管理手数料と株価



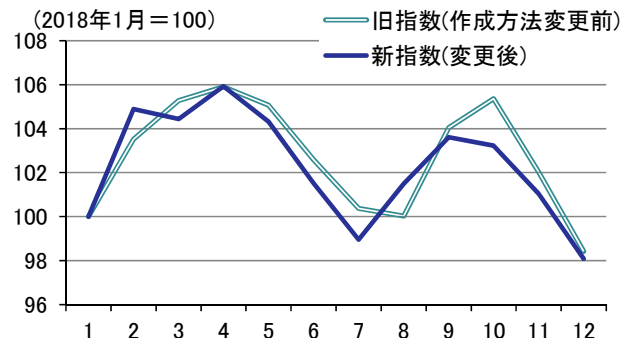
(資料) 米国商務省、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表4 航空運賃と原油価格



(注) WTI原油が3カ月先行。
(資料) 米国商務省、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表5 新旧衣料品物価の比較



(注) 2018年のデータ。2月と8月を除き、新指数が旧指数から(月)下振れていることが分かる。
(資料) Konny, Williams and Friedman(2019)より、みずほ総合研究所作成

(2) ただし、3項目の下振れが解消してもコア・インフレ率は2%に届かず

もっとも、これら3項目だけでは、2018年12月から2019年3月のコア・インフレ率低下を部分的にしか説明出来ない。この間のコア・インフレ率の低下幅は、先述の通り▲0.39%ptであるのに対し、同期間の3項目の寄与度の合計は▲0.14%ptにとどまっているからだ(再掲図表2、資産管理手数料:▲0.04%pt、航空運賃:▲0.04%pt、衣料品物価:▲0.06%pt)。換言すると、3項目の下振れが解消しても、コア・インフレ率は0.14%pt押し上げられるに過ぎない。3項目の下振れが一時的というパウエル議長の指摘は正しいが、「一時的要因」が解消するだけでは、コア・インフレ率は2%に届かない。

3. 今後を考える上で重要となる、住宅と医療サービス物価の動向

(1) 住宅と医療サービス物価がコア・インフレ率を抑制

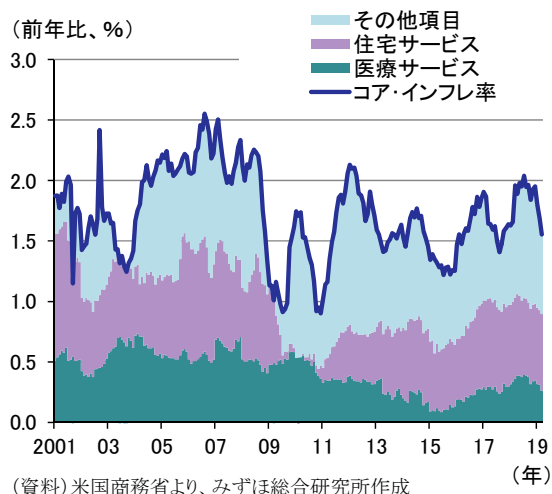
一時的要因だけでコア・インフレ率の低下を説明出来ない中、先行きを考える上では、2年前に服部(2017)が指摘した通り、寄与度の大きい住宅サービス物価と医療サービス物価の動向が引き続き重要と言える。

住宅サービス物価と医療サービス物価は、足元においても、コア・インフレ率の加速を抑制している。図表6は、コア・インフレ率を住宅サービス、医療サービス、その他項目に寄与度分解したものである。コア・インフレ率が2%台だった2000年代半ばと比べ、住宅サービスや医療サービスの寄与度が足元で合計0.4%pt程度低下していることが分かる(住宅サービス:2000年代半ばの寄与度平均は0.7%pt→直近1年の寄与度平均0.6%pt、医療サービス:同0.6%pt→同0.3%pt)²。なお、その他項目の寄与度は変化していない(同0.9%pt→同0.9%pt)。

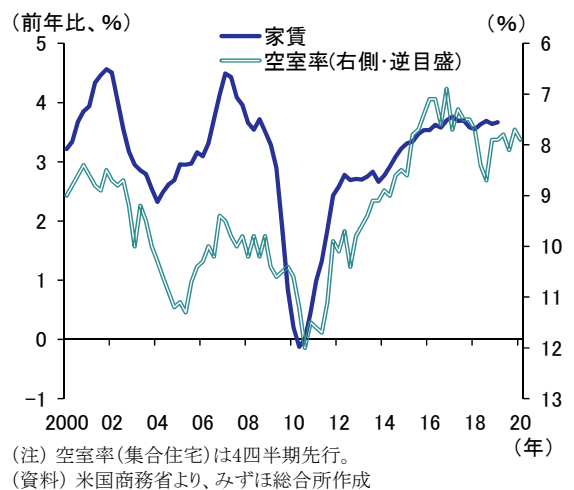
(2) 住宅サービス物価上昇率は今後も加速しにくい

住宅サービス物価は、賃貸物件の家賃に概ね連動する³。賃貸物件の過半を占める集合住宅については、金融危機後、2015年末にかけて空室率が6%台まで低下した(図表7)。しかし、その後、集合住宅の供給増加に伴って空室率は緩やかながら上昇傾向となり、足元では8%近傍にある。こうした空室率の動きに1年ほどのラグを伴う形で、家賃の上昇率は、2016年末まで加速を続けた後、足元にかけて横ばいにとどまっている。

図表6 コアPCEデフレータ上昇率の内訳



図表7 家賃と賃貸物件空室率



2018年の賃貸向け集合住宅の着工件数は347,000戸と、ピークの2015年(372,000戸)から水準は落ちている。とはいえ、これまでの供給増加に伴い集合住宅のストックは積み上がっているとみられ、当面、賃貸市場の需給緩和は解消されにくい。このため、家賃の伸びは今後も緩やかにとどまり、住宅サービス物価の上昇率は加速しにくいと予想される。

(3) 診療報酬が提案通りに引き上げられるかが、医療サービス物価上昇率加速のカギ

医療サービス物価は、病院等の医療サービス提供者に支払われる診療報酬を基にして決まる。そして、診療報酬の中でも、メディケア(高齢者及び障害者向けの公的医療制度)から支払われる診療報酬と連動する傾向にあると指摘されている⁴。

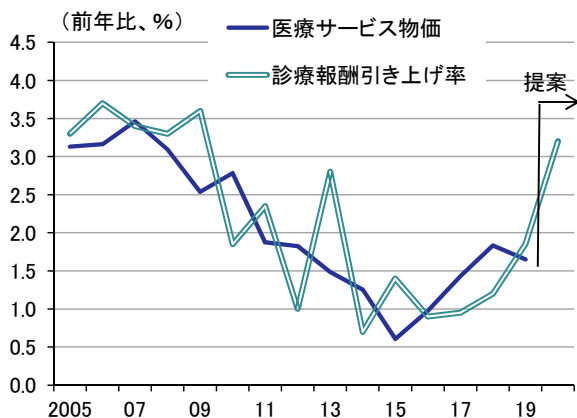
ここで、メディケアから支払われる診療報酬の半分程度は病院向けのため⁵、医療サービス物価を考える上では、メディケアから病院へ支払われる診療報酬の動向が重要と言える。実際、メディケアから病院へ支払われる診療報酬の引き上げ率は、医療サービス物価上昇率と相関してきた(図表8)⁶。

近年の医療サービス物価伸び悩みの背景として、メディケアから病院へ支払われる診療報酬の引き上げ率が、オバマケア(オバマ前大統領が進めた医療制度改革)制定後、抑制されてきたことが指摘されている⁷。診療報酬の引き上げ率は、医療セクターの賃金等から計算される「市場バスケット」の変化率を基に議会が決定してきた⁸。オバマケア制定後には、財政負担を軽減する目的から様々な「調整」が行われ、その結果、診療報酬の引き上げ率は市場バスケットの変化率を下回り、医療サービス物価上昇率の伸び悩みに繋がった模様である(図表9)⁹。

しかし、今年4月末に提案された2020年度の診療報酬の引き上げ率は前年比+3.2%と¹⁰、2009年度以来の高い水準となった¹¹。提案が実現すれば、今年10月以降、医療サービス物価上昇率も2000年代半ば並みの前年比+3%程度まで高まる可能性がある。提案通りの高い引き上げ率が認められるかが、今後の医療サービス物価上昇率、ひいては、コア・インフレ率加速のカギを握っている¹²。

図表8 医療サービス物価と

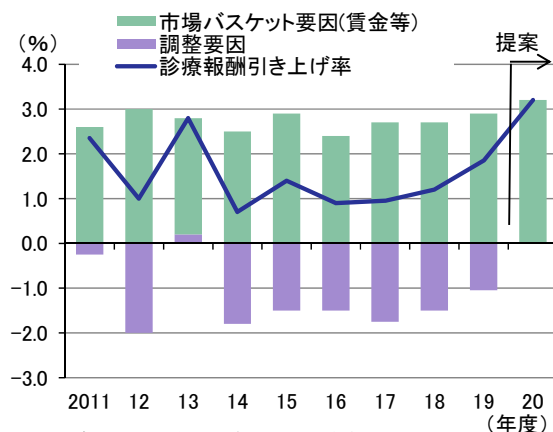
メディケア診療報酬の引き上げ率



(注) メディケアから病院へ支払われる診療報酬の引き上げ率。2020年度は、2019年4月23日発表の提案ベース。(年度)
(資料) CMSより、みずほ総合研究所作成

図表9 メディケア診療報酬の引き上げ率

の要因分解



(注) メディケアから病院へ支払われる診療報酬の引き上げ率。2020年度は、2019年4月23日発表の提案ベース。
(資料) CMSより、みずほ総合研究所作成

4. まとめ

最近のコア・インフレ率の低下に対し、パウエル議長は3項目の一時的な下振れの影響を指摘したが、これらだけでは、コア・インフレ率の低下を説明出来ない。

今後、コア・インフレ率が再加速するかは、寄与度が大きい住宅サービス物価は横ばい推移が続くと見込まれる中、同じく寄与度が大きい医療サービス物価がカギを握っており、医療サービス物価との連動性が高い診療報酬の行方が注目される。

【参考文献】

- 服部直樹(2017)「一時的でない米国インフレ率低迷」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』、8月14日)
- Alexander, Diane(2018) “The Recent Rise in Health Care Inflation” , Federal Reserve Bank of Chicago, *Chicago Fed Letter*, No. 407
- Bureau of Labor Statistics(2017) “The Employment Cost Index and the Impact on Medicare Reimbursements” , October
- Clemens, Jeffrey, J. D. Gottlieb and H. Shapiro(2014) “How Much Do Medicare Cuts Reduce Inflation?” , Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Letter*, 2014-28, Sep 22nd
- Clemens, Jeffrey, J. D. Gottlieb and H. Shapiro(2016) “Medicare Payment Cuts Continue to Restrain Inflation” , Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Letter*, 2016-15, May 9th
- Council of Economic Advisers(2013) “Trends in Health Care Cost Growth and the Role of the Affordable Care Act” , November
- Konny, Crystal G., B. K. Williams and D. M. Friedman(2019) “Big Data in the U.S. Consumer Price Index: Experience & Plans” , The National Bureau of Economic Research

¹ 作成方法変更の詳細は、Konny, Williams and Friedman(2019)が詳しい。端的に言うと、これまでは、職員が訪問・ヒアリング等で価格データを収集していたが、変更後、衣料品等については、企業から大量の価格データ(いわゆるビッグデータ)を提供して貰うことになった。ビッグデータを用いることが物価指数の下振れに繋がると一般には言えないが、少なくとも衣料品物価については、図表5に示す通り、手法変更によって指数が下振れている。

² 2000年代半ばというのは、コア・インフレ率が継続的に2%以上であった2004年4月から2008年9月までである。

³ 住宅サービスに占めるウェイトは賃料よりも帰属家賃が高いが、帰属家賃は賃料を基に算出されるので、両者は概ね連動する。

⁴ メディケアから支払われる診療報酬は、診療報酬全体の20%程度である(Alexander(2018))。しかしながら、民間保険会社から支払われる診療報酬の半分程度がメディケアから支払われる診療報酬と連動している等の理由から、メディケアの動向は診療報酬全体、そして、医療サービス物価に対して直接・間接的な影響を及ぼすとされる(Clemens, Gottlieb and Shapiro(2016))。

⁵ Alexander(2018)

⁶ 2013年度に関しては、診療報酬引き上げ率が急上昇したにも関わらず、医療サービス物価上昇率は低下した。この点については、診療報酬引き上げ率の決定後、「予算管理法(Budget Control Act of 2011)」による歳出削減の一環で、メディケアへの支出が削減されたことが影響したと指摘されている(Clemens, Gottlieb and Shapiro(2014))。

⁷ Clemens, Gottlieb and Shapiro(2016)、Alexander(2018)。なお、定量的な試算については、Council of Economic Advisers(2013)が、「オバマケア制定後、メディケアから支払われる診療報酬が抑制された結果、米国全体の医療サービス物価上昇率は2010～2013年度において、年平均0.2%pt押し下げられた」と指摘している。これは、メディケアの診療報酬抑制が民間部門に波及しない場合の影響であり、民間部門への波及まで考慮すると、「年平均0.5%pt押し下げられた」と付言している。2014年度以降についての試算は無いが、注9で詳述する通り、様々な調整によってメディケアから支払われる診療報酬が一段と抑制されていることから、医療サービス物価上昇率は2010～2013年度よりも押し下げられたと推察される。

⁸ 市場バスケットの目的は、医療サービスに用いられる財やサービスの価格変化を測定することである。1983年に「社会保障法(Social Security Act)」が改正され、メディケアから支払われる診療報酬を決定する上で、市場バスケットが用いられるようになった。Bureau of Labor Statistics(2017)によると、市場バスケットの75%程度が、医療セクター従事者の賃金で決まるとされている。

⁹ 大きくわけて3種類の調整がある。第1が「医療保険制度改革法(Affordable Care Act)」によるもので、2012年度以降、毎年、市場バスケットの変化率から、民間非農業部門の多要素生産性(Multi-Factor Productivity)の平均上昇率(調整が施される年度を含む直近10年の平均)が差し引かれる。また同法により、別途、2010～2011年度は0.25%pt、2013年度は0.1%pt、2014年度は0.3%pt、2015～2016年度は0.2%pt、2017～2019年度は0.75%ptが、市場バスケットの変化率から差し引かれる。第2が「納税者救済法(American Tax Relief Act)」によるもので、2014～2016年度は0.8%pt、2017年度は1.5%ptが市場バスケットの変化率から差し引かれる。第3が「メディケア・アクセス及び児童医療保険再認可法(Medicare Access and CHIP Reauthorization Act)」によるもので、2018～2023年度については、0.5%pt(2018年度のみ0.4588%pt)が市場バスケットの変化率に加算される。なお、図表9における「調整要因」には、これら3種の調整と共に、Alexander(2018)を参考にして単年度の調整措置も含めている。

¹⁰ 2020年度については、市場バスケットの変化率が3.2%である。また、多要素生産性の平均上昇率として0.5%ptが差し引かれる一方、メディケア・アクセス及び児童医療保険再認可法によって0.5%ptが加算される結果、調整要因はゼロとなる。以上より、2020年度の診療報酬の引き上げ率は3.2%となる。

¹¹ こうした診療報酬の引き上げ以外にも、Alexander(2018)は、従来の政策が医療サービス物価の上昇を抑制してきたのに対し、「超党派予算法(Bipartisan Budget Act of 2018)」は異なる方向を目指していると指摘し、具体的に、メディケアの支出を管理するための独立諮問機関の廃止、特定病院に支払われる報酬加算額の削減の延期、内科診療サービスに支払われる診療報酬の減額の中止を挙げている。その上で、これらの政策変更は、医療支出を削減するという従来のスタンスの緩和かもしれないと付言している。

¹² 過去には、最終決定の段階で、診療報酬の引き上げ率が提案時より下方修正される時、上昇修正される時があった。直近3年度をみると、2019年度は上方修正(4月提案:1.75%→最終決定:1.85%)、2018年度は下方修正(同:1.6%→同:1.2%)、2017年度はほぼ据え置き(同:0.9%→同:0.95%)であった。

●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、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。