

# インフレの日米欧比較

## 米欧との比較が示唆するインフレの先行き

調査部 経済調査チーム  
 主席エコノミスト

河田 皓史  
 080-2074-8973  
 hiroschi.kawata@mizuho-rt.co.jp

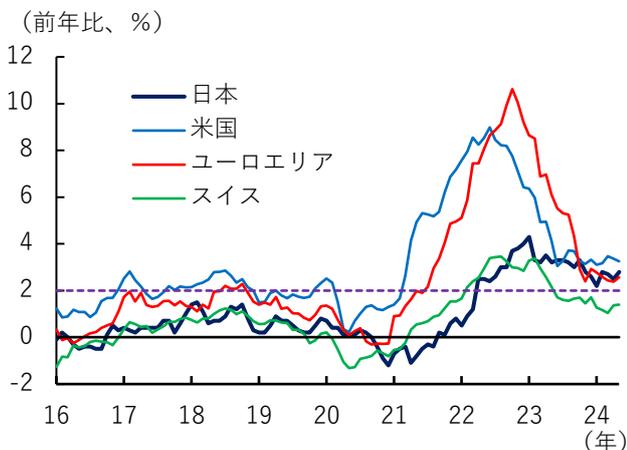
- 日米欧のインフレ動向は区々。先行して伸び率が高まった米欧ではインフレ鈍化の最終局面に差し掛かりつつあるが、逆に日本ではこれから「基調的な伸び率」が高まるかどうか焦点
- 2021～22年頃の国際商品市況高騰の直接的な影響が剥落しつつあることは各地域で共通。ただし、円安進行により追加的なコストプッシュ圧力がかかり続けている点で日本は特異な状況
- 賃金上昇由来のコストプッシュ圧力（第二の力）が日本でも高まりつつあるが、米欧と比べればその力はなお鈍い。また、家賃は突出して弱く、米欧並みのサービスインフレは見込み難い

### 1. 利下げに着手した欧州、なかなか利下げに着手できない米国、利上げを目指す日本

日米欧の金融政策の方向感のずれが目立ってきている。その背景には、インフレ動向が日米欧で区々なことがある<sup>1</sup>（図表1、2）。米国では、想定以上に力強い経済活動が継続するもとの、インフレ率の下げ渋りが目立ってきた。結果として、利下げ開始時期の市場予想は以前と比べて大幅に後ずれし、現時点では本年後半に1～2回の利下げが市場のメインシナリオとなっている。もっとも、この数か月は経済指標が公表される度、あるいはFED高官が発言する度に市場の金融政策予想が変更される展開が続いており、本当に本年後半に利下げを開始できるかはなお不透明である。

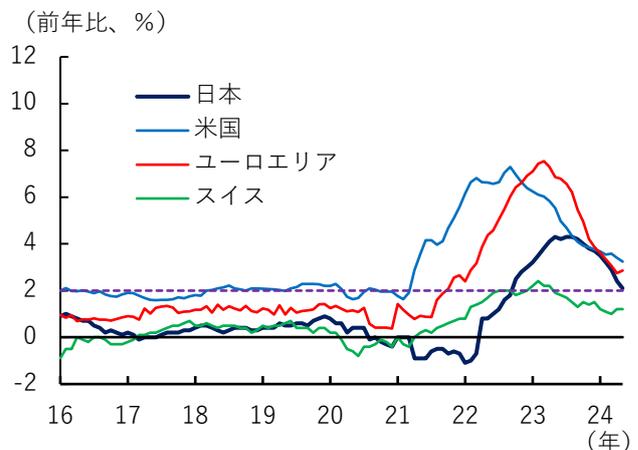
一方、欧州（ユーロエリア）では、HICPインフレ率がピーク時の10%程度から2%台半ばまで減速し

図表1 日米欧のヘッドライン・インフレ率



(注) CPIまたはHICP総合  
 (出所) 総務省、BLS、Eurostat、FSOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 エネルギー等を除くインフレ率



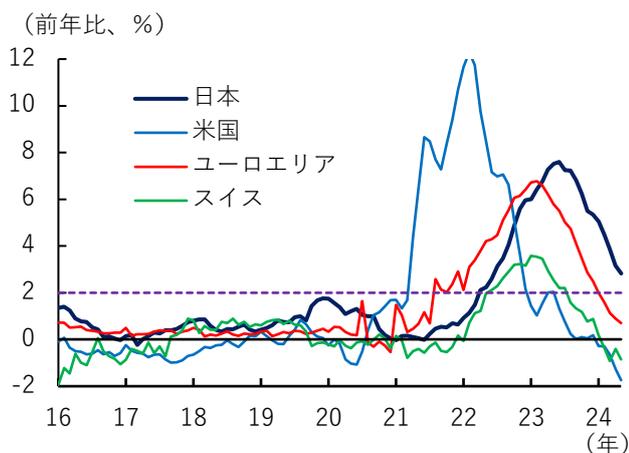
(注) 日本、ユーロエリア、スイスは生鮮食品も除く  
 (出所) 総務省、BLS、Eurostat、FSOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ており、ECBは6月会合で利下げ（主要リファイナンスオペ金利で4.50%→4.25%）を実施した。もっとも、賃金上昇圧力が根強いことなどから、今後の利下げペースはごく緩やかなものになると予想されている。なお、同じ欧州でもユーロエリアとそれ以外では多少状況が異なる。欧州で独自の通貨と中央銀行を持つ国の代表格は英国とスイスだが、このうちスイスは日本と同様に慢性的な低インフレに直面する国であるため、本稿ではこちらにフォーカスを当てたい。スイスのインフレ率は2022年から2023年前半に目標レンジ（0～2%）を上回る3%台まで上昇したが、2023年半ば以降は目標レンジ内に収まっている。こうした状況を踏まえ、SNB（Swiss National Bank；スイスの中央銀行）は本年3月にECBより早く利下げ（1.75%→1.50%）に踏み切った。6月には2会合連続（SNBの政策理事会は年4回開催）となる利下げ（1.50%→1.25%）を実施しており、利下げのフロントランナーとなっている。

この間、日本では、ヘッドライン（CPI総合）やコアCPI（総合除く生鮮）ベースのインフレ率は2%を上回る状態を続けているものの、現状では2%未満の「基調的な物価上昇率」が2%に向けて上昇する過程にあるとの認識のもと、慎重に利上げを進めることが日銀から示唆されており、年内に1度の利上げというのが現時点で標準的な見方となっている。

今後のインフレのきっかけは日米欧で共通している。すなわち、コロナ禍からの正常化過程における財需要の急激な高まりが国際商品市況高につながったことが、グローバル・インフレの端緒となった。こうした国際商品市況高は後に落ち着いたが、米欧では賃金インフレに波及したこと、日本では円安が進行したことを背景に、今日まで目標を大きく上回るインフレが継続している。日本でも、米欧から2～3年ほど遅れて賃金が本格的に上昇し始めており、これまでの米欧と似たような局面に差し掛かりつつあるようにも見える。それはすなわち、これまでの米欧のインフレ動向を振り返ることにより、今後の日本のインフレ動向についてヒントが得られる可能性があることを示唆している。そこで本稿では、日本の先行きのインフレ動向を考える観点で米欧のインフレ動向について振り返りつつ、日本と米欧の共通点・相違点を整理してみたい。

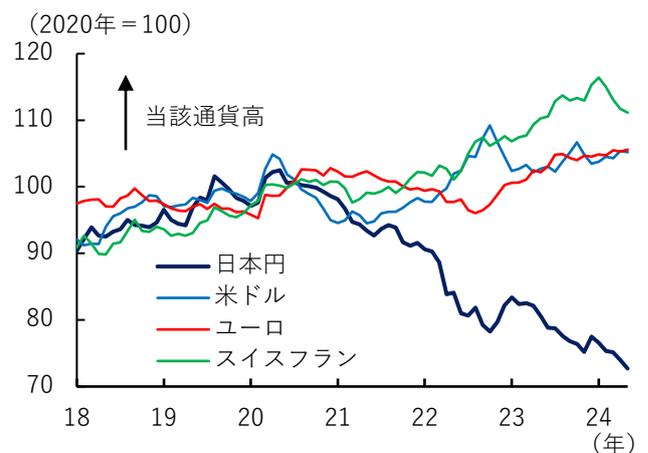
**図表3 財インフレ（除くエネルギー）**



(注) 日本は財除く生鮮・エネルギー、米国は財除く食料・エネルギー、ユーロエリアは工業製品除くエネルギー、スイスは財除くエネルギー

(出所) 総務省、BLS、Eurostat、FSOより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

**図表4 名目実効為替レート**



(出所) BISより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

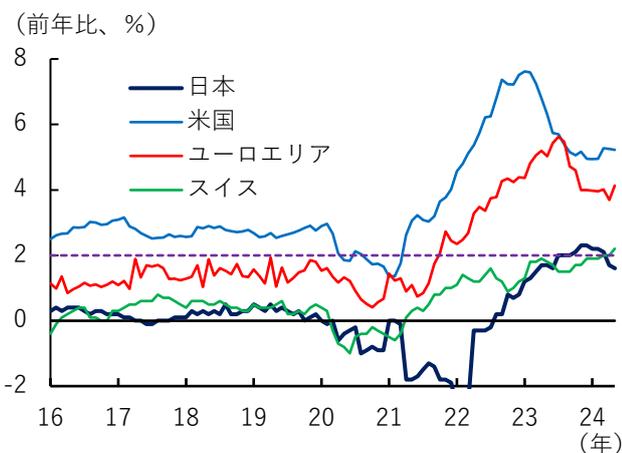
## 2. 財は日本が最強、サービスは日本が最弱。特に家賃は絶望的な弱さ

まずは財インフレ<sup>2</sup>をみてみよう（図表3）。本稿の考察対象4地域（日本、米国、ユーロエリア、スイス）のうち、直近で伸び率が最も高いのは実は日本であり、今なお2%を上回っている。ただし、これは日本のインフレ基調が米欧より強いことを意味するわけではなく、国際商品市況高騰によるコストプッシュが始まって以降の価格転嫁ペースが遅かったことを反映している面が大きい。図表3のデータを見れば、米国→ユーロエリア→日本の順番で財インフレが高まってきたことが一目瞭然である。

それに加えて、為替レートの動きも影響している。すなわち、金融政策スタンスはインフレ動向によって決まるため、各地域のインフレ率の差を反映した金利差拡大による為替レートの変動が、輸入物価の変動を通じて財インフレの持続性に影響をもたらした面もある。特に、日本ではマイナス金利が解除されただけで、依然として政策金利が極めて低いため、他地域との金利差拡大を主因に、日本円はこの3年ほど一人負けとも言える弱さとなっている（図表4）。こうした円安は、為替レートの影響を受けやすい財を中心に、インフレの下支えにつながっている。

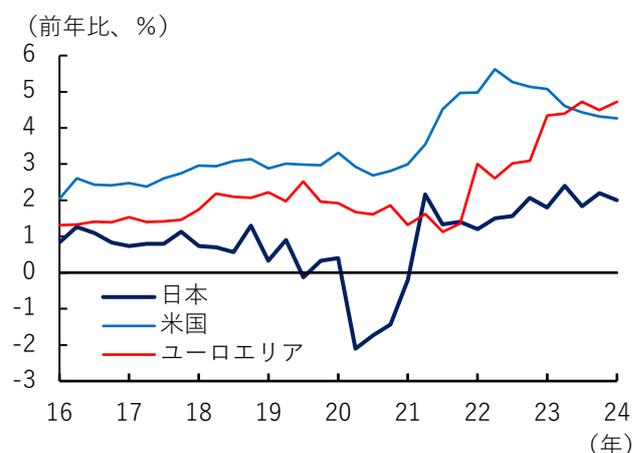
次にサービスインフレ<sup>3</sup>について確認したい。まずサービス全体だが、こちらは財とは逆に、米国が最も高く、日本が最も低い（図表5）。財と大きく異なるのは、今回のグローバル・インフレ以前（コロナ禍以前）から伸び率に差がある点である。すなわち、2017～2019年頃の財インフレは4地域ともゼロ%近傍であったのに対し、同期間のサービスについては、米国が2%台後半、ユーロエリアが1%台半ば、日本とスイスが0%台となっており、水準差が大きい。この差がどこから生じていたかという点、まずは賃金上昇率である。日本では、アベノミクス期に賃上げ（ベア）が復活したが、ベア率（≒賃金上昇率）は0%台にとどまっており、米国やユーロエリアにおける2～3%程度の賃金上昇率とは大きな差があった（図表6）。こうした賃金上昇率の格差がサービスインフレの格差につながっていたことは両者を見比べれば一目瞭然であり、だからこそ政府・日銀は「賃金・物価の（好）循環」の実現を重視しているのである。米欧では賃金上昇率のピークアウトに伴ってサービスインフレも鈍化傾向にあるが、賃金上昇率が高まる方向にある日本ではこれからサービスインフレが本格化することが想定

図表5 サービスインフレ



(注) 家賃や公共料金も含むサービス全体  
(出所) 総務省、BLS、Eurostat、FSOより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表6 賃金



(注) 日本は現金給与総額（共通事業所ベース）、米国は雇用コスト指数のうち賃金・給与、ユーロエリアは妥結賃金  
(出所) 厚生労働省、BLS、ECBより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

される（が、今のところそれほど目立った動きはない）。

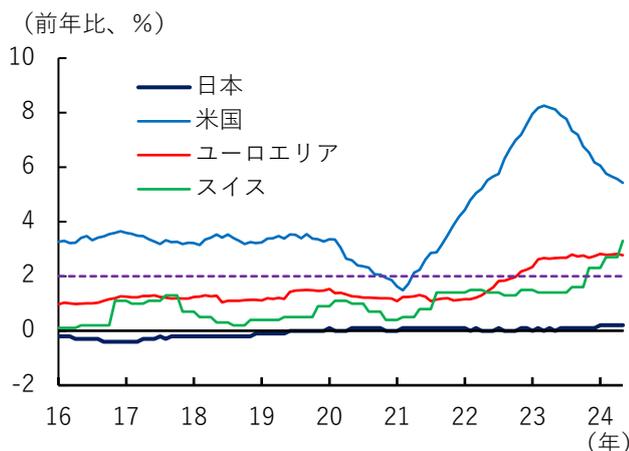
サービスインフレの格差を生んでいるもう1つの要因は家賃<sup>4</sup>である。家賃は各地域の消費者物価に占めるウェイトが大きく、かつ非常にゆっくりと動くため、インフレ率の基調に大きな影響を与える。その家賃の伸び率を比較すると、サービス全体と同様に米国が最も高く、日本が最も低いが、日本の低さは突出している（図表7）。これは、地価や住宅価格の変動が相対的に小さいことを反映している面もあるが、統計作成方法に起因するところも大きい（詳細は河田（2024a）を参照）。地価や住宅価格については今後日本でも上昇していく可能性はあるものの、統計作成方法に起因する弱さはおそらく解消されないため、日本の家賃が米欧より弱い状況は今後も継続すると考えられる。

### 3. 2025年後半には財インフレと賃金上昇率が鈍化。インフレ定着に向け正念場に

以上の状況をコンパクトにまとめると、図表8のようになる。財・サービスを合計したインフレ率はいずれの地域でもピークアウトしている。内訳をみると、財については日本以外の3地域で0%前後まで低下しており、グローバル・インフレ前の平均的な伸び率に戻っている。日本の財インフレは相対的に高止まりしているが、これは大きく3つの要因による。すなわち、①米欧と比べて価格転嫁ペースが遅く、既往のコストプッシュの未転嫁分が残存していること、②円安による輸入物価上昇から追加的なコストプッシュ圧力が生じていること、③米欧から遅れて賃金が本格上昇に転じつつあるもとの人件費からのコストプッシュ圧力が生じていること、の3要因である。これらの要因のうち、①は単にタイムラグの問題であるし、②も1年ほど経てば影響が剥落することが予想される。③は持続的なコストプッシュ圧力になることが想定されるが、日本より賃金上昇率が高い米欧でも財インフレはサービスインフレに比べて低水準であることを踏まえれば、輸入物価上昇の影響が剥落した後の伸び率はそれほど高くはならないだろう。

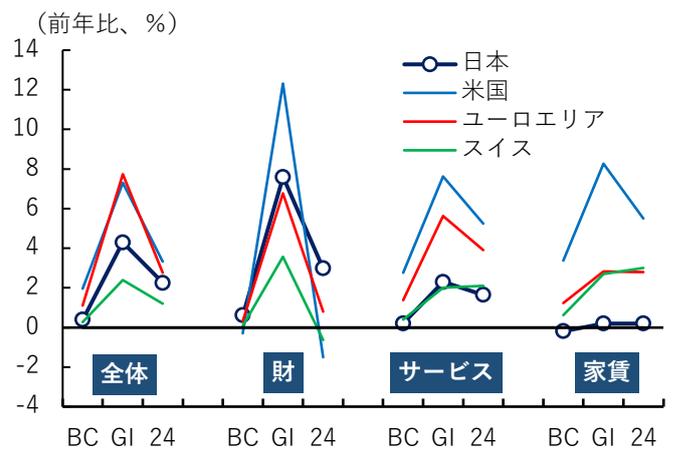
サービスは日本が最弱である。こちらについては、賃金上昇率がこれまで低かったことの影響が大

図表7 家賃



(注) 日本は公営家賃・帰属家賃等を含む。米国は帰属家賃・宿泊料等を含む。スイスは帰属家賃・駐車料金等を含む  
 (出所) 総務省、BLS、Eurostat、FSOより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表8 今次局面のインフレ率



(注) 「BC」(Before Covid-19)は2016~19年度の平均値、「GI」(Great Inflation)は2021~23年度における最大値、「24」は2024年度の平均値(ラップ値)。「全体」と「財」はエネルギーを除く。それぞれの定義は図表2、3、5、7の脚注を参照  
 (出所) 総務省、BLS、Eurostat、FSOより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

きいと考えられるため、本年の高水準の賃上げによる労務費増加が販売価格に転嫁されていく過程で上昇余地が残されているといえる。このため、既に減速基調に入っている米欧とは異なり、（過去の日本と比べて）高めの伸びが続くことが想定される。デフレ期に価格がほとんど動かなくなった「岩盤」<sup>5</sup>についても、足元では前年比+1%台半ばまで伸び率が高まっており、いわゆる「ノルム」が少しずつ変化していることが示唆される（図表9）。もっとも、こうした「岩盤」は1990年代前半まで3%前後の伸び率であったことを思えば、「ノルム」の転換は道半ばとの評価が妥当である。

サービスのうち家賃は日本が突出して弱い。この背景には、経年劣化に伴う品質調整を行っていないという統計作成方法上の理由もあり、総務省統計局がこの点を改めない限りその分のギャップは今後も残り続ける<sup>6</sup>。そもそも家賃はごく緩やかにしか動かないこともあり、今後数年においても、日本の家賃上昇率は米欧より低い水準にとどまる可能性が高いといえるだろう。

米欧のインフレ動向から得られる日本へのインプリケーションをまとめると図表10のようになる。財インフレは円安等により延命され、当面は米欧よりも高い水準で推移すると見込まれる。ただし、米欧でさえ財インフレの定常値は0%前後とみられることを踏まえると、さらに円安が進行するなど追加的なコストプッシュ圧力がなければ、来年後半から再来年にかけて日本の財インフレも0~1%程度まで鈍化する可能性が高い。サービスインフレは、賃金上昇とともに基調が強まっていくとみられるものの、本年の賃上げをもってしても日本の賃金上昇率は少し前の米欧（4~5%）より低めにとどまるとみられるため、インフレ率も米欧ほどには高まらないとの見方が自然である。家賃については、コロナ禍前から今日に至るまで一貫して日本の伸び率が断トツで低く、統計作成方法に起因する要因もあることを踏まえると、当面こうした格差はなくならないと考えられる。これらのインプリケーションを総合すると、円安の影響が概ね剥落し、賃金上昇率の鈍化が見込まれる来年後半以降がインフレ定着に向けた正念場となるだろう。

図表9 日本の「岩盤」サービス価格



(注) 2020年基準CPIに存在する一般サービス構成品目のうち、2000年以降の前年比変化率が±2%以下の頻度が90%以上の品目を「岩盤」と定義。品目別前年比の単純平均。ただし、異常値の影響を排除するため前年比変化率が±30%以上の場合は集計から除外  
(出所) 総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表10 まとめ

<b>財</b>
米欧ではゼロ%前後まで鈍化 → 円安の影響が剥落すれば、日本でも0~1%程度まで伸びを縮小する可能性
<b>サービス</b>
米欧では賃金もサービス価格も4~5%上昇 → 米欧と比べて賃金上昇率はなお低く、価格上昇率も米欧ほどにはならない
<b>家賃</b>
コロナ禍前から日本と米欧で大きな格差 → 先行きも格差が残存する可能性が高い

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## [参考文献]

- 河田皓史 (2024a) 「CPI家賃はなぜ上がりにくいのかーフロー家賃の波及はごく緩やかー」、みずほインサイト、2024年3月14日
- 河田皓史 (2024b) 「サービス物価2%の賞味期限ー春先に1%台半ばまで低下すると予想ー」、みずほインサイト、2024年1月26日
- 河田皓史 (2024c) 「財インフレはどこまで減速するかー「第一の力」と「第二の力」の狭間でー」、みずほインサイト、2024年6月17日
- 河田皓史 (2024d) 「日本銀行の金融政策運営に関する3つのシナリオー詳細版ー」、みずほりポート、2024年5月30日
- 河田皓史 (2023) 「物価の基調をどうみるかー2024年度初のサービス価格改定が正念場ー」、みずほインサイト、2023年11月30日
- みずほりサーチ&テクノロジーズ (2024) 「2024・2025年度 内外経済見通しー二極化と格差を抱えた強弱入り混じる成長パター」、2024年7月2日

<sup>1</sup> 日本の物価・賃金・金融政策の見方については、河田 (2024d) を参照。米欧経済・金融政策については、みずほりサーチ&テクノロジーズ (2024) を参照。

<sup>2</sup> 日本の財インフレの動向については、河田 (2024c) を参照。

<sup>3</sup> 日本のサービスインフレの動向については、河田 (2024b)、河田 (2023) を参照。

<sup>4</sup> 日本の家賃の動向については、河田 (2024a) を参照。

<sup>5</sup> 「岩盤」については、河田 (2023)、河田 (2024b) を参照。なお、異常値の影響を排除するように今回から計算方法を変更した (詳細は図表脚注を参照)。

<sup>6</sup> もちろん、賃貸住宅の平均築年数の上昇が止まる場合には話は変わってくる。

**【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート (無料) を配信中!** (「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ (登録無料) では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほりサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, [chousa-mag@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-mag@mizuho-rt.co.jp))

●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。