

2017. 4 No.60

三井住友信託銀行

調査月報



時論

FTPLを巡る政策論議をどう見るか.....1

経済の動き

英国の経済・物価情勢の展望

～実質賃金が上昇する英国と低下する日本～.....3

米国の緩慢な賃金上昇率とコア・インフレ.....9

時論

FTPL を巡る政策論議をどう見るか

2%物価上昇率目標の達成手段としてのヘリコプターマネー論議が一段落したと思いきや、今度は「物価水準の財政理論(Fiscal Theory of the Price Level:以下 FTPLと称す)」である。きっかけとなったのは、昨年8月のジャクソンホール会議で米国プリンストン大学のシムズ教授がFTPLに基づくデフレ脱却に言及、これに安倍内閣のブレーンである浜田宏一参与が賛同したことであった。

日銀の超金融緩和政策の物価押し上げ効果に限界説が強まっていること、G20等の国際会議では財政出動を各国に求める方針が打ち出されていること、国民に痛みを強いる増税・歳出削減を先送りしたい一部政治勢力の思惑に合致しやすいこと一なども「財政出動によるデフレ脱却策としてのFTPL」が注目される背景にあると考えられる。

FTPLは、我々に馴染みがある「インフレは貨幣的現象である」というMonetary Viewとは異なり、「インフレは財政的現象である」というFiscal Viewを主張する。その中核となる考え方をラフに表現すると、

$$\text{民間部門が保有する名目国債残高} \div \text{一般物価水準} \\ = \text{現在から将来にわたる基礎的財政収支の割引現在価値(の予測値)}$$

という均衡式になる。すなわち、基礎的財政収支の割引現在価値の減少(=財政悪化の放置=増税・歳出削減の放棄=恒常所得の増加)が確信されるようになると家計消費が増加し、この式を成り立たせるまで物価が上昇するというものである。その結果、実質国債残高が減少し、財政再建も進むという。

将来の期待形成に頼る点では現在の金融政策と同じ面があるが、中央銀行による国債引受によって通貨供給量が増え、物価が上がるという財政インフレとは異なり、マネタリーな要素は入っていない。

この考え方に拠って立ち、シムズ教授は「日本政府は、2%物価上昇率目標達成まで消費増税は延期し、かつ政府債務の一部を増税ではなくインフレで帳消しにすると宣言すべし」「インフレが加速しないように、物価上昇率が2%に達した段階で消費税率を段階的に引き上げるべし」などと述べている。

巷間の議論では、こうしたFTPLに基づく財政政策については、否定的・批判的なものが多いようだ。その指摘は主に現実妥当性への疑問であり、次のように整理できる。

- ① 現行金融政策において、人々の期待を企図した方向に導くことは難しいことが明らかになったにもかかわらず、FTPLの政策効果も「政府はどんなに財政事情が悪化しても、増税することはない」という期待の醸成頼みである。
- ② FTPL均等式の右辺「基礎的財政収支の割引現在価値」は、基礎的財政収支は少なくとも黒字であることが暗黙の前提になっていると見られるが、我が国では現状赤字であるばかりか、2020年度においても8.8兆円の赤字が見込まれており、均等式が成り立たない世界にいる。
- ③ 現在の日本の財政事情を勘案すれば、①で述べた「期待」は「市場や国民の政府に対する信頼の失墜」そのものであり、その時は国債金利の急騰、株価暴落、金融システムの動揺、景気の急速な悪化が同時多発的に発生し、恒常所得増加期待による消費拡大どころではない。
- ④ インフレを喚起しつつも、それがハイパーインフレとなる前の段階で、政策当局は一転して増税や金融引き締めを行うとの政策戦略は、当初から市場や国民から見透かされ、「増税はないという

強い確信」を持つはずがない。

筆者も同感であり、FTPLに基づく政策の採否については、もはや「勝負あった」とも思えるのだが、筆者は昨年来のヘリコプターマネーや FTPL を巡る経済政策論議に関して、次の3点を指摘したい。

第一は、そもそも2%物価上昇率を第一義的な目的と位置付け、これを達成する手段としての政策の適否、効果の有無を議論することに、いかなる意義があるのか、ということである。

日本経済は2%物価上昇率目標は未達とは言え、物価が下がり続けるという意味でのデフレからは脱却したと言える。しかしデフレから脱却しさえすれば、実質金利が下がり投資が喚起されるわけではないこと、現実成長率も潜在成長率も生産性も高まるものではないこと、デフレは低成長の原因ではなく低成長の結果と見るべきこと—も明らかになったのではないか。

よって、まずもって議論すべきことは、人口減少とグローバル競争の激化に対応した構造・規制・税財政改革をどのように進めるかということであり、人々の期待を機械操作のようにコントロールでき、とにもかくにも物価を引き上げる魔法の杖探しではなかろう。

第二は、真摯な議論が交わされていることは認めるものの、現在の財政事情や金融政策に対する危機感が不足(あるいは欠如?)しているのではないか、ということである。

我が国の財政は持続可能性がない状況であることは明らかであろう。また金融機関に身を置く者からすると、日本国債のデフォルトやハイパーインフレといった極端なケースに至る前に、足元の世界的な(緩やかではあるが)金利上昇によって日本国債金利にも上昇圧力がかかる中、日銀の長短金利コントロールの持続性に対する疑念や、その過程で生じる日銀の財務体質の悪化観測によって、国債金利の急騰を招く事態を懸念している。

財政規律の一層の弛緩、国債金利上昇を意図的に作り出すとも言えるヘリコプターマネー、FTPLによるデフレ脱却策が、こうしたリスクファクターに十分目配りすることなく(少なくとも筆者にはそう見える)語られる光景には戦慄さえ覚える。

第三は、上記第一、第二の点に通じることだが、経済学の知見の活用と政策への応用がやや安易過ぎるのではないか、ということである。

経済学はその想定する仮定世界が非現実的であり、実際の役には立たないという経営者やビジネスマンに時々見られる見方には筆者は与しない。経済的真理を理論的に抽出・実証するには、現実に行っている事象すべてを考慮するのではなく、逆に分析対象以外の条件を不変ないし捨象し、単純化することが必要であり、そのようにして得られた理論が、現実経済にそのまま当てはめても役に立たないのは当然であろう。

一方、経済学がこうした限界を有する以上、捨象・単純化した周辺条件を十分考慮せず、これをそのまま当てはめて現実の複雑な問題を解決できるように人々に説くのは一種の思考停止であり、危険とも言えよう。経済学者、これを活用する政治家や政策担当者双方に、経済学という学問の限界と効用を踏まえた謙虚さが求められるのではないか。

(フェロー役員 調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

英国の経済・物価情勢の展望

～実質賃金が上昇する英国と低下する日本～

<要旨>

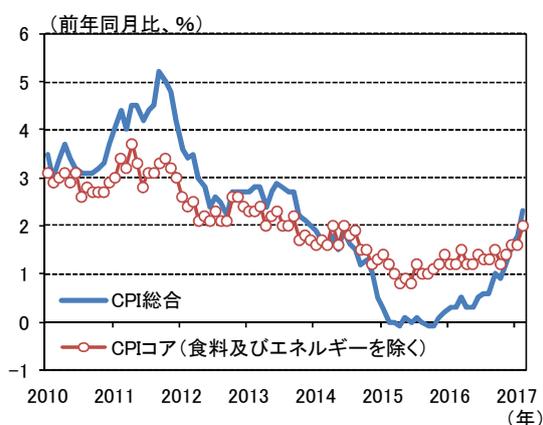
2016年の後半から英国の物価上昇ペースは急激に加速した。この要因はエネルギー価格の持ち直しだけでなく、EU離脱の国民投票後に急激に進んだポンド安も大きく影響している。エネルギーの価格上昇、急激な本国通貨安の2点で、英国とよく似た環境に置かれた日本との比較分析を行ったところ、エネルギー価格、通貨安要因以外にも両国とも労働需給を背景に物価が上昇しやすい環境にある。名目賃金の伸びが物価上昇を上回る英国では個人消費は堅調さを維持するとみるが、名目賃金上昇ペースが緩慢で消費意欲が弱い日本にとっては物価上昇は景気の下振れ要因となる。

1. エネルギー価格の上昇による物価上昇

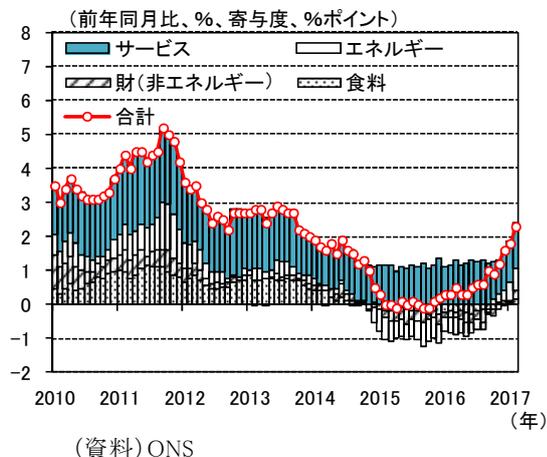
2016年の後半から英国の物価上昇ペースはエネルギー価格の持ち直しを背景に急激に加速し、足元の2017年2月にはCPI総合が前年同月比+2.3%とBOEが目標とする2%を超えた(図表1)。この要因はエネルギー価格の持ち直しによるものだけではない。CPI総合の寄与度分解を行うと、今までCPI総合にマイナスに寄与していた財(非エネルギー)や食料品までもがプラス寄与に転換し、CPI総合から食料品とエネルギーを除いたCPIコアも2017年2月に前年同月比+2.0%となり、CPI総合と同様2%台に到達した(図表1、2)。

このエネルギー以外の品目の物価上昇には、2016年6月のEU離脱の国民投票後に急激に進んだポンド安が大きく影響している可能性がある。そこで本稿では、ポンド安が物価に及ぼす影響と、物価に影響を与える賃金情勢に焦点をあて、英国と同じく足元で通貨安が急激に進んだ日本と比較分析を行うことで英国の経済・物価情勢を展望する。

図表1 英国の消費者物価指数

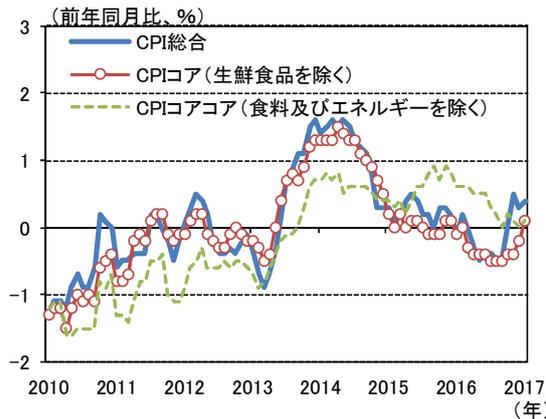


図表2 英国のCPI総合の寄与度分解

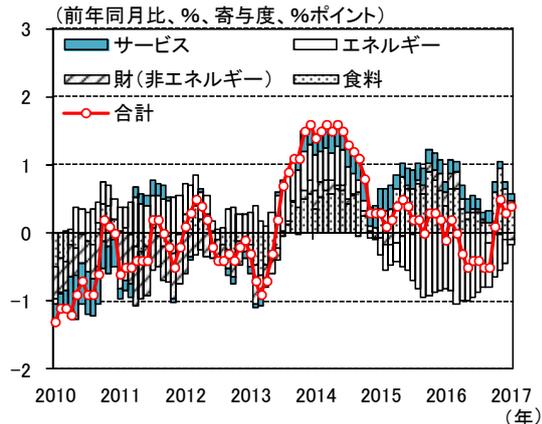


まず、エネルギー価格の面から日本の物価情勢をみると、英国と同様エネルギー価格の回復でCPI総合の上昇率が足元で高まっている(図表3)。英国は2016年6月のEU離脱の国民投票以降、日本は同年11月のトランプ氏の大統領選勝利後と自国通貨安が急激に進んだ時期が異なることから、足元での円レート前年比はまだプラスであり、結果として日本のエネルギー価格はマイナス寄与であるが、2017年以降は英国と同様にプラスに転じ、物価全体の上昇率に対するプラス寄与を拡大させていくと見込まれる(図表4、5)。また通貨安がエネルギー価格に及ぼす影響は、方向性の面で英国と日本に大きな差は生じないと見られる。

図表3 日本の消費者物価指数

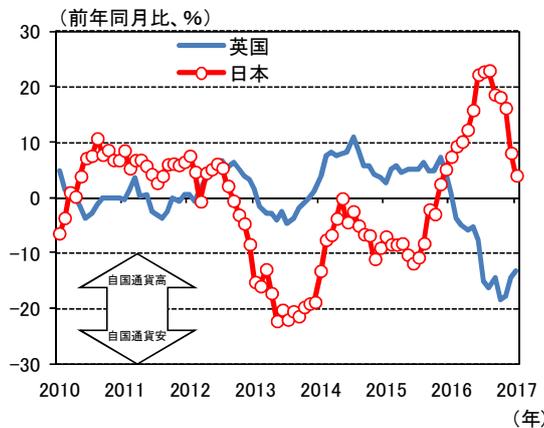


図表4 日本のCPI総合の寄与度分解



(注) 消費増税の影響は日本銀行の試算値を用いて調整。(注) 消費増税の影響は日本銀行の試算値を用いて調整。
 (資料) 総務省『消費者物価指数』、日本銀行 (資料) 総務省『消費者物価指数』、日本銀行

図表5 名目実効為替レートの比較

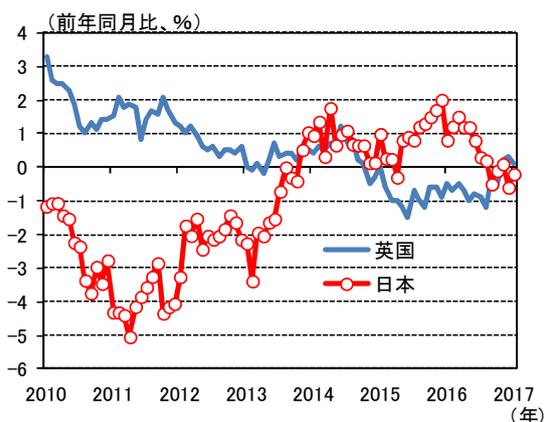


(資料) 日本銀行、ONS

2. 英国と日本で自国通貨安が物価上昇に与える影響

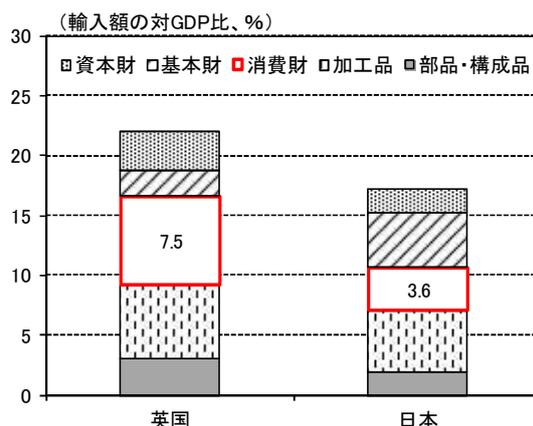
では、通貨安が輸入コストの増加を通じてエネルギー以外の財価格に及ぼす影響はどう見ればよいか。足元では、日英ともにエネルギー以外の財価格上昇率はほぼゼロで推移しているが、経済構造などの差異によって、通貨安がこの先の物価に及ぼす影響は異なる可能性がある(次頁図表6)。この観点から、GDPに占める輸入額の割合を財の種類別に比較すると、英国では明らかに消費財の輸入割合が日本より高い。このことから、英国では日本よりも通貨安の直接的な影響が大きく出ることが示唆される(次頁図表7)。

図表 6 非エネルギー財価格の推移



(資料)総務省『消費者物価指数』、ONS

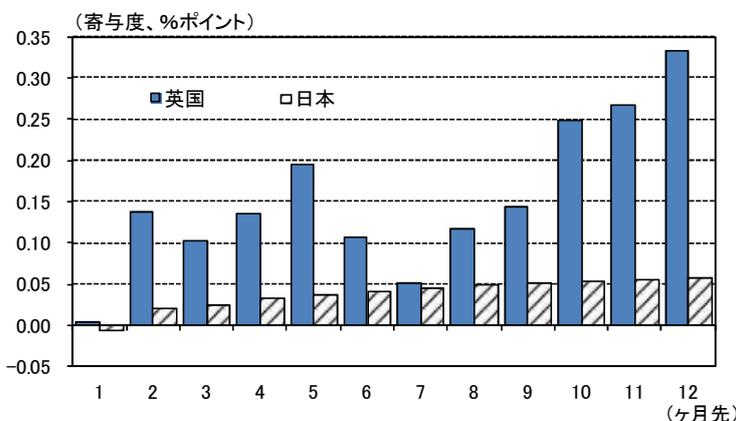
図表 7 対 GDP 比でみた輸入財金額の割合



(資料)経済産業研究所『RIETI-TID2014』

名目実効為替レートでみると 2017 年 1 月時点の対 2016 年平均比は、英国で▲6.1%、日本では▲3.4%、となっている。この通貨安が、この先の消費者物価をどの程度押し上げるかを VAR モデルで試算したところ、12 ヶ月先で日本は 0.05%ポイントの押し上げにとどまるのに対して、英国では 0.33%ポイントまで寄与度が高まる結果となった(図表 8)。通貨安の進み度合いの差以上に、英国では非エネルギー財の価格上昇幅が大きくなるという結果は、輸入消費財の GDP に占める割合が高いという前掲図表 7 の結果とも整合的であると言える。

図表 8 CPI 総合に対する非エネルギー財の寄与度の試算



(注)名目実効為替レート、非エネルギー財(何れも前年同月比)の 2 変数による VAR モデルにより算出。推計期間は 2011 年 1 月から 2017 年 1 月まで。

(資料)総務省『消費者物価指数』、ONS

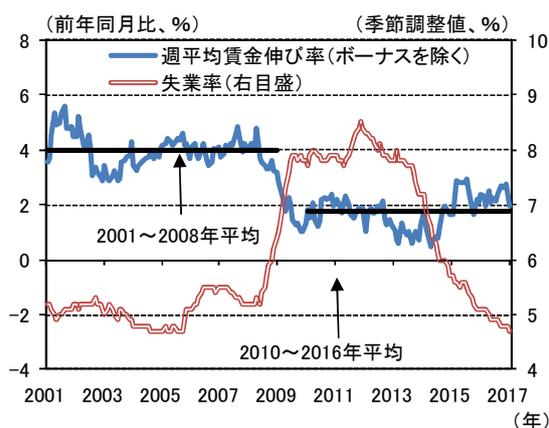
3. 賃金上昇からみた物価情勢の展望

最後に、前掲図表 2、4 にみられるように、日英で物価上昇に対するサービス価格の寄与度の度合いが異なることから、主にサービス価格を左右する要因としての賃金の動きと、その背景にある労働市場の動きをみる(尚、米国における労働市場と物価の関係については『[米国の緩慢な賃金上昇とコア・インフレ\(2017 年 4 月号\)](#)』を参照)。失業率は、英国で既にリーマンショック前の水準にまで下がっているものの、名目賃金の伸び率をリーマンショック前後で比較すると、2001 年～2008 年平均は 4%、2010 年～2016 年平均は 1.8%とリーマン前の半分の水準にも届いていない

(図表 9)。日本においても、バブル崩壊前後で名目賃金の伸びの平均水準が大きく低下しており、大きな負のショックが生じた後に賃金上昇率が下方シフトする点で、両国は似た動きをしている(図表 10)。

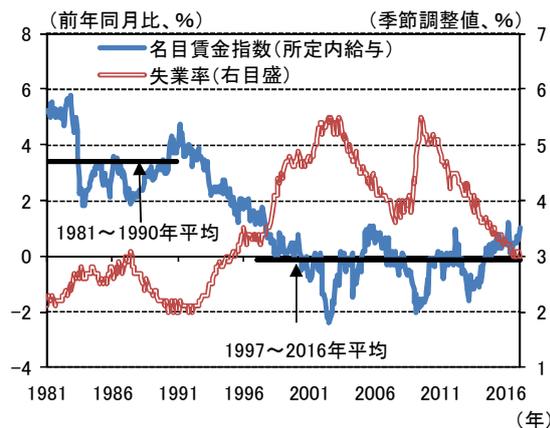
しかし、その上昇率は明らかに異なる。英国は最も低い時期でも前年比で0～1%の間でプラス圏を維持する一方、日本はマイナス圏にまで落ち込み、名目賃金は減少した。このことが消費者物価に対するサービス価格の寄与度が英国と日本で大きく異なる理由である。更に、足元では英国の賃金伸び率が1%未満から2%台後半に向けて高まりつつあるのに対して、日本もプラスには転じたものの前年比1%にも満たない弱い伸び率にとどまっているという差もある。

図表 9 英国の名目賃金と失業率



(資料)ONS

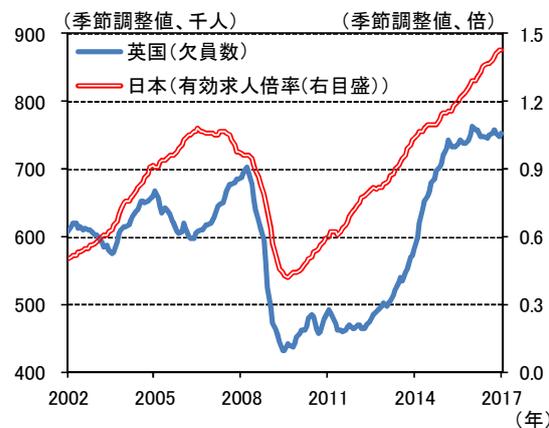
図表 10 日本の名目賃金と失業率



(資料)厚生労働省『一般職業紹介状況』、総務省『労働力調査』

賃金上昇に影響する労働需給に目を向けると、日英で逼迫している状態には変わりはない。英国の労働需要を表す欠員数は既にリーマンショック前の水準を超える水準まで回復し、日本の有効求人倍率も足元で1.43倍とバブル期と同水準まで高まっている(図表 11)。労働供給側をみても、労働参加率はリーマンショック後に上下を繰り返しながらも上昇トレンドが維持されている。このことから、労働力の供給余力(スラック)は縮小、労働需給は逼迫しており、賃金上昇率は更に高まる可能性が高い(図表 12)。

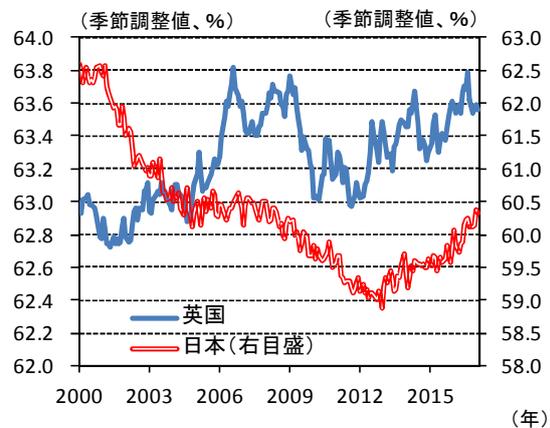
図表 11 労働需要の指標



(注)英国の欠員数は企業が採用活動を行っているポジションの数を表す。

(資料)ONS、厚生労働省『一般職業紹介状況』

図表 12 労働参加率

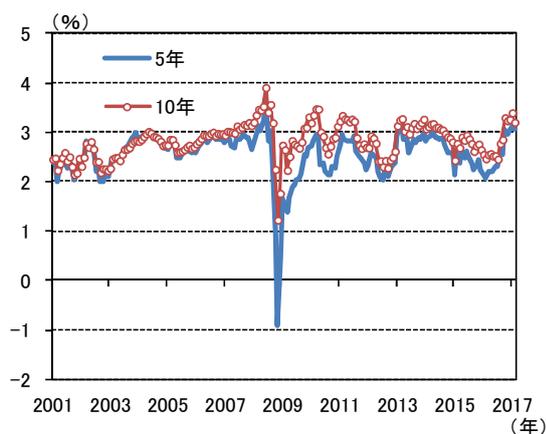


(注)労働参加率=労働力人口÷生産年齢人口で算出。

(資料)ONS、総務省『労働力調査』

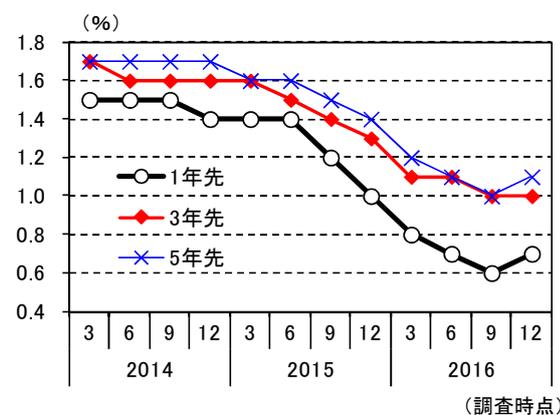
日英ともに逼迫した労働需給という賃金にとっての追い風はあるが、期待インフレ率の観点からみると両国の賃金上昇の見直しには大きく異なる。英国の期待インフレ率の指標であるブレイクオープンインフレ率 (BEI) をみるとリーマンショックの時期を除き、その前後で 2~3% 水準で安定している (図表 13)。このことは英国の経済主体の期待インフレ率が BOE のインフレ目標である 2% 前後にアンカーされていることを示しており、企業の賃金決定行動において、労働需給の逼迫に応じて賃金も上昇していくことが期待できる。一方で、日本の場合は BEI は足元 0.5% 前後に過ぎず、日本銀行の短観による企業の物価見通しは 5 年先で 1.1% と日本銀行の物価安定目標とする 2% から大きく距離があり、英国と同様の賃金上昇は期待しがたい。

図表 13 英国のインフレ期待指標



(注) スポットのブレイクオープンインフレ率。
(資料) BOE

図表 14 日本のインフレ期待指標



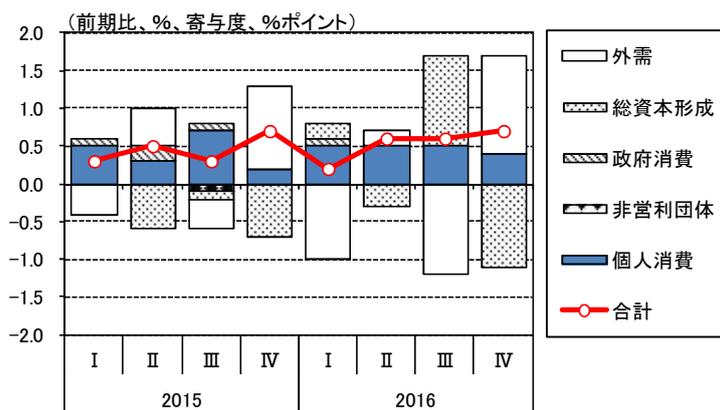
(資料) 日本銀行

4. 物価と賃金の関係が真逆な日英

以上みたようにエネルギーの価格上昇、為替要因、労働市場の動きを日本との比較で分析した結果、両国とも自国通貨安と逼迫した労働需給を背景に物価が上昇しやすい環境にある。英国は、EU 離脱の国民投票後も個人消費が堅調な動きをみせており、今のところ弱さはみられない (次頁図表 15)。今後も物価上昇ペースは早まり、その水準は 2017 年 3 月の MPC の議事録にみられるように、通貨安でエネルギーやそれ以外の財・サービスの価格が上がり、今後夏にかけ 2% を大きく超える可能性が高いが、物価上昇と共に名目賃金も上昇していくため、基本的には英国の消費は頑健であり、堅調さは維持されるとみる。

一方、日本は[前回の経済見通し\(2017年3月号\)](#)でみたように、名目賃金の上昇ペースが緩慢で、生鮮食品価格高騰等の物価面でのマイナスのショックに対して脆弱な個人消費に対しては、物価上昇率の高まりが実質賃金と消費意欲を減退させ景気の下振れ要因となる。

図表 15 英国 GDP の寄与度分解



(資料)ONS

但し EU との離脱交渉は足元で好調な英国の景気にとって大きな下振れ要因となる。現状離脱交渉の行方は不透明感が強く、英国の企業は足元での設備投資の伸びは安定していない。2017 年 3 月 16 日に EU 離脱法案が成立し同年 3 月 29 日にも EU に対して離脱通告が行われる予定で、今後離脱交渉が難航した場合には、不透明感が長期化することより企業のマインドが悪化し、労働需要の減退を招くことで名目賃金の上昇ペースが弱まる可能性が高い。そうなると消費者物価の上昇ペースが名目賃金の上昇ペースを上回り、実質賃金の低下で堅調な個人消費の伸びにブレーキがかかることになる。

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato_Hidetada@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

米国の緩慢な賃金上昇とコア・インフレ

<要旨>

米国は概ね完全雇用状態にあり、米連邦準備理事会（FRB）が帯びる「二つの使命」の一つである「雇用の最大化」は既に達せられている。もともと、賃金をみると、上昇率は高まる傾向にあるものの、過去の完全雇用時に照らせば、その伸びは緩慢である。平均賃金の高い製造業や建設業における雇用者数の増加が雇用者全体の賃金上昇トレンドを後押しする一方で、雇用者数の多い小売業や教育・ヘルス業では賃金上昇率の伸び悩みが続いており、全体の伸びを緩やかなものにしていく。

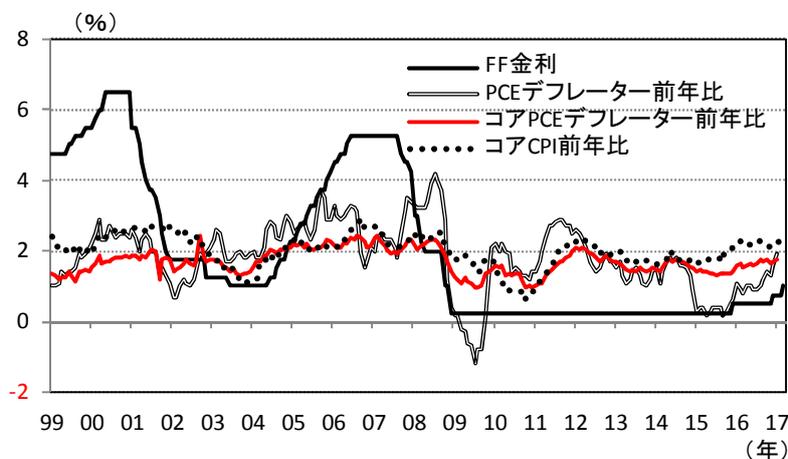
賃金上昇はコア・インフレの主な要因の一つである。賃金上昇率は、好調な製造部門では当面高水準で推移するものとみるが、雇用者全体の8割超を占めるサービス部門で伸びない限り、コア・インフレへの波及およびその持続的上昇は期待できないだろう。

FRBは3月、2016年12月に続く追加利上げを実施した。「コア」でみる限り、明確なインフレ懸念がみられない中での金融引き締めであったが、今後の利上げペースを占うに際しては、FRBが重視するコア・インフレへの影響が大きい賃金上昇率の動向が鍵になってくるものと考えられる。

1. コア・インフレが伸び悩む中での米利上げ

米連邦準備理事会（FRB）は3月14・15両日に行われた公開市場委員会（FOMC）で、政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利を従前の0.50～0.75%から0.25%ポイント引き上げ、0.75～1.00%とした（図表1）。2月下旬頃から相次いだFRB高官のタカ派的な言動や、3月3日のイエレンFRB議長らによる早期利上げ肯定発言を受け、市場は今回の利上げを完全に織り込んでいた。したがって、結果自体は驚くべきものではなかったが、FRBがバーナンキ前議長以降に強めた「ビハインド・ザ・カーブ戦略」、すなわち過度にインフレ警戒的にならず、景気が多少上向いた程度では金融政策を引き締めない戦略に合致しない決定であったことは注目される。

図表1 FF金利とインフレ指標



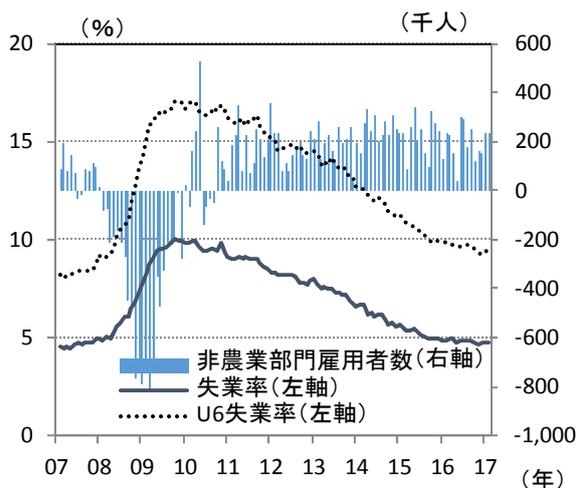
(資料) 米国商務省、労働省、FRB

というのも、FRBが中長期的な物価目標の対象としている個人消費支出(PCE)デフレーター(ヘッドライン)¹は、直近2017年1月時点で前年同月比+1.9%と、目標値である前年比+2%にわずかながらも到達せず、またFRBが重視するコアPCEデフレーター(食品・エネルギー除き)は、2016年以降続く前年同月比+1.6~1.7%という狭いレンジから抜けていないからである。コア消費者物価指数(CPI)も同様で、その前年同月比上昇率は2015年秋以降、2.0~2.3%の範囲に収まっている(前頁図表1)。「コア」でみる限り、今のところ、インフレは懸念すべき水準にはない。

2. 完全雇用下における緩慢な賃金上昇

3月のFOMC声明の中でもふれられたように、米国の雇用環境は堅調である。3月10日に公表された雇用統計によると、2017年2月の失業率は4.7%と10か月連続で5%の大台を下回った。職探しを諦めた人や、希望の職が見つからず、やむなくパートタイム就労をしている人を含む広義の失業率であるU6失業率も、9.2%と2008年4月以来の低水準を記録している。非農業部門雇用者数は23.5万人の増加で、前月に続き20万人の大台を上回った(図表2)。この点、「雇用の最大化」というFRBが帯びる「二つの使命」²のうちの一つは既に達せられているといえる。

図表2 失業率と非農業部門雇用者数



(資料) 米国労働省

図表3 賃金上昇率



(資料) 米国労働省

一方で、時間当たり前年同月比平均賃金上昇率(以下、賃金上昇率という)の伸びをみると、逼迫する雇用情勢に比べ高いとはいえない。平均賃金の高い製造業や建設業における雇用者数の増加などが寄与し、賃金上昇率は2015年以降高まる傾向にあるものの、その伸びは緩慢で、2月時点で+2.8%と、+3%の大台に到達していない(図表3)。

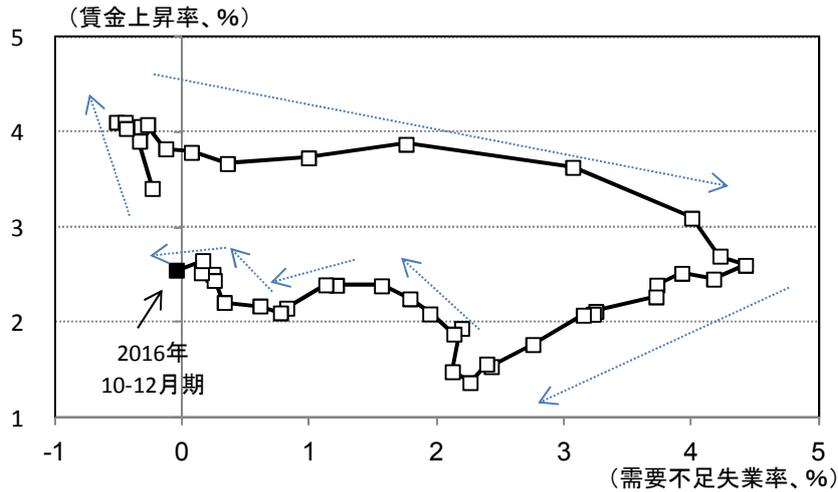
次頁図表4は、横軸に自然失業率(短期)と実際の失業率の差を需要不足に起因する失業率を「需要不足失業率」として置き、縦軸に賃金上昇率を置いて両者の関係をみたものである。グラ

¹ FRBの物価目標の対象について、コアPCEデフレーターとする見方がメディアなどで散見されるが、たとえば2017年1月31日開催分のFOMC議事録の中でも明記されているとおり、ヘッドラインPCEデフレーターとするのが妥当である。ただし、政策判断に際してより重視しているのはコアではないかと推測する。

² 連邦準備法第2A条に基づくもので、もう一つの使命は「物価の安定」。ただし正確に言えば、「雇用の安定化」、「物価の安定」に加え、「穏健な長期金利」の三つが金融政策の目的とされる。

フは、直近 2016 年 10-12 月期における需要不足失業率はゼロ、つまり米国は完全雇用状態にあることを示している。過去 10 年を振り返ると、完全雇用下における賃金上昇率は+3.5~4%の伸びを示すのが常態である。そうした中、+3%にもとどかない直近の賃金上昇率は、逼迫した雇用情勢には見合わない緩慢な伸びといえる。

図表 4 需要不足失業率と賃金上昇率 (2006 年以降)



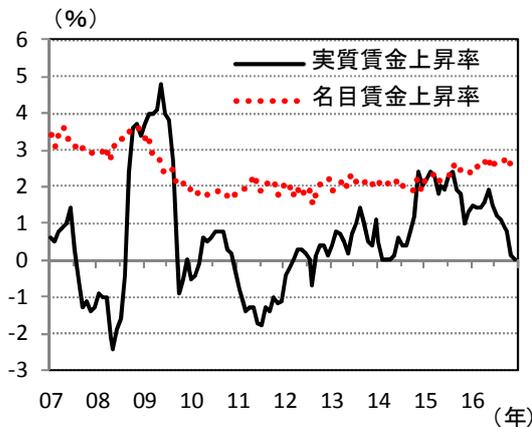
(資料) 米国労働省、セントルイス連銀

3. 緩慢な賃金上昇の背景

賃金上昇率の伸びはなぜ過去の完全雇用時に比べ低いのか。

物価の安定、つまりインフレ率が低いから賃金上昇率も低い、ということがまず考えられるが、賃金上昇率はインフレ率で調整した実質ベースも低迷しており、直近 2017 年 2 月においてはゼロ%にまで落ち込んでいる。このことは緩慢な賃金上昇が物価の安定に起因したものではないことを示している(図表 5)。

図表 5 実質賃金上昇率、名目賃金上昇率



(資料) 米国労働省

図表 6 パートタイム労働者比率

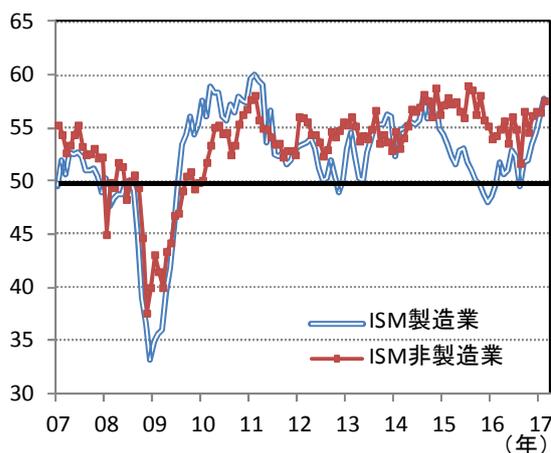


(資料) 米国労働省をもとに三井住友信託銀行作成

また、日本における賃金上昇率停滞の理由として、パートタイム労働者比率の上昇という就労構造の変化がしばしば指摘されるが、米国に関して言えばそれは当てはまらない。というのも、パートタイム労働者比率は2010年以降低下傾向にあるからである(前頁図表6)

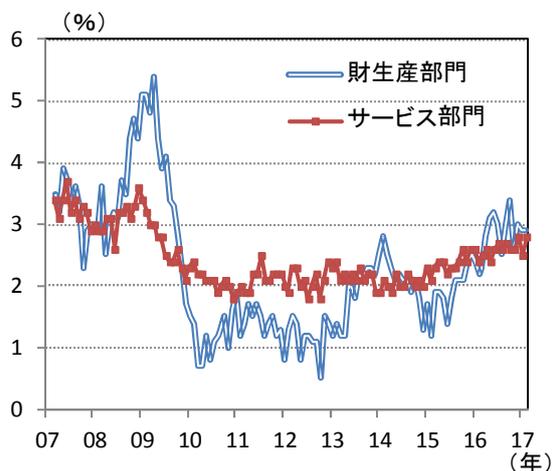
賃金上昇率の伸びが過去の完全雇用時に比べ低いことを説明する最もありうる理由としては、雇用者全体の8割超を占めるサービス部門の伸びが弱いことが考えられる。

図表7 ISM景気指数



(資料) CEIC

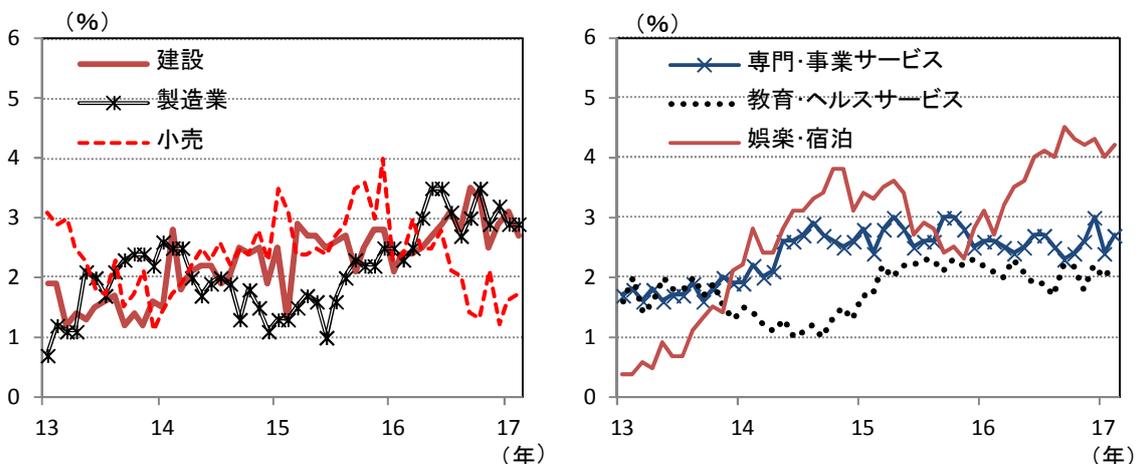
図表8 部門別賃金上昇率



(資料) 米国労働省

景況感をみる限り、米国のサービス部門はきわめて好調である。代表的な景気指数であるISM非製造業景気指数は、変動が激しい同製造業景気指数とは対照的に、2010年1月以降、一貫して景気拡大・後退の節目とされる50を上回っている(図表7)。にもかかわらず、サービス部門の賃金上昇に向けた動きは緩慢であり、2017年2月時点の上昇率は+2.8%にとどまる。この数値は、景気指数が直近よりも低かった世界金融危機直前の2007年の+3%台前半という水準に比べても0.5%ポイント以上低い(図表8)。

図表9 主要業種別賃金上昇率



(資料) 米国労働省

もともと、一口にサービス業といっても業種毎のバラつきは大きい。前頁図表9は、賃金上昇率を主要業種別(雇用者人口が1千万人を超える業種)にみたものである。娯楽・宿泊業が近年+4%を上回る力強い伸びを示す一方で、最大の雇用者数を抱える教育・ヘルスサービス業は2015年以降+2%前後の低い伸びにとどまる。また小売業は2015年末を境に急落し、足元では+1%台半ばに落ち込んでいる。教育・ヘルス業と小売業をあわせて雇用者数全体のおよそ3分の1を占めるが、これらの業種が雇用者全体の賃金上昇を下押ししているといえる。

サービス部門全体の景況感が強い中、これらの業種で賃金が伸び悩んでいる理由としては、教育・ヘルスサービス業については、そもそも景気の恩恵を受けにくい業種であること、小売業については、Eコマースの急激な浸透に伴いリアル店舗の店員を必要としなくなってきたことなどが考えられる。

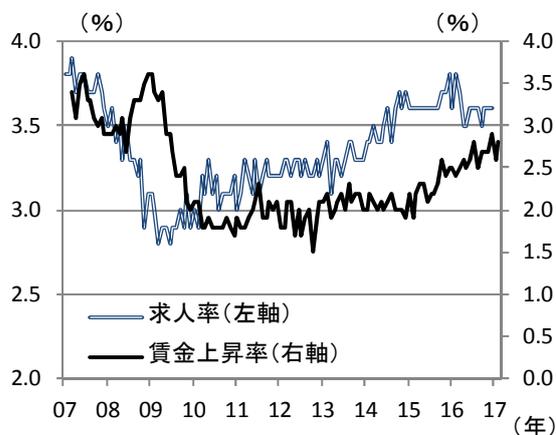
賃金上昇はコア・インフレの主要な要因の一つである。今回、FRBは「コア」でみる限り、明確なインフレ懸念がない中で利上げに踏み切ったが、今後の追加利上げのペースを見通す上では、コア・インフレへの影響が大きい賃金の動向が重要になってくるものとする。

4. 今後想定される3つのシナリオ

本稿では、賃金が先行きのコア・インフレを占う上での鍵であることを示したが、最後に、賃金上昇率を軸に、FRBの金融政策に関し、3つのシナリオを描いてみる。

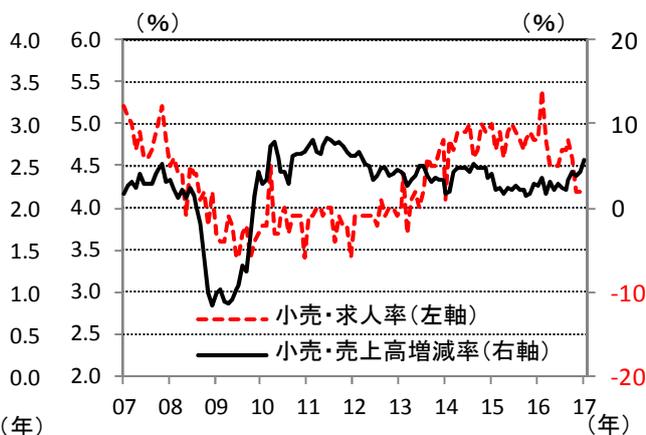
一つ目の、最も蓋然性が高いと想定するシナリオは、賃金上昇率は加速することなくピークアウトし、これに伴いコア・インフレは低下に向かうというものである。賃金上昇率がこれからピークアウトとする根拠は、賃金上昇率に対し先行的に動く求人労働移動調査(JOLTS)求人率が2016年をピークに低下に転じていることである(図表10)。業種別にみると、求人率の低下は雇用者数の多い小売業で特に顕著で、これが全体の押し下げ要因の一つになっている。堅調な小売売上高の推移にもかかわらず小売業の求人率が低下していることには、前述のとおり、Eコマースの浸透という構造的要因も影響しているものとみられ、長期にわたり持続する可能性を孕む(図表11)。

図表10 JOLTS 求人率、賃金上昇率(全雇用者)



(資料) 米国労働省

図表11 JOLTS 求人率(小売)、小売売上高前年比増減率



(資料) 米国労働省

ヘッドラインPCEデフレーターはエネルギー価格に負うところが比較的大きい。したがって、エネ

ルギー価格の動向によっては、上振れするヘッドライン・インフレと下振れするコア・インフレの間で短中期的にギャップが拡大することも想定される。以上の場合、あるいはエネルギー価格の下落によってコア・ヘッドラインともにインフレ率が低下に向かう場合、FRBは、「見極めの必要性」を理由に、追加利上げへの躊躇を強め、年内残り2回とされる利上げ回数を1回にとどめるものと予想する。また、2018年中の利上げについては慎重な姿勢に転じるものとみる。利上げ回数の減少は、世界的なリスクオンを引き起こすことから、米国内外の資産価格にとってはポジティブに作用することになるだろう。

二つ目のシナリオは、一つ目とは逆のパターンで、賃金上昇率が上向く結果、ヘッドラインのみならずコア PCE デフレーターも+2%程度まで加速していくというものである。前掲図表4で示したとおり、完全雇用状態での賃金上昇率は、世界金融危機前においては、+3.5~4%にのぼるのが常態であった。これを踏まえると、現在の賃金上昇率は低すぎ、今後上方に修正される余地があるということになる。賃金上昇に伴い、コア・インフレ率も現在の1%台後半の膠着状態から上抜ける可能性は十分ある。この場合、FRBは、これまで示唆してきたとおり、年内残り2回とされる利上げを着実に実行することになろう。年内の利上げ回数がFRBの示唆どおり3回にとどまる限りにおいては、市場は織り込み済みであることから、このケースにおける金融市場の反応は限定的なものにとどまると想定する。

ただし、賃金上昇率がたとえば+4%を超えて加速し、これに伴いコア PCE デフレーターが+2%を大幅に超過する形で上昇するような場合、FRBは年内の利上げ回数について1回分加えて残り3回とする選択肢も採りうる。速すぎるペースの利上げは、グローバルなリスクオフを引き起こす危険を孕む。このケースにおいては、新興国、中でも特にドル建て債務の多い国に対しては警戒が必要となる。大規模な資金流出の発生、為替相場の大幅な下落、債券市場の急落(金利の急上昇)のリスクが高まるからである。

三つ目のシナリオは、賃金上昇圧力が強まる中でも物価が上昇しないという悩ましいケースである。この場合、物価そのものに対する見方がFRB内部で割れる中、FRBは結果的に様子見の姿勢をとることになるものと想定する。利上げのペースは現行の年3回よりも緩慢なものになるが、そうした中であっても、FRBによる利上げに対する見通しは一つ目のシナリオに比べると強いものにとどまり続けよう。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami_Kazuya@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。