

2018. 6 No.74

三井住友信託銀行

調査月報



時論

新たな「財政健全化計画」に求められる視点.....1

経済の動き

2018・2019年度の経済見通し

～原油高でやや減速も、景気拡大は持続～.....3

米国労働市場のもう一つのスラック.....13

時論

新たな「財政健全化計画」に求められる視点

6月の策定期限に向けて、政府による新たな「財政健全化計画」の議論が佳境を迎えている。基礎的財政収支(プライマリーバランス)の黒字化はいつを目標にするのか、計画達成のための方策、特に増加が見込まれる社会保障費をどう制御するのか、さらには来年以降の消費税引き上げや東京オリンピック前後での需要変動をどう平準化するのかなど、数多くの論点にすべて答えていく必要がある。

こうした議論の最中の先月、格付会社スタンダード&プアーズ社が日本のソブリン格付の見通しをA+の安定的から、ポジティブに引き上げた。当然、今回の「財政健全化計画」の実効性を先取り評価したものではないが、日本の景気拡大が続くことを背景に、名目成長率が名目金利の水準を上回ることで、当面財政バランスの改善が見込めることが、その理由とされている。

確かに、財政収支の名目 GDP 比率は改善している。IMF の見通しによれば、2018 年の一般政府の同比率は▲3.4%と、5年前の 2013 年の▲7.9%からは半分以下となり、5年後の 2023 年には▲2.0%と、さらに現状の半分近くまで低下すると予想されている。

それでは、同比率の改善傾向をすべて手放しで喜んで良いかというと、甚だ疑問が残る。

それは、日銀の異次元金融緩和によって、利払い費を左右する金利水準が人為的に押し下げられているからである。簡単に試算すると、国債等の残高は 2017 年末で 1,092 兆円であり、日銀による政策的な金利押し下げが、ゼロ金利政策導入時からの▲0.5%ポイント相当と仮定すると利払い費の軽減効果は年間約5兆円、▲1%ポイント相当と見積もると同約 10 兆円にも達する。

内閣府によれば、2016 年に実施予定だった消費税 10%への引き上げ再延期に伴う減収影響が年間約4兆円と見積もられており、政策的な低金利による恩恵は相当大きい。異次元金融緩和の最終的なメリットは、そのかなりの部分が財政バランスの改善となって現れていると言える。

しかも、年々のフローで見た財政バランスは改善しているものの、政府債務残高のストック水準は名目 GDP 対比で 2018 年に 236%と、主要国の中では突出して高止まったままである。債権と相殺したネット債務残高でも 153%と、イタリアの 119%、ポルトガルの 105%をも大きく上回っている。

主要国の中でも、ドイツ、米国、英国、フランスなどが軒並み AA 格以上なのに対し、日本は A 格と中国と同水準である。その一方で、ネット政府債務残高の名目 GDP 比率が日本を大幅に下回るイタリアやポルトガルは BBB 格以下と評価されているのが現実である。

逆に言えば、絶対水準の悪化度合いだけなら、BBB 格以下に引き下げられていても不思議のない日本のソブリン格付が A 格を維持できているのは、それ以外のファンダメンタルズ、すなわち経常黒字を背景にした対外純資産の厚み、国債の国内保有に基づく政府の対外純債務の少なさ、将来的な消費税引き上げ余地の大きさなどが総合的に評価された結果なのである。

それでは、これらの加点項目が今後も盤石かといえ、必ずしもそうとは限らない。

2017 年末現在、日本国債等の最大保有者は日銀であり、金額で 449 兆円、比率で 41%に達する。日

銀の異次元金融緩和が出口に向かう際には、こうした巨額の国債等を肩代わって取得する主体が必要になる。国債保有に魅力的な水準にまで金利水準が引き上がると共に、それでも国内消化できない部分は海外投資家に依存せざるを得ない状況もまったくの想定外ではすまない可能性がある。

実際、日本国債等の海外保有比率は2017年末で11%と、リーマンショック前の2006年末の5%台からは2倍以上に上昇している。主要国の同比率は英国が26%、米国が38%、ドイツが46%、フランスが58%と日本を大きく上回るものの、米国を除けば各国とも国債等残高が小さく、金額換算では日本国債等がすでにドイツ国債等に近い海外プレゼンスを持つことを認識すべきである。

消費税の引き上げ余地も同様である。課税先進国の欧州では消費税(付加価値税)は20%前後が当り前であり、それとの比較では日本は未だ10%ポイント近い引き上げ余地があるとも言える。

但し、今回10%に向けて2%ポイント引き上げるだけでも、3度目の正直になっていて、しかも景気対策を組み合わせる必要性まで議論されている。本当に今後も、段階的であっても着実に消費税を引き上げていけるかどうか危うい状況である。

さらに中長期を睨むと、人口減少の影響が深刻化してくる。現在、日本の人口1人当たり政府債務残高は約10.1百万円である。今後10年間、人口は年率約▲0.4%で減少していくため、仮に債務残高が不変であっても、1人当たり債務残高は概ね4%は増加する計算になる。実際には、これに債務残高の増加が加わるので、より一層負担感は増すと見込まれる。

一方で、債務返済の原資は1人当たり名目GDPであり、こちらは高齢者や女性の労働参加が高まると共に、より本質的には労働生産性の向上がなければ増加することはない。それらが人口減少と債務増加のペースを上回って初めて、将来的な返済可能性が見通せるのである。

日銀の異次元金融緩和の追加拡張や持続可能性に限界が見える中で、さらなる積極財政を支持する意見も出始めている。しかしながら、マクロ的に見た場合、景気は潜在成長率を上回る堅調さを維持し、多方面で人手不足が深刻化している。雇用の流動化、産業・職種間の人材シフトなどを促す構造改革や成長戦略なくして、旧態依然とした単なるバラマキ的な景気対策では中長期の改善効果は乏しい。

しかも、財政出動の余地もボトムラインをどこに置か次第では思いの外、底が浅い。財政破綻は論外だとしても、先に述べたように、BBB格という水準までには、それほど距離が残されている訳ではない。日本のソブリン格付が投資適格クラスの最下限に引き下げられた場合、国債金利に上昇圧力が掛かるだけでなく、民間企業や金融機関の外貨調達コストが上昇することは間違いない。海外市場の相対的な重要性が高まる中で、企業活動の大きな痛手になる。投資採算の悪化は生産性の向上にもマイナスに響く。

今回の新たな「財政健全化計画」では、支出削減・負担適正化による社会保障費の制御、諸外国の例に倣った消費税引き上げ時の価格転嫁への工夫、その上でプライマリーバランスを黒字化する目標時期、その着実な進捗を担保するための中間目標をしっかりと明示することは避けては通れない。

今こそ、非現実的に高く見積もられた経済成長や、政策的に低め誘導された金利水準に依存しない、将来のわが国経済の身の丈に合った自律的な財政規律の回復を期待したい。

(フェロー役員 調査部長 井上 一幸 : Inoue_Kazuyuki@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。

2018・2019年度の経済見通し

～原油高でやや減速も、景気拡大は持続～

<要旨>

日本の2018年1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.6%と、9四半期ぶりにマイナスとなった。主因はゼロ成長の個人消費、マイナスとなった設備投資等、これまで内需を牽引してきた二項目の不振が成長率を押し下げたことである。

先行き原油高による物価上昇で個人消費が下振れるものの、内需は回復トレンドに戻り、世界経済回復による外需が下支えする。景気の腰折れはなく、戦後最長の景気拡大を更新すると見る。実質GDP成長率は、2018年度+0.9%、2019年度+0.7%とプラス成長を見込む。

リスク要因は原油価格の動向である。メインシナリオでは原油価格の一段上昇時にはシェールオイル等増産により、1バレル70ドル台前半へ収斂することを想定するが、中東情勢の深刻化により、100ドル超の水準が継続した場合は、グローバルなインフレ率上昇で、国内の個人消費や企業収益の悪化だけでなく、海外経済が減速し、外需が腰折れする可能性も高まる。その結果、日本経済がマイナス成長に落ち込むことが想定される。

1. マイナス成長となった日本の経済成長

日本の2018年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲0.6%と、9四半期ぶりにマイナスとなった(図表1)。今回のマイナス成長の要因は内需の落ち込みにある。外需はプラス寄与となったものの、個人消費はゼロ成長、設備投資も前期比年率▲0.3%と6四半期ぶりにマイナスで、これまで内需を牽引してきた2項目の不振が実質GDP成長率を押し下げる結果となった。

図表1 実質GDP成長率

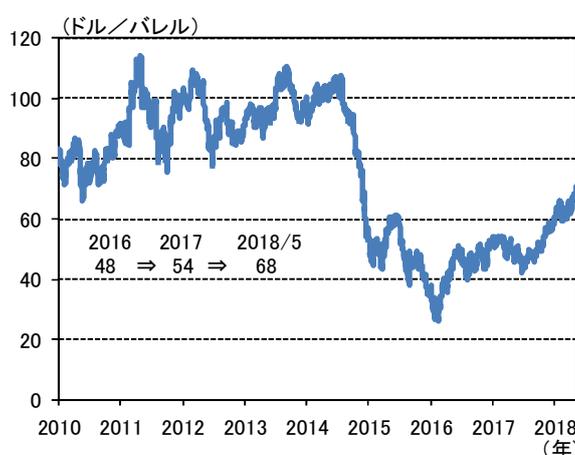
成長率	2017				2018
	I	II	III	IV	I
実質GDP	+ 2.6	+ 2.0	+ 2.0	+ 0.6	▲ 0.6
個人消費	+ 2.1	+ 2.9	▲ 2.6	+ 0.9	▲ 0.0
住宅投資	+ 4.8	+ 3.8	▲ 6.4	▲ 10.3	▲ 8.2
設備投資	+ 2.3	+ 3.4	+ 4.0	+ 2.6	▲ 0.3
公的需要	+ 0.9	+ 4.7	▲ 2.1	▲ 0.3	+ 0.0
輸出	+ 8.6	▲ 0.3	+ 8.2	+ 9.2	+ 2.6
輸入	+ 6.5	+ 7.2	▲ 5.2	+ 12.9	+ 1.2
寄与度	(前期比年率、%ポイント)				
内需	+ 2.2	+ 3.2	▲ 0.1	+ 0.9	▲ 0.9
個人消費	+ 1.1	+ 1.6	▲ 1.5	+ 0.5	▲ 0.0
設備投資	+ 0.3	+ 0.5	+ 0.6	+ 0.4	▲ 0.0
その他	+ 0.8	+ 1.1	+ 0.8	+ 0.0	▲ 0.9
外需	+ 0.4	▲ 1.1	+ 2.2	▲ 0.4	+ 0.3

(資料)内閣府『国民経済計算』

2. 原油高による2018年度の物価見通しの影響

今回の見通しでは、[前回\(2018年3月号\)](#)から原油価格の想定を変更した。2018年5月9日にトランプ大統領が行った、米中露英仏独の6カ国とイランの間で結ばれていた核合意から、米国が離脱するとの表明に先んじて、市場は米国離脱による中東情勢の不安定化懸念を織り込み、原油価格は上昇した(図表2)。2011～2014年と比較すると依然として低い水準にあるが、5月中旬時点で2017年度の平均との比較で約26%上昇し、2015年度から2016年度にかけての伸びを上回っている。これを受けて従来よりも2018年度の原油価格の見通しを上方修正した。そこで本稿では、2018年1～3月期のGDPの結果を踏まえた各需要項目の先行きをみる前に、原油価格の想定変更による物価の見通しへの影響について整理する。

図表2 原油価格(WTI)の推移

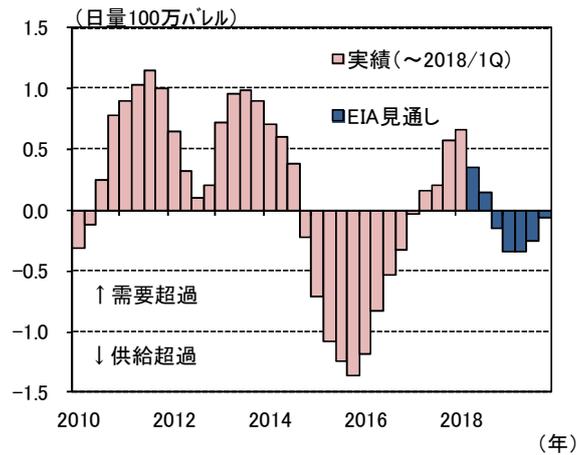


(注) 図表内の数字は原油価格の年度平均値。2018年は4月2日～5月15日迄の平均値を使用。
(資料) CEIC

(1) 原油価格の見通し

まず今回の見直し変更のポイントとなる原油価格の先行きについては、今の水準からの上昇幅は限られるとみている。そのため、原油高の物価圧力は2018年度に限られ、2019年度はその効果が薄れることになる。イランは2016年1月の制裁解除後、生産量を日量280万バレルから380万まで増やしており、これが輸出制限の対象になると見られるが、イランは欧州3カ国との核合意は維持する意向を示しているため、米国制裁復活による輸出減少幅は100万バレルよりも小さくなると見られる。加えてイラン減産分は、米国シェールオイル増産である程度カバーされうることや、2016年末のOPEC・非OPEC国の減産合意で合計180万バレル削減されていることなどから、米国制裁復活による原油価格への影響は限定的とみている。EIAの需給見通しで、米国とカナダの増産を主因に再び供給超過になっていることも価格の押し下げ要因となることから、この先も原油価格が更に大幅上昇する可能性は低いと見る(次頁図表3)。2018年度平均の輸入原油価格は1バレル74.5ドル、2017年度実績と比べると約30%上昇するが、2019年度は平均で72.5ドル程度に落ち着くとみる。

図表3 EIAによる原油需給の見通し



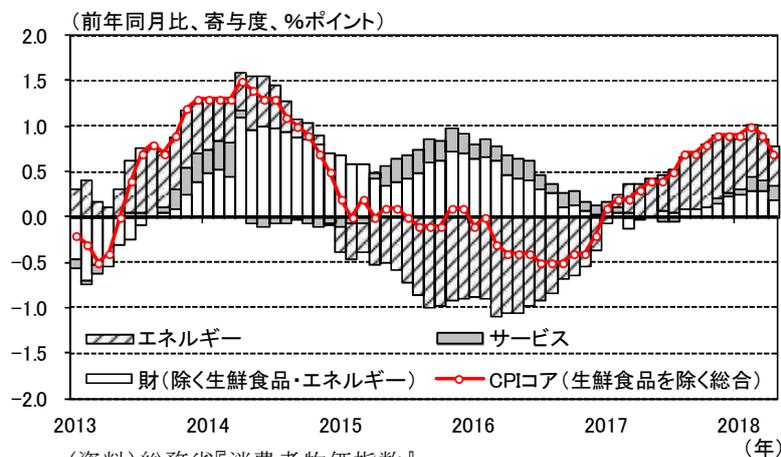
(注)後方4四半期移動平均を使用。

(資料)EIA

(2)原油価格上昇による物価見通し

4月のCPIコアは前年同月比+0.7%と3月の同+0.9%から減速した(図表4)。もともと見込まれていたエネルギーの寄与度縮小は小幅だったが、エネルギー以外の財価格が押し下げた。所得の伸びが緩やかなため、2018年初の生鮮食品価格の高騰等で消費者マインドが落ち込み易い中で、企業の価格設定行動が弱気になっている可能性がある。

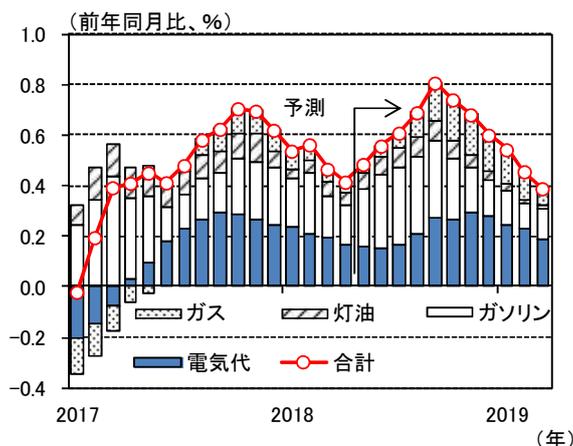
図表4 CPIコアの寄与度分解



(資料)総務省『消費者物価指数』

先行きについては、今回の原油価格の見通しを前提すると、2018年度の物価は、エネルギー価格の寄与度が再び高まることで従来の見通しから上振れる。次頁図表5では原油価格上昇を通じたエネルギーによるCPIコアに対する寄与度を算出しており、これによると、足元で縮小しているエネルギーの寄与度は5月以降に再び拡大に転じ、2018年夏頃にピークを迎える。2018年度の寄与度の平均は+0.6%ポイントとなり、2017年度の+0.5%ポイントとほぼ同程度、物価を押し上げ、仮にエネルギー以外の財・サービス価格の寄与度が横ばいで推移すると、前年同月比+1.3%まで高まる。

図表5 エネルギー価格のCPIコアへの寄与度



(資料)総務省『消費者物価指数』

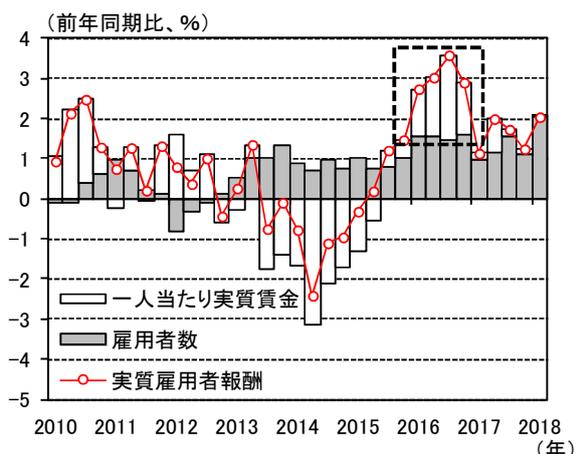
エネルギー価格上昇で、2018年夏頃にCPIコアの上昇率は1%を超えると見込んでいるが、その後も大幅に上昇し日銀の物価安定目標の2%に届くとはみていない。これはエネルギー価格の上昇ペースが速まると、消費者のマインド悪化に繋がりがやすく、消費者の需要の落ち込みを警戒した企業が、財やサービスの値上げを控える可能性が高いと考えられるためである。加えて、2019年度はエネルギー価格上昇も一服するため、緩やかな上昇ペースに戻るとみている。

以上から2018年夏以降は、エネルギー寄与のプラス幅拡大と財・サービス寄与縮小が続くことで、1%台が定着することが予想され、CPIコアは2018年度+1.2%の上昇を見込むが、2019年度+1.1%（消費増税の影響を含むと+1.6%）と若干減速する。

3. 特殊要因に振り回される脆弱な個人消費

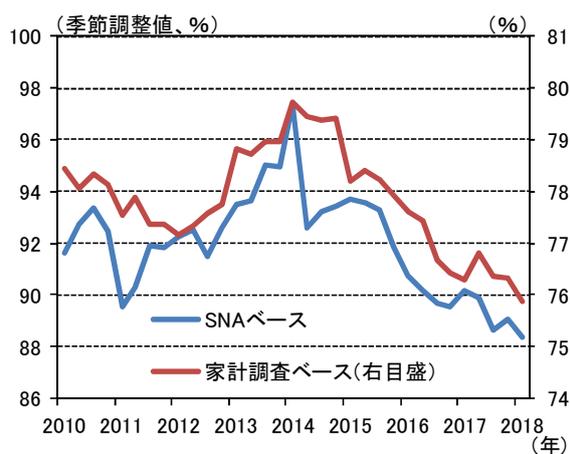
2017年10～12月期には前期比年率+2.1%と高い伸びを示し経済成長を牽引した個人消費だが、1～3月期は同▲0%とゼロ成長となった。昨年末以降の野菜価格高騰によって実質所得が抑制されたことに加え、大雪により消費活動が抑制されたことが要因とみられる。来期以降はこれらの特殊要因が解消されることで、緩やかな回復トレンドに戻るとみられるが、所得環境を軸として個人消費の先行きをみると、野菜や原油価格、天候要因等の特殊要因によって振り回される状況は続くであろう。その根拠となるのは実質所得の動きである。1～3月期の実質雇用者報酬は前年同期比+2.0%のプラスだが、その要因は雇用者数増加によるもので、一人当たり実質賃金はほとんど増えておらず、個々の消費者の購買力は高まっていない(次頁図表6)。こうした所得環境の弱さが、特殊要因による消費者マインドの悪化に繋がりがやすい状況と、個人消費の伸びの不安定さを招いている(次頁図表7)。

図表6 実質雇用者報酬の要因分解



(資料)内閣府『国民経済計算』、総務省『労働力調査』

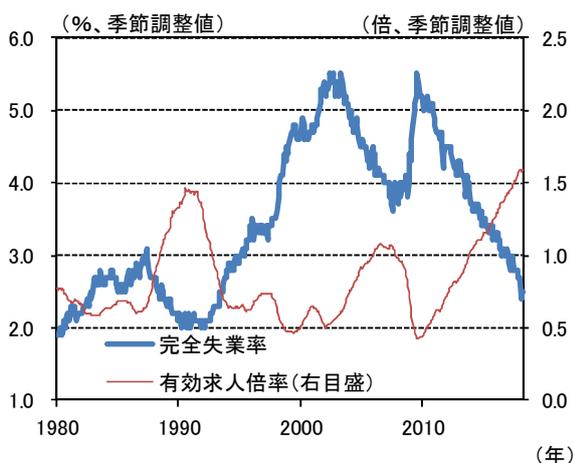
図表7 平均消費性向



(注)平均消費性向は後方12ヶ月移動平均を使用。
(資料)総務省『家計調査』、内閣府『消費動向調査』

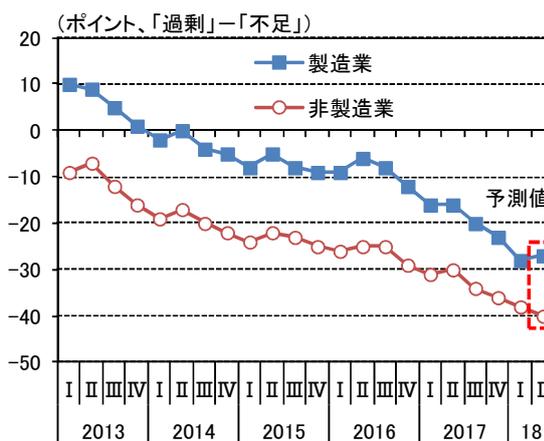
雇用環境をみると、完全失業率、有効求人倍率は何れも1990年前後の水準まで改善し、短観でみた雇用判断DIからは、先行も労働需給が緩む兆しは見えない(図表8、9)。

図表8 失業率と有効求人倍率



(資料)総務省『労働力調査』、厚生労働省『一般職業紹介状況』

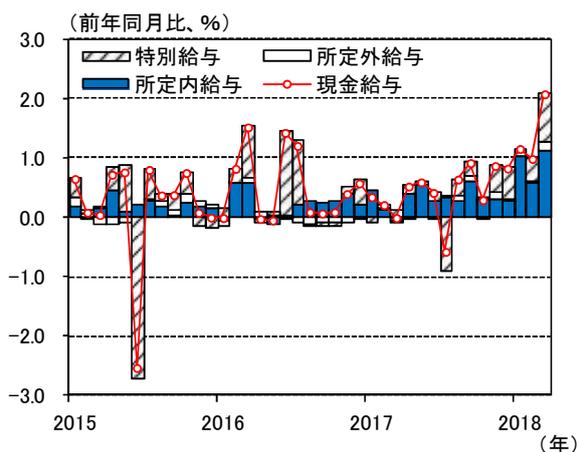
図表9 雇用判断DI(過剰-不足)



(注)2018年第2四半期は予測値。
(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

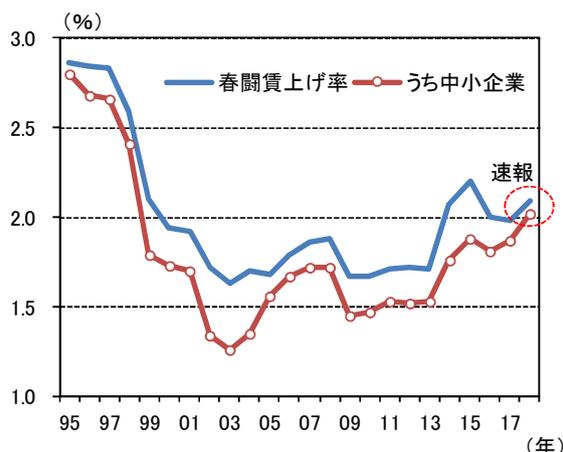
しかし、こうした労働需給の逼迫を受けても、名目賃金の伸びは緩やかなままである。3月の名目賃金の伸びは、前年同月比+2.1%と2003年6月以来の高い伸びとなったが、その大半はボーナス等の特別給与によるものであり、基本給にあたる所定内賃金の伸びは同+1.3%と1%台に留まっている(次頁図表10)。春闘賃上げ率は中小企業を含めて昨年よりも高くなる見込みだが、このような、労働需給の逼迫度合いと比較して賃金の伸びが弱い状態はこの先も変わらないとみる(次頁図表11)。

図表 10 現金給与(名目賃金)の寄与度分解



(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

図表 11 春闘賃上げ率の推移



(資料)連合

物価上昇がピークを迎える2018年夏頃までは実質所得の押し下げに働くため、この間の個人消費は弱い動きが続くとみられ、1～3月期にゼロ成長となった影響を考慮すると2018年度は+0.6%、2019年度は+0.5%となり、前回の見通しから、それぞれ0.3%ポイント、0.1%ポイントの下方修正となる。

4. 企業部門の堅調さは変わらず

2018年に入ってから進んでいる円高の国内景気に与える影響が懸念されたが、日銀短観の結果を見る限り、製造業に与える影響は軽微と言える。2018年3月の業況判断DI(大企業)では、製造業で+26から+24と若干下がったものの高水準のプラスにあり、2017年度の利益計画は円高が進む中でも前回から上方修正され、好調な利益環境は続いている(図表12)。

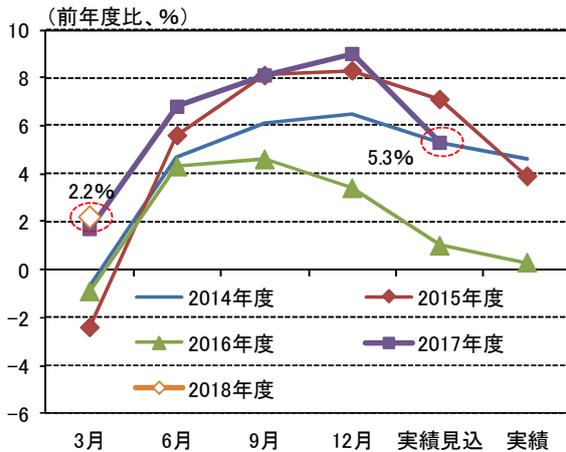
図表 12 大企業の2017年度収益計画と想定為替レート

		2017年				2018年
		3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	3月調査
経常利益 前年比	全産業	▲ 0.2	▲ 3.0	+ 1.3	+ 9.5	+ 12.0
	製造業	▲ 0.3	▲ 3.3	+ 4.7	+ 15.0	+ 19.7
	非製造業	▲ 0.1	▲ 2.7	▲ 1.6	+ 4.9	+ 5.3
		(円/ドル)				
想定 為替レート	全産業	108.63	108.62	109.32	110.08	110.53
	製造業	108.43	108.31	109.29	110.18	110.67
	非製造業	109.13	109.40	109.42	109.82	110.01

(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

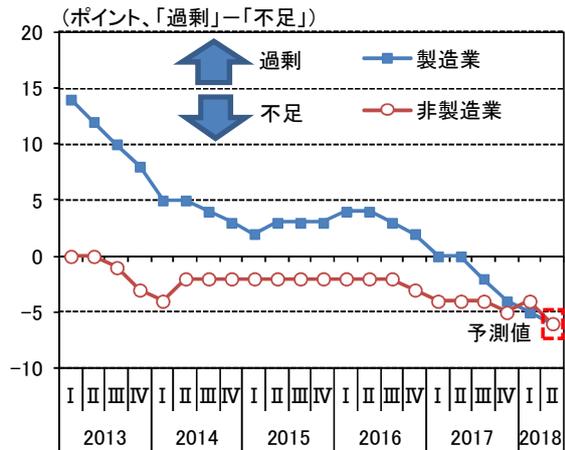
1～3月期の設備投資は前期比年率▲0.3%とマイナスとなったが、日銀短観における設備投資計画をみると、2018年度は+2.2%と初回調査の計画としては過去数年よりも高い伸び率になっており、設備の不足感も強まっていることから、企業のマインドが悪化する兆候はみられない(次頁図表13、14)。

図表 13 設備投資計画(全規模・全産業)



(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

図表 14 生産設備判断DI



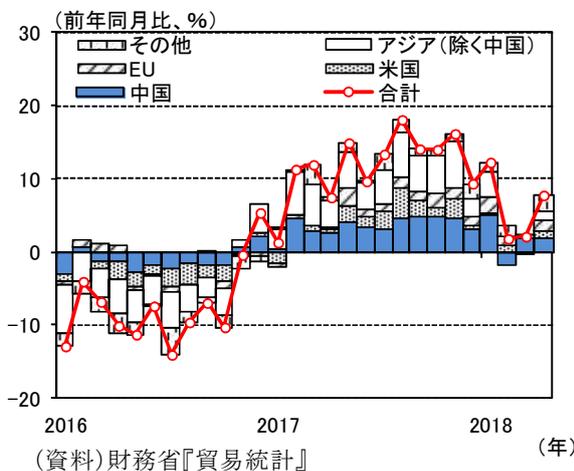
(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

先行きについては、2018年度中は原油高で原材料費等のコスト増による収益環境の悪化が懸念されるが、世界経済の回復が続くことから、この押し下げ圧力の一部は相殺されるとみる。利益水準は依然として高いことから、設備投資に急激なブレーキがかかるとは考え難く、2017年度からは下振れるものの堅調な伸びは維持するとみられ、2018年度は+2.4%、2019年度は+1.4%の成長が見込まれる。

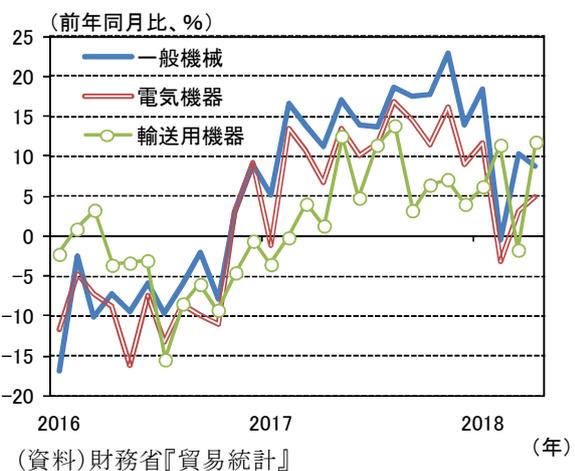
5. 足元では弱含むも先行きは堅調な輸出環境

1～3月期の外需は、輸出が大きく落ち込んだことで寄与度は前期比年率▲0.1%ポイントとマイナスとなった。2018年1～3月期の輸出は2月に中国の春節の影響で大きく落ち込み、3月に回復したものの、1月迄の伸びを取り戻していない(図表 15)。商品別にみると輸出の大半を占める一般機械・電気機器の伸びが大きく減速していることから、これまでスマートフォン需要に支えられてきたIT関連輸出に一服感が出てきたことが弱い動きの要因とみられる(図表 16)。

図表 15 輸出額の地域別寄与度

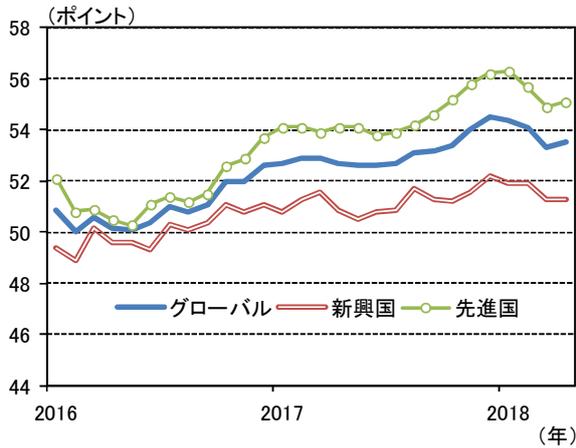


図表 16 商品別輸出額の推移



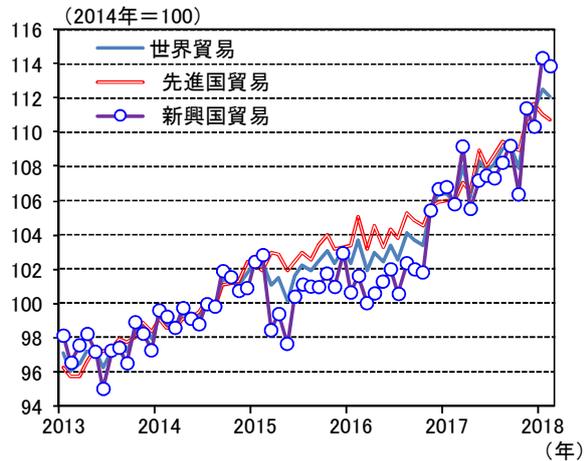
足元では弱含んだが、この動きは一時的で、先行きの輸出は回復する可能性が高い。グローバルでみた製造業 PMI は景気拡大の基準となる 50 ポイントを上回り、世界の貿易数量も増加トレンドを維持していることから、世界経済の回復による需要拡大は続いていることが確認出来る(図表 17、18)。

図表 17 製造業 PMI の推移



(資料) QUICK Factset

図表 18 世界貿易数量の推移



(資料) オランダ経済統計局

加えて、国内の生産指数の予測も回復の動きを示しており、輸出品の生産も上向くことが期待できるため、来期以降、輸出は増加トレンドに戻り、2018 年度+4.4%、2019 年度+2.8%と、減速していくものの堅調な伸びを示すと見込む(図表19)。

図表 19 鉱工業生産指数の推移



(注) 予測値は製造工業生産予測指数の伸び率を用いて作成。

(資料) 経済産業省『鉱工業指数』

6. 見通し総括とリスク要因

今回想定した1バレル 72～74ドル程度の原油価格を前提として、2018年度・2019年度までの日本経済の見通しを総括すると、世界経済の回復による外需の下支えと、緩やかな内需の回復という従来の見方は維持する。2018年度は原油高による物価上昇で、個人消費が弱まり実質 GDP 成長率は+0.9%と1%を切るが、景気の腰折れはなく、戦後最長の景気拡大を更新すると見る。2019年度は、物価上昇の影響が剥落することで、[前回\(2018年3月号\)](#)の見通しから経済環境に大きな変化はないため、+0.7%のプラス成長を見込む。

リスク要因は原油価格の先行きになる。米国の核合意離脱に対して、イランの態度が硬化し、欧州主要国との核合意の枠組みが崩れると、原油価格上昇圧力が一段と高まる。1バレル 100ドルを超えて継続する等、メインシナリオの想定を大きく超えるような原油高が起きた場合、国内のインフレ率が加速することによる個人消費の腰折れや、企業収益の悪化による設備投資の大幅な減速といったことが想定されるため、内需に対して一層大きなダメージとなる。更にグローバルなインフレ率加速が金利急騰を招くことで、新興国からの資金流出加速による金融市場のリスクオフや、米国を中心に、好調な成長を続ける先進国経済の減速に繋がり、日本経済の成長を下支えしている外需が腰折れする要因にもなる。その場合、内外需が共に不振に陥ることで、日本経済がマイナス成長に落ち込む可能性が高くなる。

(経済調査チーム 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@smtb.jp)

総括表 2019年度までの内外経済見通し
(作成日：2018年5月24日)

	2018年度		2019年度		2018上	2018下	2019上	2019下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2011年基準>								
国内総支出	537.0	0.9	541.0	0.7	0.3 0.7	0.7 1.0	0.8 1.5	-0.7 0.1
民間最終消費	301.2	0.6	302.8	0.5	0.3 0.2	0.7 0.9	1.0 1.7	-1.6 -0.6
民間住宅投資	15.6	-3.1	15.6	0.0	-1.3 -5.5	1.0 -0.5	2.0 3.2	-4.9 -3.2
民間設備投資	87.1	2.4	88.3	1.4	1.2 2.3	1.3 2.5	1.1 2.3	-0.5 0.6
民間在庫品増加(実額)	0.3	寄与度 -0.0	0.2	寄与度 0.0	0.3	0.1	0.0	-0.1
政府最終消費	106.7	0.5	107.6	0.8	0.3 0.3	0.4 0.7	0.4 0.8	0.4 0.8
公的固定資本形成	26.3	0.1	26.6	1.2	0.5 -0.6	0.6 0.7	0.6 1.8	0.6 0.8
財貨・サービス輸出	95.2	4.4	97.9	2.8	1.8 5.3	1.6 3.5	1.4 2.8	1.2 2.7
財貨・サービス輸入	95.6	3.1	97.8	2.3	1.3 3.8	1.3 2.6	1.8 3.0	-0.3 1.5
内需寄与度	0.6	内需 0.5	0.6	内需 0.4				
外需寄与度	0.2	公需 0.1	0.1	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	555.4	1.3	566.1	1.9	1.1 1.4	0.1 1.2	2.0 2.1	-0.2 1.7
GDPデフレーター	103.4	0.5	104.6	1.2	0.7	0.3	0.6	1.7
企業物価 * (15年=100)	102.2	2.9	104.7	2.5	2.8	3.0	2.0	3.0
輸出物価 * (15年=100)	99.1	3.6	101.1	2.0	4.7	2.5	2.0	2.0
輸入物価 * (15年=100)	100.0	6.8	103.5	3.5	6.2	7.5	4.5	2.5
消費者物価 * (15年=100)	101.6	1.2	103.1	1.6	1.1	1.3	1.1	2.0
鉱工業生産 * (10年=100)	104.7	2.1	106.5	1.7	2.3	2.0	2.6	0.8
失業率 (%)	2.5	-0.2	2.5	0.0	2.5	2.5	2.5	2.5
雇用者数 *(万人)	5,914	1.1	5,948	0.6	1.3	0.9	0.6	0.5
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.7	-	0.6	-	0.7	0.7	0.6	0.6
新設住宅着工戸数 (万戸)	95.1	0.5	90.4	-5.0	94.0	96.1	93.8	86.7
貿易収支 (10億円)	4,839	-	4,792	-	3,920	919	3,368	1,424
輸出 *(10億円)	86,102	10.0	90,092	4.6	13.1	7.0	4.9	4.4
輸入 *(10億円)	81,263	10.2	85,301	5.0	10.7	9.8	6.8	3.3
第一次所得収支 (10億円)	20,066	-	21,474	-	10,346	9,719	11,133	10,341
経常収支 (10億円)	22,014	-	23,544	-	12,877	9,137	13,084	10,460
マネーサプライ *(M2,兆円)	1015.8	3.5	1050.4	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4
ドル/円レート (円、期中平均)	109.9	-	111.7	-	109.1	110.6	111.3	112.2
輸入原油価格 (ドル/バレル)	73.5	-	72.5	-	72.5	74.5	73.5	71.5
米国実質GDP (10億ドル)	17,529	2.5	17,925	2.3	2.4	2.2	2.3	2.3

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	4-6	7-9	10-12	2019/1-3	4-6	7-9	10-12	2020/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11	0.14	0.15
ドル/円レート	108.1	110.2	110.5	110.8	111.1	111.5	112.0	112.5

(期間平均値) → 予測

※ 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。

米国労働市場のもう一つのスラック

<要旨>

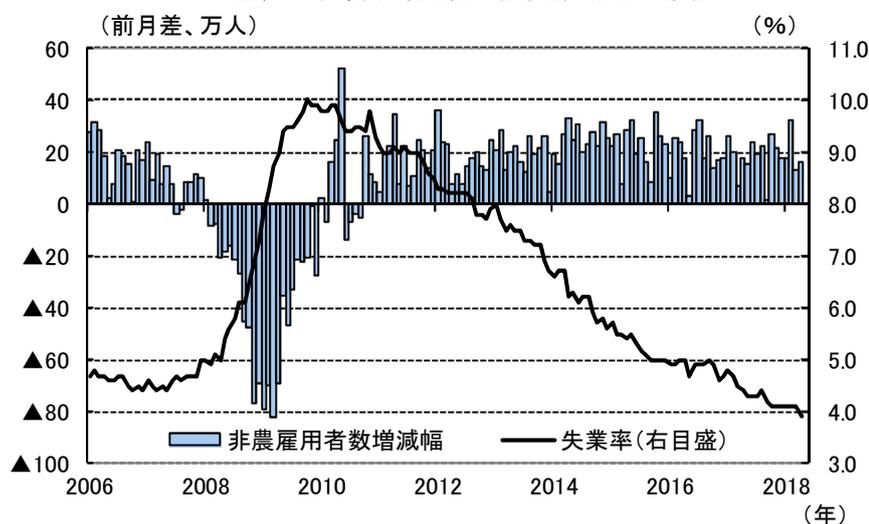
米国の直近の失業率は3.9%と歴史的にも低い水準であり、完全雇用に近い状態にあるといわれている。米国経済の今後の景気拡大には、労働供給の継続が必要であるとみられるが、25歳から54歳までの「プライム・エイジ」と呼ばれる年齢層の労働参加率はリーマン・ショック前の水準には達しておらず、労働供給の余地は残存していると言える。

ただし、州毎に労働参加率の状況を見ると、特に労働力人口の多い州で、雇用回復が賃金の低い産業に偏り、そのため労働参加率の上昇が遅れている例が散見される。労働参加率が上昇するには、賃金の上昇が不可欠であるが、低賃金産業の賃金が急激に上昇する事態や高賃金産業での大幅な雇用拡大は想定し難く、当面は、賃金上昇は緩やかで、労働参加率の上昇も緩やかなものに留まると考えられる。

1. 米国労働市場

米国の労働市場は、景気回復が長期間継続する中で堅調な推移を見せている。直近、2018年4月の失業率は3.9%と、リーマン・ショック前を下回る水準まで低下している(図表1)。失業率の低下は、労働需給の逼迫、言い換えると労働市場の「スラック(需給の緩み)」が縮小していることを意味している。米国・連邦準備制度理事会(FRB)が公表している地区連銀経済報告(ページブック)でも、各企業が採用に苦戦している様子が報告されている。

図表1 非農業部門雇用者数と失業率の推移

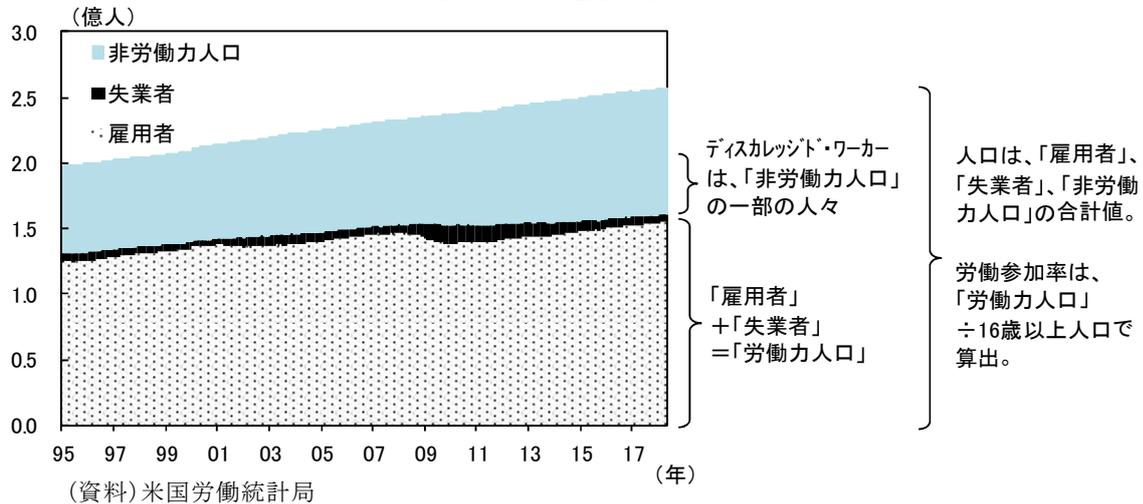


米国の労働市場を語る上では、失業率に加えて、もう一つ労働市場のスラックを左右する要素が存在する。それが労働市場に参加している人の比率を示す労働参加率である。仮に失業率が低水準であったとしても、労働参加率が低ければ、新たに労働市場に参加できる人が多く、一国全体の労働力にはまだ未活用の部分が多いということになる。

労働力人口とは実際に労働に従事している雇用者と職探しをしている失業者の合計であり、米国では16歳以上人口に占める労働力人口の割合を示すものが労働参加率である。ここで注意す

べき点は、雇用統計における失業者とは仕事を失った者ではなく、職を探すことで労働市場に参入する意思を持った者である。職が無くとも、条件のミスマッチや環境の厳しさから職探しを諦めた広義の失業者はディスカレッジド・ワーカーとして、労働力人口にはカウントされない。つまり、労働市場におけるスラックは、失業者とディスカレッジド・ワーカーの二つのカテゴリーに存在している(図表2)。

図表2 人口と雇用市場の関係



労働参加率は、「イエレン・ダッシュボード」と呼ばれるイエレン前FRB議長が重要視していたとされる9つの雇用関連指標にも含まれている。その推移を見ると、リーマン・ショック後の経済危機により労働需要が減少する中、職に就くことを諦める人が増加したために労働参加率は一貫して低下傾向にあったが、2014年以降はほぼ横這いで推移している(図表3)。

図表3 労働参加率の推移



労働参加率は、若年層の大学進学率や米国でも進んでいる高齢化の影響を受けやすい。そこで、これらの影響を受けにくい25歳から54歳までの「プライム・エイジ」と呼ばれる年齢層について見ると、労働参加率は2015年をボトムに徐々に上昇しており、直近では2010年の、今回の景気回復局面が始まった時期の水準に近付いている。プライム・エイジ層の足元での労働参加率は82%であるが、労働参加率がリーマン・ショック前の水準まで回復すると仮定すると、労働人口が130万人程度増加することになり、潜在的な雇用市場のスラックはまだ存在することになる。

米国経済は完全雇用に近いと言われているが、雇用増加の持続性を判断するにあたっては、

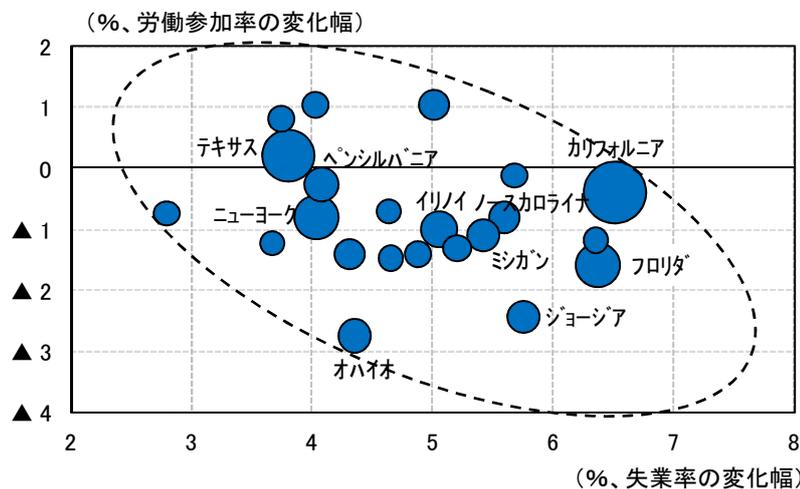
現在労働市場から退出しているディスカレッジド・ワーカーが労働市場に復帰し、労働参加率が上がるかどうか重要なポイントとなる。また、賃金の観点からも、労働参加率の上昇が労働供給の増加をもたらす賃金上昇に対して抑制的に作用するのか、あるいは、労働参加率は現在の水準から大幅に上昇することはなく、労働市場の逼迫化により賃金をさらに押し上げることになるのか、興味深い論点である。

本稿では、高齢化等の影響を排除するためプライム・エイジ層に限定し、労働参加率について失業率や産業構造との関係から考察し、今後の労働供給や賃金上昇に与える影響について議論する。

2. 失業率と労働参加率の関係

図表4は、リーマン・ショックによる景気後退で雇用情勢の悪化が著しかった2007年から2010年にかけての、失業率上昇幅と労働参加率の低下幅を州毎にプロットしたものである。

図表4 失業率上昇と労働参加率低下の推移(2007年から2010年にかけて)



(注) 対象は労働人口の多い上位 22 州のみ(米国全体の労働人口の8割をカバー)。
 円の大きさは 2017 年の各州の労働人口の大きさに比例するように作図。
 (資料) 米国労働統計局

図表5 全米における労働人口の多い州上位 10 先

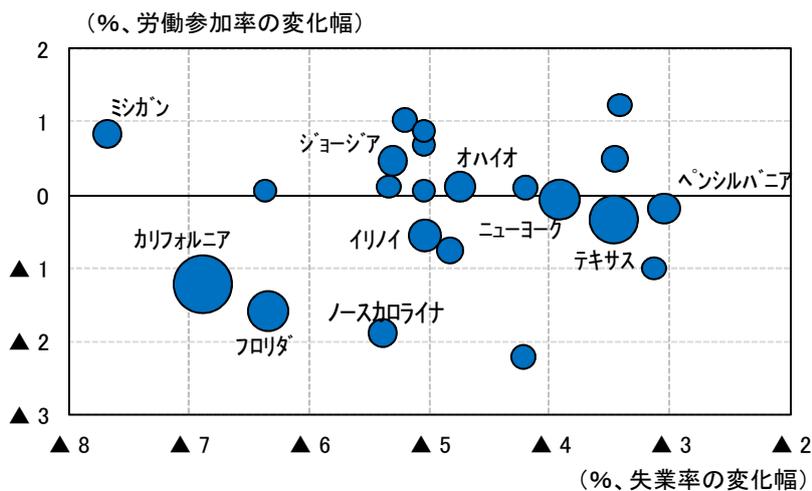
	労働人口 (千人)	全米の労働人口に 占めるシェア
カリフォルニア	12,772	12.4%
テキサス	8,905	8.7%
フロリダ	6,482	6.3%
ニューヨーク	6,355	6.2%
イリノイ	4,121	4.0%
ペンシルバニア	3,888	3.8%
オハイオ	3,560	3.5%
ジョージア	3,365	3.3%
ノースカロライナ	3,134	3.1%
ミシガン	3,101	3.0%

(資料) 米国労働統計局

前頁図表4からは、失業率の上昇幅と労働参加率の低下幅には右下がりの関係、つまり、失業率が上昇するほど労働参加率も低下することが分かる。こうした関係は、リーマン・ショックのような大きな負のショックが経済に加わり、一度に大量の失業者が発生した場合には、平均的な失業期間も長期に亘るため、その分就労意欲そのものを喪失する労働者も多くなるという理解と整合的であると考えられる。

同じ関係を、景気回復期において見たものが図表6である。景気後退期同様に、失業率の低下幅が大きいほど、労働参加率が大きく上昇するという関係が成り立つであろうか。景気回復期にあたる2010年から2017年までの失業率と労働参加率の動きを州毎にプロットした。

図表6 失業率上昇と労働参加率低下の推移(2010年から2017年にかけて)



(注) 対象は労働人口の多い上位 22 州のみ(米国全体の労働人口の8割をカバー)。

円の大きさは2017年の各州の労働人口の大きさに比例するように作図。

(資料) 米国労働統計局

これを見ると、前頁図表4とは異なり、失業率と労働参加率の間には明確な関係は見られなくなっている。労働人口の最も多いカリフォルニア州をはじめとして、失業率が大幅に低下しているにも関わらず、労働参加率が上昇していない州が複数存在することが指摘できる。景気後退期と景気回復期では失業率と労働参加率の関係は非対称的であるといえる。

3. 各州の産業構造の違いは労働参加率の回復に違いを生むか？

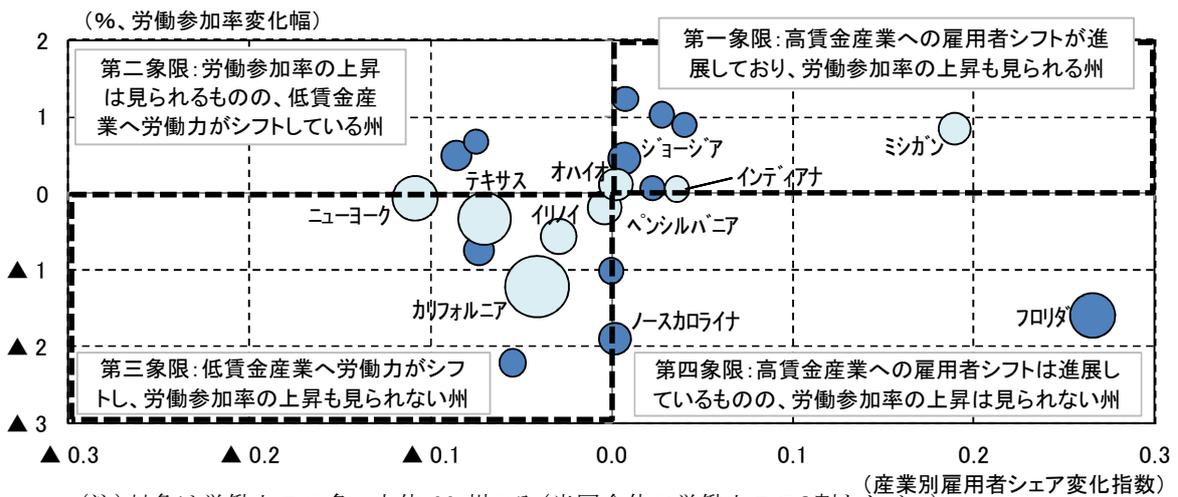
では、失業率以外に労働参加率を左右するようになった要因として何が考えられるか。この点については、失業率が低下したにも関わらず賃金が伸び悩んでいることを念頭に置く。最近の賃金の伸び悩みの主因の一つに、相対的に賃金水準が低い業種の雇用者が増えていることが挙げられる。ある地域で、新たな労働需要がそうした賃金の低いセクターに集中すると、平均賃金が抑えられると同時に、賃金が高いセクターで職を失った人が、景気回復期に入っても、低賃金の職に甘んじて就くことを控えるようになるケースが増えると考えられる。典型的な事例として、リーマン・ショックの震源地となった金融のように、高度な知識を持ち、かつて高給を享受していた人々が、職がないからといって直ちに低賃金の職に甘んじて就こうとはしないといったことが挙げられよう。

そこで、本節では、次のような指標を用いて、労働者の産業間移動を特徴付けることを試みる

(便宜的に「産業別雇用者シェア変化指数」と呼ぶ)。この指標は、2010年から2017年にかけての各産業の雇用者シェアの変化を、(2017年時点の)経済全体の平均賃金と各産業の平均賃金との乖離幅でウェイト付けして足し上げたものである。例えば、ある州において、賃金の高いA産業と賃金の低いB産業があるとすると、2010年から2017年にかけて、A産業の雇用者比率が5%低下し、B産業の雇用者比率が5%上昇したとすると、当該指標は $\Delta 5\% \times (A \text{ 産業の賃金} - \text{全米の平均賃金}) + 5\% \times (B \text{ 産業の賃金} - \text{全米の平均賃金}) = \Delta 5\% \times (A \text{ 産業の賃金}) + 5\% \times (B \text{ 産業の賃金})$ と算出されることから、最終的にマイナスの値をとる。つまり、当該指数は、低賃金の業種で相対的に雇用者数が増加すればマイナスになり、逆に、高賃金の業種で相対的に雇用者数が増加すればプラスになる。

図表7は、2010年から2017年にかけての景気回復期における、労働参加率の変化幅と産業別雇用者シェア変化指数をプロットしたものである。外れ値もあるものの、概ね、各州とも第一象限か第三象限に位置し、右上がりの関係が見出せる。これは、賃金の高い業種に雇用が相対的により多くシフトしている州では労働参加率が2010年時点を上回って改善している一方、賃金の低い業種に雇用者が相対的に多く偏っている州では、労働参加率もまだ十分には改善していないことを示唆している。

図表7 労働参加率の変化と産業別雇用者シェア変化指数



(注) 対象は労働人口の多い上位 22 州のみ(米国全体の労働人口の8割をカバー)。
 円の大きさは2017年の各州の労働人口の大きさに比例するように作図。
 (資料) 米国労働統計局

また、労働人口の大きな州が第三象限に位置しているケースが多いことも特徴である。具体的に見ると、カリフォルニア州では情報の雇用者シェアはほぼ変化はないものの製造業や金融で雇用者シェアの低下が見られる。また、テキサス州では製造業の雇用者シェアが低下する一方で賃金の低い娯楽の雇用者シェアが上昇しており、ニューヨーク州では製造業を始め金融や情報の雇用者シェアが低下している(次頁図表8)。

以上のような分析からは、以前、高賃金の産業で雇用されていた人々が、従来雇用されていた産業では吸収されずに、取り残されるような形になっているのではないかと推測される。特に、労働人口の多い州でこうした状態にあることが、マクロ的にみて労働参加率の上昇を抑制している要因となっているものと考えられる。

なお、自らの就業環境に不満を持ち、その解消を期待してトランプ大統領を支持する人々が多

いとされるラストベルトと呼ばれる中西部の州を見ると、イリノイ州やペンシルバニア州は、耐久財の雇用者シェアが低下し、労働参加率も2010年時点の水準には達していないのに対し、逆に、オハイオ州やミシガン州、インディアナ州では、耐久財の雇用者シェアは高まっており、労働参加率も2010年当時を上回るまでに改善しているといった違いも見られる。必ずしもラストベルトの全ての州で状況が悪いというわけではない。

図表8 主だった州における代表的産業の雇用者シェアの変化

産業	耐久財	非耐久財	情報	金融	専門・ビジネス	娯楽等	
平均時給(\$)	27.8	24.4	38.2	33.2	31.6	15.5	
全産業平均との乖離幅	+1.5	▲ 1.9	+11.9	+6.9	+5.3	▲ 10.8	
	雇用シェアの変化幅						
州名	カリフォルニア	▲ 0.8%	▲ 0.6%	+0.1%	▲ 0.6%	+0.5%	+1.0%
	テキサス	▲ 0.9%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	+1.1%	+1.0%
	ニューヨーク	▲ 0.6%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.6%	+0.7%	+1.2%
	イリノイ	▲ 0.5%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	+1.3%	+0.8%
	ペンシルバニア	▲ 0.5%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	+1.1%	+0.5%
	オハイオ	+0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	+0.5%	+0.6%
	ミシガン	+1.7%	+0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	+1.0%	▲ 0.2%
	インディアナ	+1.1%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.5%	+0.9%	▲ 0.1%

(注)雇用者シェアの変化幅は、2010年から2017年にかけてのもの。

(資料)米国労働統計局

4. まとめと今後の展望

米国経済はリーマン・ショック後の景気後退から回復して、2009年6月以降戦後2番目となる景気拡大を継続中である。このまま景気拡大を維持すれば、戦後最長となる景気拡大の達成も視野に入ってくるまでになった。

今後、米国経済が拡大を維持する条件の一つは、労働供給が隘路に陥らないことである。失業率が4%を下回る水準にまで低下する中、米国経済は既に完全雇用に近い状態とされているが、労働参加率を通じたより広い観点から経済を眺めると、労働市場のスラックはまだ残存していると言える。実際、非農業部門雇用者数は直近でも3か月平均で20万人を超える増加幅を示している。

労働参加率の上昇如何を占う上では、賃金の行方が重要である。本稿での分析のように、労働人口が多い州で就業者が低賃金産業に偏っているとすれば、労働参加率の一層の上昇には、低賃金産業の賃金が大幅に上昇すること、あるいは、高賃金産業で雇用が大幅に拡大することが必要である。言い換えると、労働参加率の上昇が継続すれば、失業率の低下程には雇用市場は逼迫していないことになり、賃金上昇への圧力は限定的とも言える。

ただし、現在の経済情勢が大きく上振れなければ、賃金上昇による労働参加率の上昇を通じた労働供給の大幅な増加は生じないと考えられる。したがって、米国の緩やかな賃金上昇、緩やかな物価上昇の組み合わせは当面持続するものと考えられる。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@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。