

Global Market Outlook

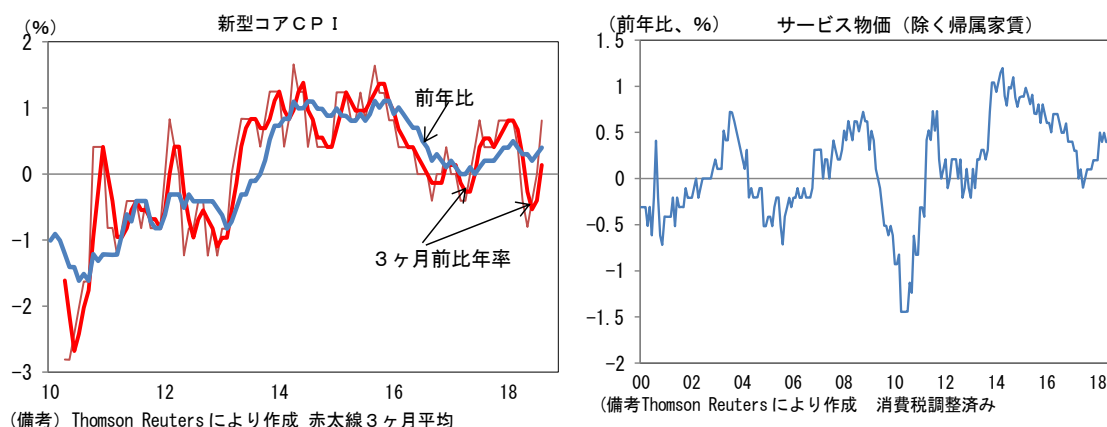
発表日: 2018年9月26日(水)

2%目標達成が近づく日

～労働市場が芯まで温まると物価・賃金が跳ねる可能性も～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

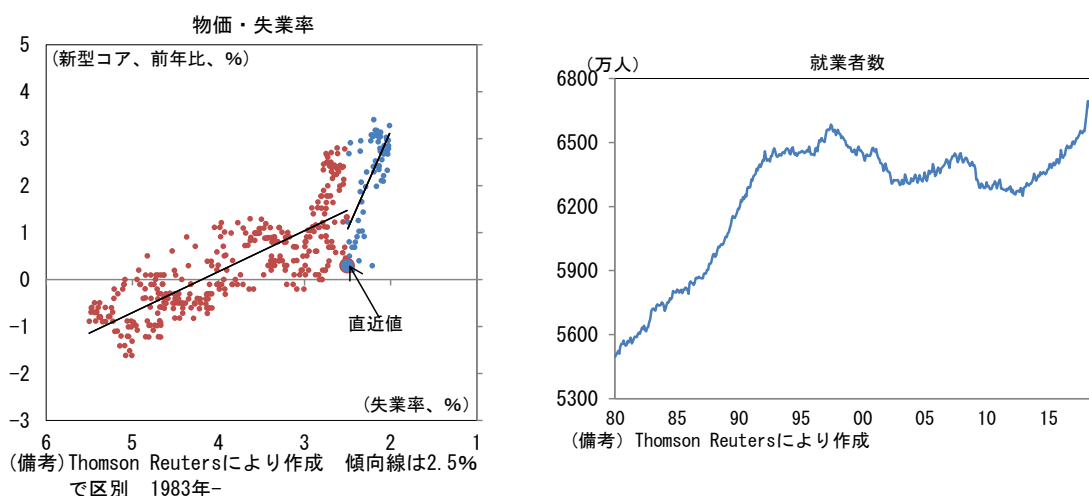
8月の消費者物価統計によると新型コア物価（除く生鮮食品・エネルギー）は前年比+0.4%へと加速し、季節調整済み前月比でも+0.2%と2ヶ月連続の上昇となった。新型コア物価は価格改定が集中する時期を含んでいる3-6月にかけて前月比マイナス傾向となり、デフレ脱却に疑問を投げかけたが、その後は持ち直している。新型コア物価は3ヶ月前比年率で+0.8%、同3ヶ月平均で+0.1%と機首をもたげつつある。8月の数値は振れの大きい宿泊費の上昇によって全体が押し上げられているため額面通りの評価は避けたいが、それでも物価の基調を見極める上で重要なサービス物価（除く帰属家賃）は前年比+0.7%に加速しており、少なくとも見た目上は、労働コストとサービス物価の相互刺激的な上昇が示された。



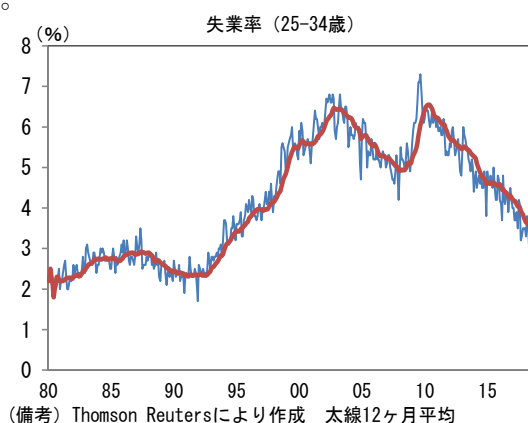
とはいえ、現時点の新型コア物価はフィリップス・カーブから導出される水準を大幅に下回っており、労働市場との断絶が疑われている。失業率は2%台半ばまで低下し、3%程度とされる均衡失業率（労政研）を下回っているにもかかわらず、現在のところ物価への波及は限定的である。しかしながら、今後、労働需給が一段と逼迫すれば、物価が加速度的に上昇する可能性がある。日銀の原田委員は2018年7月に「日本の失業者は158万人に過ぎないのに、就業者は前年比で151万人も増加しています」と指摘し、就業率がさらに上昇する余地がある（≒失業率の低下余地がある）ことを示したうえで、現在の失業率の下がり方では、物価が2%に向けて上昇するには不十分であるとの見解を示した。原田委員の試算によれば、物価が2%に向けて上昇するには失業率が1.9%まで低下する必要があるという。

実際、フィリップス・カーブは失業率2.5-3.0%近傍を閾値として2本の傾向線が描けるので、こうした主張は理に適っているだろう。筆者は、閾値を跨いだ瞬間に労働市場と物価のリンケージが一気

に強まる可能性が相応に高いと考えている（詳細は [9月21日付け当レポート](#) を参照ください）。潜在労働力が枯渇し、いよいよ企業が人件費上昇および値上げに積極的になるというシナリオである。

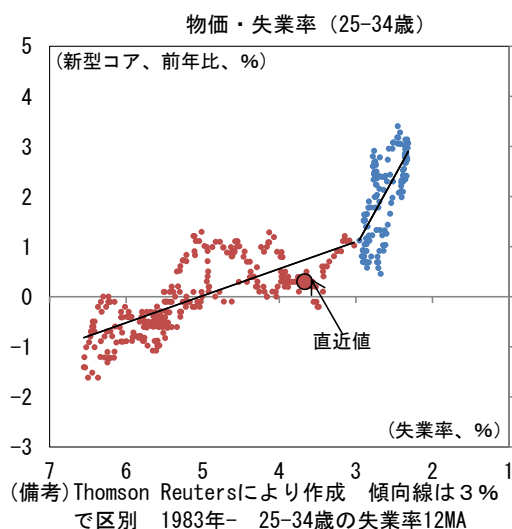


フィリップス・カーブのフラット化を巡る議論では、その他にも高齢化やIT技術発達による物価の下方圧力の存在が議論されているが、25-34歳の失業率が高いことも一因だろう。この年代の失業率が3.5%（12ヶ月平均）と全体（2.5%）より高く、かつ消費者物価上昇率が2%近傍にあった1990年代前半よりも1%pt以上高いところに位置しており、労働需給が十分に引き締まっていない状況にある。空前の人手不足と言われる中においても、現在は（自ら短時間労働を希望する）女性や高齢者の労働力が豊富に存在するため、企業が25-34歳の採用を後回しにしている可能性がある。65歳以上の失業率が1%台半ば（女性に限定すると1%以下）と異例の低水準にあるのは、こうした企業行動の存在を裏付けているだろう。

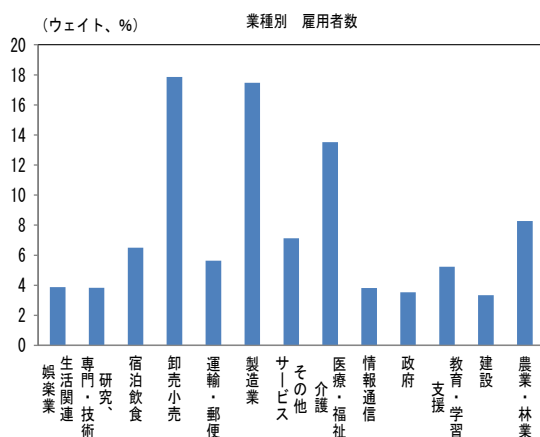


そこで25-34歳失業率を用いてフィリップス・カーブを描いてみると、現在の位置取りに大きな違和感がないことがわかる。25-34歳失業率は、現在の低下ペースが継続すれば2019-20年頃に3%、2021-22年頃に2.5%近傍への低下が見込まれる。計算上は、この年代の失業率が3%近傍へと低下する頃に新型コロナ物価が1%、2.5%近傍に到達する時に2%目標が達成されることになる。医療・介護の他にも持ち家の帰属家賃や公共料金等の粘着性、更には携帯電話関連の政策的抑圧を踏まえると、物価が加速度的に上昇するとは俄かに信じ難い。しかしながら、そうした予想外のシナリオを排除す

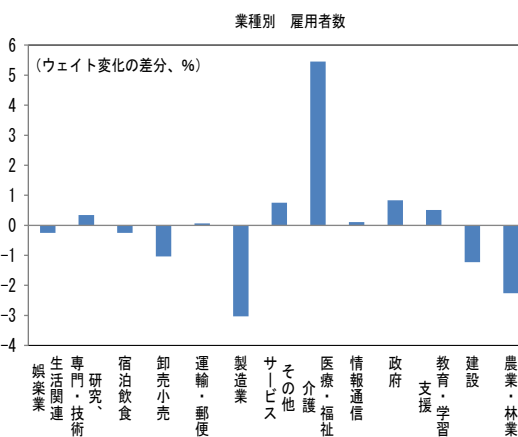
べきではないだろう。



最期にこうした物価上昇メカニズムを阻害する要因として、医療・福祉関連サービスの上昇加速が考えにくいことを指摘しておきたい。消費者物価におけるウェイトは全体の3%程度に過ぎないものの、医療・介護分野の雇用者数のウェイトがこの15年だけで5%も増加しているだけに、この分野で賃金・物価の相互刺激が封じられているのは大きな痛手である。医療・介護は国がサービスごとの単価を設定しているため、価格メカニズムが機能せず、結果として景気や需要動向に関係なく粘着的な動きとなる。価格が専ら診療報酬、介護報酬という制度的要因に左右されるならば、当然のことながら労働市場がどれほど逼迫しようと単価は上昇せず、むしろ、日銀の金融政策ではどうにもできない。サービス物価のうち外食、運輸・通信関連サービスなど労働集約的な品目が上昇傾向にあることから、失業率が低下するにしたがってサービス物価が上昇し、全体の物価も加速するとの結論を覆すことはないが、それでも2%目標の足かせになっているのは間違いない。逆の見方をすると、こうした硬直的なセクターで変化が観察された際に2%目標が急接近することになる。物価の基調が大転換するかどうかを見極めるうえで、制度的要因にも注意を払いたい。



(備考) Thomson Reutersにより作成 2017年



(備考) Thomson Reutersにより作成 2002年から2017年のウェイト変化の差分

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

