

Global Market Outlook

発表日: 2018年10月22日(月)

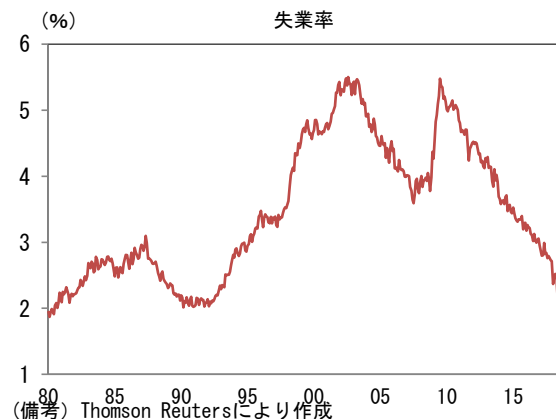
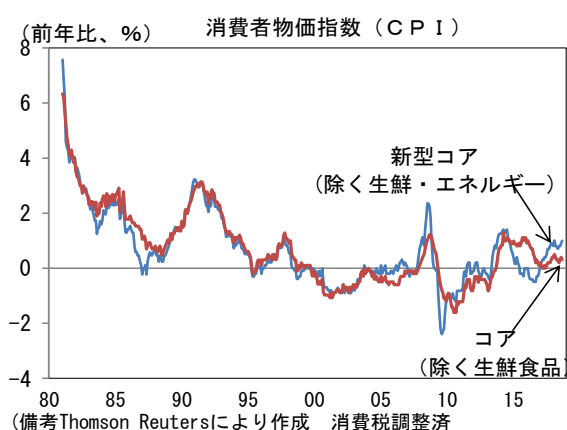
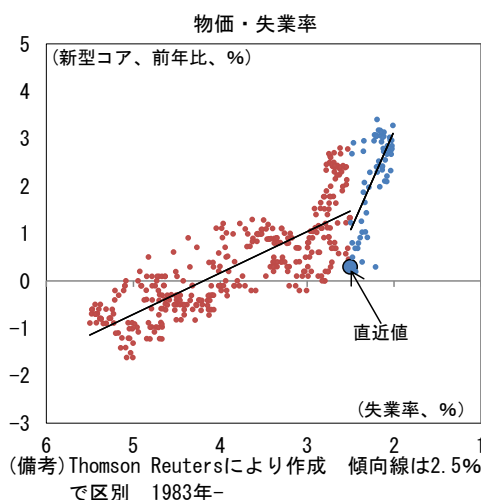
航続時間長めの機体が手に入れば

～2022年頃まで日米景気拡大なら2%目標の達成が現実味を帯びる～

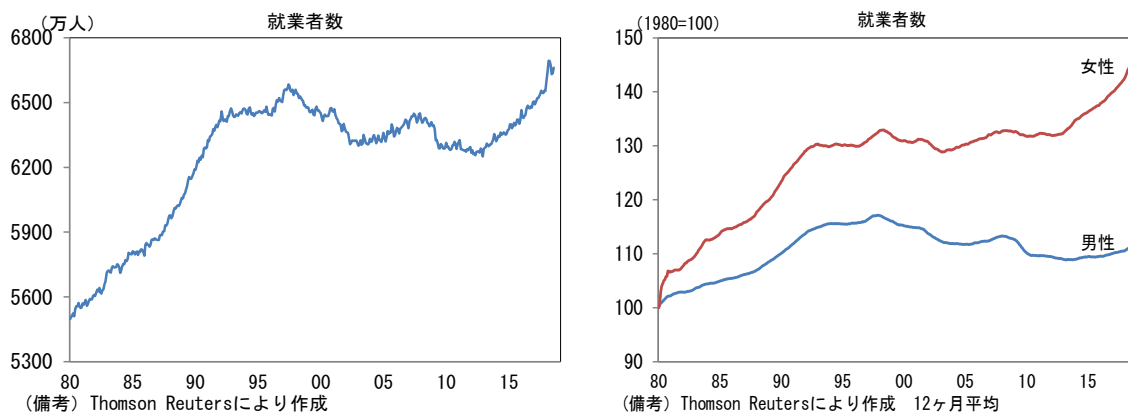
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

2019年10月の消費増税を乗り越え、デフレ完全脱却を実現するために必要不可欠なのは、政府・日銀による政策対応も去ることながら米国経済の力強い成長であろう。失業率の低下余地の乏しさから判断して、米国の景気循環は後半から終盤に到達していると考えるのが自然だが、2022年頃まで現在の景気拡大が持続すれば、2%物価目標の達成が現実味を帯びてくる可能性がある。その場合、日銀は悲願のマイナス金利解除を検討するだろう。

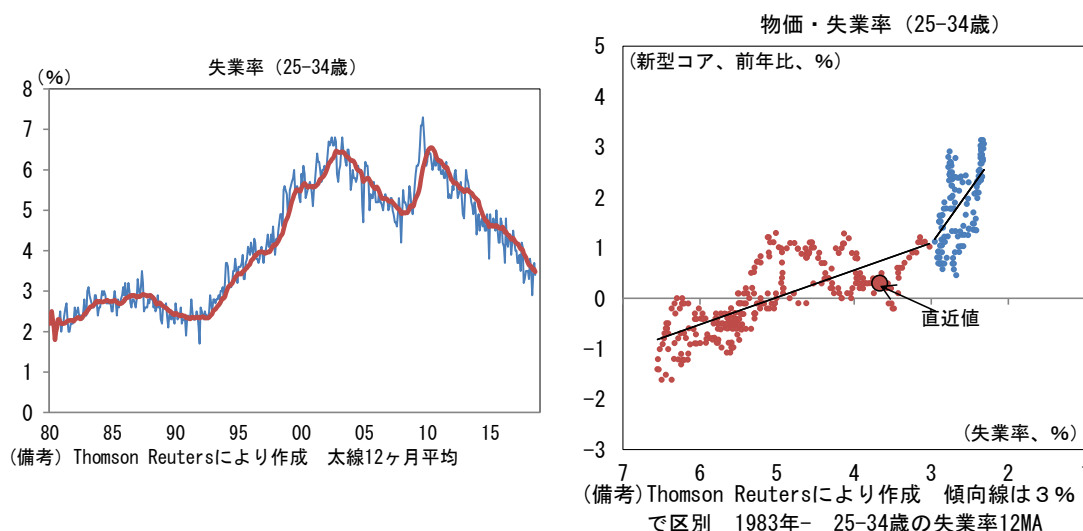
失業率が均衡失業率とされる2.84%（労働政策研究・研修機構の推計、2018年Q2）を下回っているにもかかわらず、賃金・物価の生体反応が鈍いことから日本のフィリップス・カーブは死んでしまったとも言われている。現在の失業率と賃金・物価の関係を単純に延伸すると2%目標の達成は非現実的なので、そうした主張は理に適っているように思える。しかしながら、日本には失業率2.5%近傍を境に2本のフィリップス曲線が存在し、それが2本目に突入するとそれまでのトレンドが大きく変化する傾向があることは認識しておきたい。消費者物価が2%近傍にあった頃の失業率は2%台前半であり、その領域において賃金・物価はより伸縮的であった。



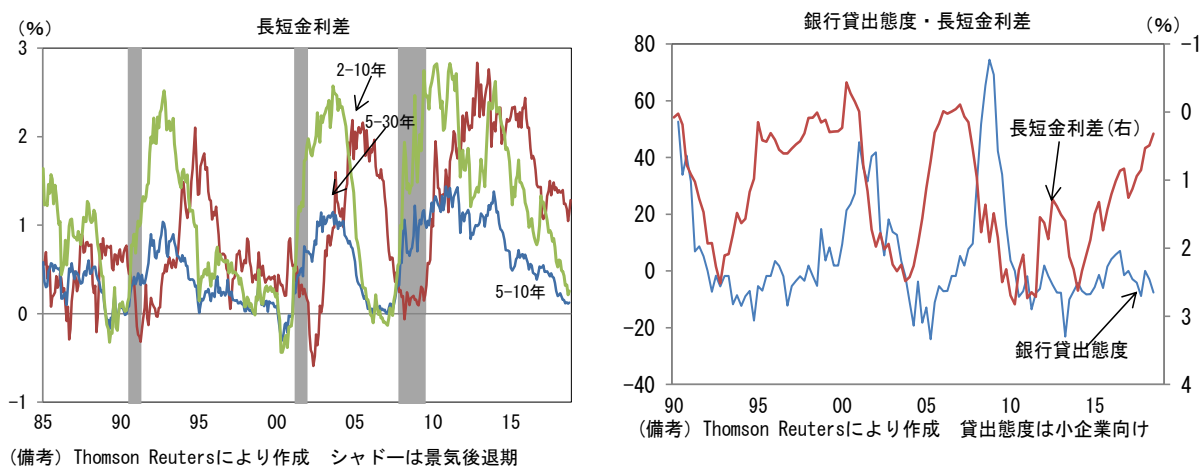
フィリップス・カーブのフラット化を巡る議論では、高齢化やIT技術発達による賃金・物価の下方圧力の存在が議論されているが、25-34歳の失業率が高いことも一因だろう。この年代の失業率は3.5%（12ヶ月平均）と全体（2.5%）より高く、かつ消費者物価上昇率が2%近傍にあった1990年代前半よりも1%pt以上も高いところに位置しており、労働需給が十分に引き締まっていない状況にある。空前の人手不足と言われる中においても、現在は（自ら短時間労働を希望する）女性や高齢者を中心に潜在的労働力が豊富に存在するため、企業が25-34歳の採用・待遇改善を後回しにしている可能性がある。65歳以上の失業率が1%台半ば（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。



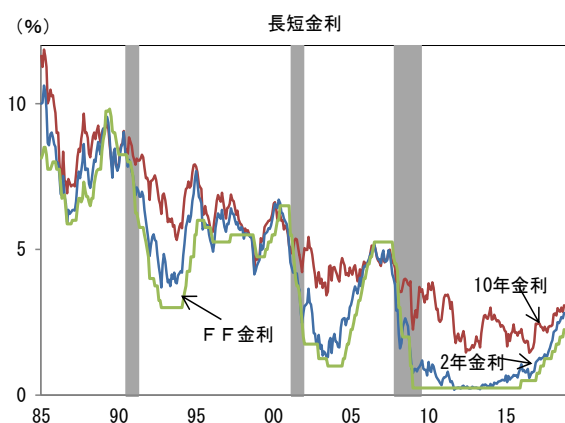
そこで25-34歳失業率を用いてフィリップス・カーブを描いてみると、現在の位置取りに大きな違和感がないことがわかる。25-34歳失業率は、現在の低下ペースが継続すれば2019-20年頃に3%、2021-22年頃に2.5%近傍への低下が見込まれる。計算上は、この年代の失業率が3%近傍へと低下する頃に新型コア物価が1%、2.5%近傍に到達する時に2%目標が達成されることになる。医療・介護分野の賃金・物価メカニズムが診療・介護報酬によって硬直的な状態にあるほか、持ち家の帰属家賃や公共料金等の粘着性、携帯電話関連の政策的抑圧を踏まえると、物価が加速度的に上昇を遂げるとは俄かに信じ難いが、それでも労働市場が芯まで加熱すれば、フィリップス・カーブが復活する可能性はある。



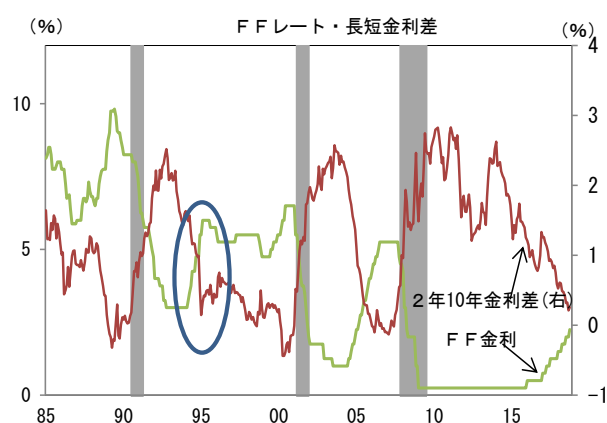
問題は米国経済がそれまで景気拡大を持続できるか否かである。米債市場では長短金利差が縮小し、今や逆イールドすら視野に入る領域にあり、それが景気後退を引き起こすかどうかの議論が盛り上がりを見せている。長短金利差縮小は、銀行貸出の利鞘減少を通じて信用創造を減衰させることから、倒産・失業を生み、景気後退の引き金になると言われている。しかしながら、長短金利差と銀行貸出態度の関係は不明確である。過去のサイクルを見ると、長短金利差にやや遅れて銀行貸出態度が変化しているようにも見えるが、直接的な因果関係が存在するかは微妙。FEDスタッフがペーパーで示したとおり、長短金利差が有する景気の予測精度はさほど高くはない印象を受ける。ただし、それでも過去の景気後退を予測してきた実績は軽視すべきではない。理論的根拠は乏しくとも、実際に人々が景気後退を意識することで不安が自己実現する可能性があるからだ。株式市場やクレジット市場の下落を誘発し、それが複数の経路を通じて実体経済に伝播したケースは過去にも経験している。



逆イールド回避の意味もあってFEDは2019年後半に利上げを小休止する可能性があり、また同時にそれが望ましいと筆者は考える。仮にそうなれば景気後退に陥る可能性は幾分低下し、1994-95年型の展開が期待できる。94-95年にかけては3%から6%への利上げが実施されたが、引き締め効果が早期に表面化したこともあって速やかに利上げが停止され、その半年後には利下げが開始されたことから逆イールドは回避された。その後はドットコムバブル崩壊まで失業率は低下を続け、株価は上昇、息の長い景気拡大を歩むことになった。今次局面においては失業率の低下余地が限られていることから、当時ほど長い景気拡大は期待できないものの、それでも景気後退の到来を遅らせる一助にはなるだろう。政策当局による絶妙な舵取りの下、米国の失業率が少なくとも2022年頃まで極めて低水準で推移すれば、日本経済も景気拡大経路を歩み、2%の物価目標が現実味を帯びるだろう。こうした楽観的見通しをメインシナリオにするのはさすがに躊躇するが、一方で2%目標の達成は有りえないとして切り捨てるのもまた危険だろう。



(備考) Thomson Reutersにより作成 シャドローは景気後退期



(備考) Thomson Reutersにより作成 シャドローは景気後退期



(備考) Thomson Reutersにより作成 シャドローは景気後退期

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。

