

2%物価目標の達成にはもう一段の賃金上昇が必要

～ 先行き懸念から設備投資は弱含み～

佐古 佳史

要旨

労働市場のひっ迫した状態が続くなか、賃金上昇率はじわじわと高まってきた。しかしながら、FRB が目標とする安定的な 2%のインフレ率を達成するためには、もう一段の賃金上昇が必要と考えられる。

米国経済の先行き懸念から、19 年に入り、設備投資関連の指標は軟調に推移しているが、先行きについても弱含みが予想される。

独立性が脅かされる FRB

連日のように連邦準備制度理事会（FRB）批判を繰り返しているトランプ大統領は、現在空席の 2 名の FRB 理事について、利下げをすべきという、自身の考えと近い人物を指名する意向を示している。FRB の金融政策は、連邦公開市場委員会（FOMC）にて最大 12 名の多数決で決定されるため、どのような人物が新理事^{（注 1）}に就いたとしても、即座に金融政策が一段とハト派化するわけではない。しかし、他国のことでありながら欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁が懸念を示したように、FRB の独立性が脅かされているのは間違いなく、理事選考過程とその影響には注意する必要があるだろう。

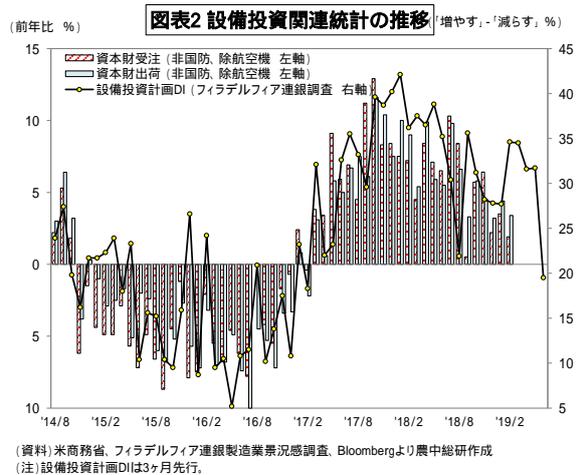
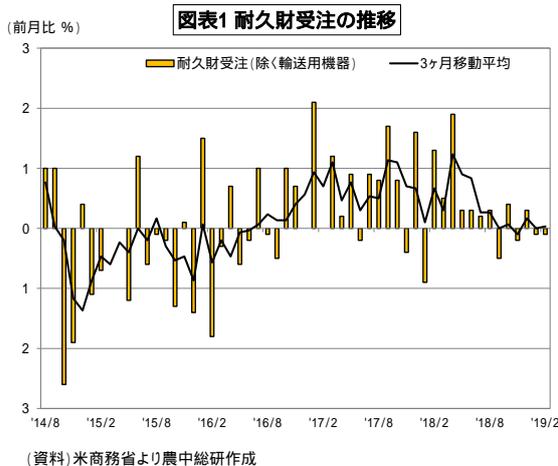
（注 1）大統領が指名した後、上院での過半数の支持が必要。

米国経済の減速懸念もあり、設備投資が弱含み

さて、経済指標を確認してみると、3 月の非農業部門雇用者数は前月から 19.6 万人増と、同 3.3 万人増と弱含んだ 2 月から持ち直した。失業率、25～54 歳の労働参加率は前月と変わらず、それぞれ 3.8%、82.5%となり、労働市場はひっ迫した状況が続いている。

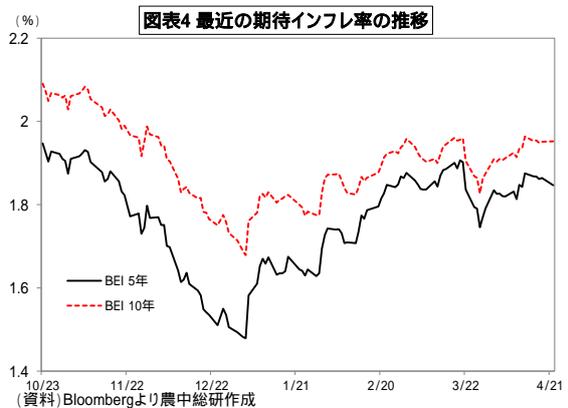
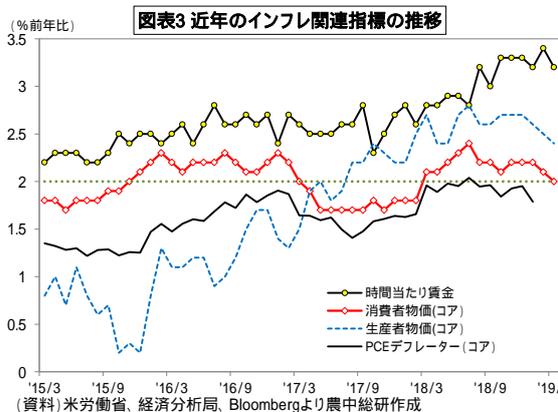
ミシガン大学の調査では、減税効果は消滅しつつあるとの認識の下、インフレや賃金への消費者の関心が一段と高まっているようだ。こうした調査からも、19 年に入り減税効果が剥落するなか、賃金上昇率が今後の消費拡大の鍵を握ると考えて良いだろう。

設備投資については、17、18 年と比べ 19 年はかなり弱含んで推移している。景気に対して先行性があると考えられる耐久財受注が 2 ヶ月連続で前月比 0.1%となったことや、フィラデルフィア連銀設備投資計画 DI が弱いことから、米国経済の減速懸念が実体経済へ波及してきたといえる。



ページブック
は、わずか～緩
やかなペースで
の成長を報告

17日に公表されたページブックでは、足元の米国経済の成長ペースは、「わずかないし緩やか(slight-to-moderate)」と報告されたが、一部の地域では成長ペースが強まっている点も指摘された。また、労働市場がひっ迫するなか、技術・専門職における高技能労働者や、製造業、建設業における熟練労働者の雇用が困難化している点も報告されている。



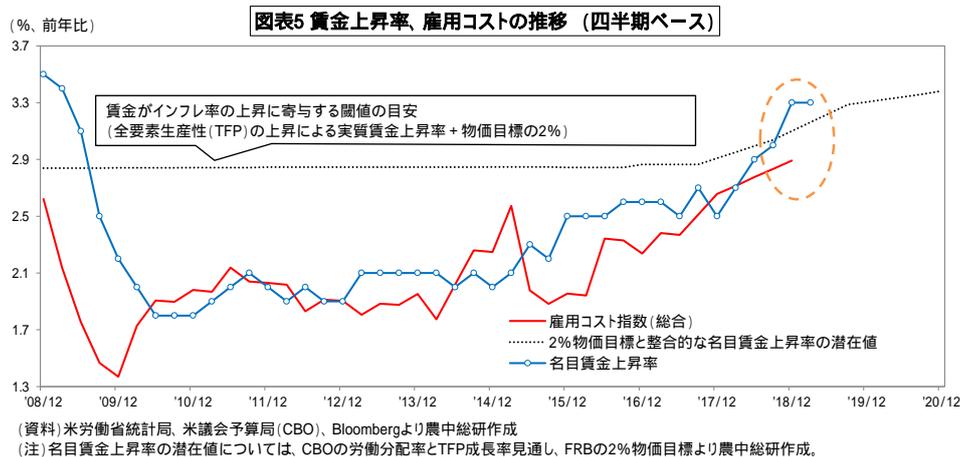
2%物価目標には
はやや物足りない
賃金上昇率

インフレ率については、3月の消費者物価、生産者物価(ともにコア)がそれぞれ前年比2.0%、2.4%と、このところ伸び率が鈍化している。PCEデフレーター(コア、1月)も同1.8%と、FRBが目標とする2%物価目標を若干下回る推移となっている。

ここで、賃金上昇率とインフレ率について考えてみよう。賃金上昇率は3月の雇用統計では前年比3.2%へと、2月の同3.4%から伸びが鈍化した。一方で、図表5からは賃金上昇率が17年末以降着実に高まってきたことがうかがえる。しかしながら、PCEデフレーター(コア)は安定的に前年比2%の水準で推移しているとは言い難く、若干ではあるものの2%を下回った推移が続いてきた。

確かに、雇用統計で注目される（名目）賃金上昇率は高まっているものの、全要素生産性（TFP）の伸びによる賃金上昇率はインフレ率の上昇には寄与しない。そこで、米議会予算局の見通しにおける TFP の伸びと労働分配率の見通しを踏まえつつ、標準的なマクロ生産関数から計算すると、2%物価目標と整合的な名目賃金上昇率は同 3.2%前後となった（19 年度（18 年 10 月～19 年 9 月）の推計値、20 年度内は同 3.4%前後）。

したがって、足元の賃金上昇率は約 10 年ぶりに 2%のインフレ目標の達成を可能とする水準に届いたと考えられるが、インフレ率は過去の値に引きずられることから、20 年にかけては、前年比 4%弱の賃金上昇率が必要になるだろう。よって、足元の賃金上昇率は、インフレ率が持続的に 2%を超えるにはやや物足りないと考えられる。



また、ローゼングレン・ボストン連銀総裁が 4 月 16 日に述べたように、FRB が不況期に 2%を下回るインフレ率を許容するのと同様、好況期には 2%を上回るインフレ率を許容するスタンスをとるのであれば、一段の労働市場のひっ迫と、更なる賃金上昇率の加速を待つ必要がある。こうしたことから、FRB は現在の政策金利の誘導目標（2.25～2.5%）を、長期間にわたって据え置く必要に迫られるかもしれない。

足元では、労働市場のひっ迫を反映して、週休 3 日制や学生ローンの返済サポートなど、賃金以外の様々な方法を用いて労働者を惹きつけようとする動きが報告されている。こうした、より広い範囲における人件費に対応する指標としては雇用コスト指数が優れており、4 月 30 日に公表される 1～3 月期の同指数の上昇率にも注目したい。

**長期金利：2.5
～2.7%のレンジ
を予想**

最後にマーケットを概観すると、世界経済の先行き懸念が強まるなか、年内の利上げ回数が0回との見通しが示された3月のFOMC（20日）以降、金利は2.4%まで低下し、10年債と2年債の金利が逆転する逆イールドが11年半ぶりに発生した。その後も長期金利の変動は大きかったものの、足元ではそうした動きが収まりつつあり、3月のFOMC前の水準にまで金利は再び上昇した。

先行きに関しては、世界経済への懸念がやや和らいだことから長期金利は3～4月と比べ、やや上昇すると考えられる。よって、米長期金利のレンジは2.5～2.7%と予想する。



**株式市場：方向
感を欠く展開を
予想**

株式市場では、一般的に景気後退の先行指標として知られる逆イールドが3月22日に生じたことで、ダウ平均は25,000ドル台半ばまで一旦下落した。しかし、米中通商協議をめぐる米政府高官からの楽観的な発言が多いことに加えて、中国の一部の経済の指標が好転したことで、世界経済をめぐる懸念がやや後退したことなどが株価を下支えし、4月以降は26,000ドル台で推移している。

先行きについて考えてみると、FRBのハト派スタンスから下値が限定的なことに加え、通商協議も徐々に懸念材料ではなくなってきた。一方で、米企業の19年の業績見通しは低調で、実際、1～3月期決算もまちまちな内容となっていることから、上値も重いと考えられる。株式市場は方向感を欠く展開を予想する。

(19.4.22 現在)