

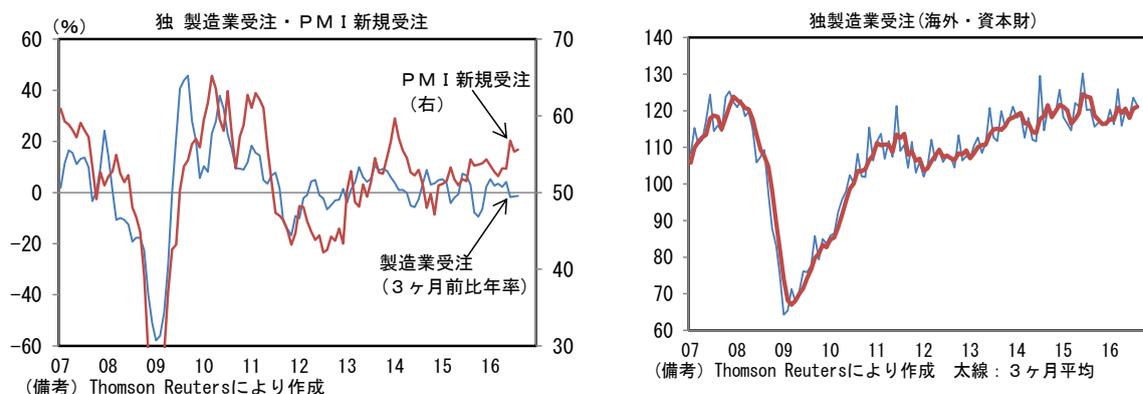
なぜ賃金上昇を強調しない（日銀） 平均時給よりも離職率（FED利上げ）

2016年10月7日（金）

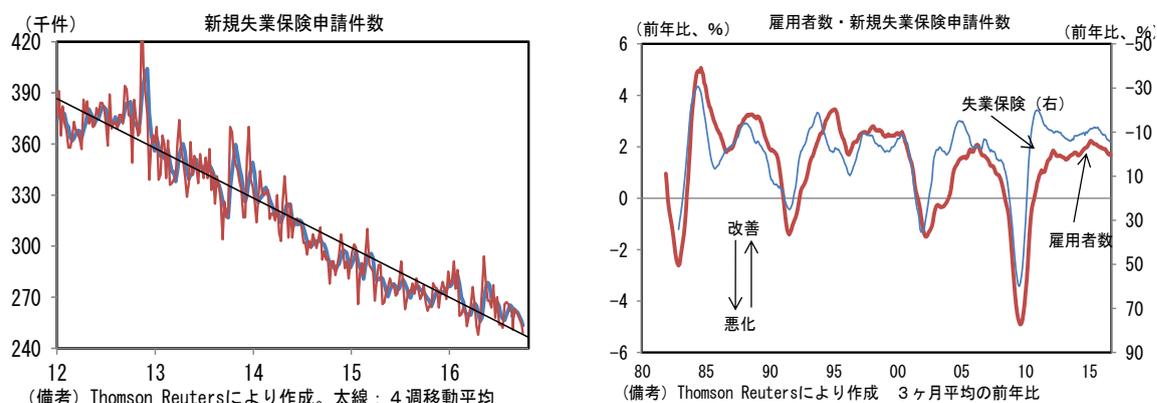
第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- 8月ドイツ製造業受注は前月比+1.0%と市場予想（+0.3%）を上回り、2ヶ月連続の増加。海外向けが▲0.2%と僅かに減少したものの、国内向けが+2.6%と反発。財別では消費財+2.9%、中間財+1.7%、資本財+0.3%が揃って増加。受注全体のモメンタムを3ヶ月前比年率でみると▲1.3%と、マイナス圏にあるが、速報性に優れたPMI新規受注は7-9月期に大幅改善しており、先行きのアップサイドリスクを示唆している。なお、グローバルな設備投資需要を見極めるうえで有効な海外向け資本財受注は▲1.7%と減少したものの、均してみれば増加基調にあり、年初からの下落を取り戻しつつある。



- 米新規失業保険申請件数は24.9万件とポジティブ・サプライズ。4週移動平均は25.4万件と43年ぶり低水準を更新。前年比でみた減少ペースは鈍化しているものの、水準は傾向線上に回帰しており、労働市場の量的改善を示している。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- 前日の米国株は小幅反落。雇用統計を控えて様子見姿勢が強まるなか、持高調整に終始。WT I原油は50.44ドル（+0.61ドル）で引け。9月にOPECが合意した減産の枠組みについて話合いの機会が設けられるとの報道や大型ハリケーン「マシュー」が原油生産を滞らせるとの懸念がある。
- 前日のG10通貨はUSDが全面高。ここもとの米指標の強さが意識される下、USDはアジア時間から堅調に推

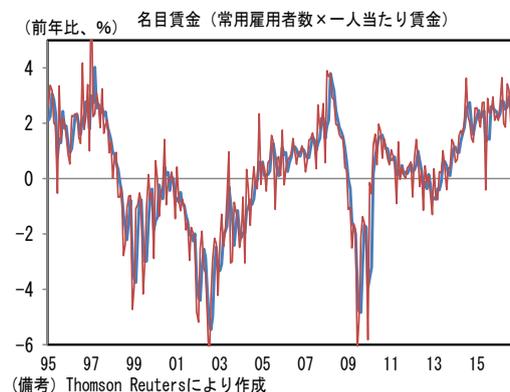
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

移。その後、米新規失業保険申請件数が強い結果になると一段と上値を伸ばした。USD/JPYは104に上伸。EUR/USDは1.11半ばへと下落。GBP/USDは米国時間に1.26まで水準を切り下げた後、日本時間8時頃に特段の材料がない中で急落。一時1.18台まで下値を伸ばした。

- ・前日の米10年金利は1.737% (+3.5bp) で引け。原油価格の上昇に歩調を合わせる形で金利上昇。欧州債市場(10年)はコア国中心に堅調。ECBが緩和縮小を模索との観測報道を材料に、過去2営業日に売られた反動から買い戻し優勢。ドイツ(▲0.018%、▲1.3bp)、イタリア(1.342%、▲1.9bp)、スペイン(1.009%、▲2.7bp)が揃って金利低下。他方、リスクセンチメントに弱さが残る下、ポルトガル(3.513%、+5.6bp)は金利上昇。周縁3ヶ国加重平均の対独スプレッドは小幅にタイトニング。

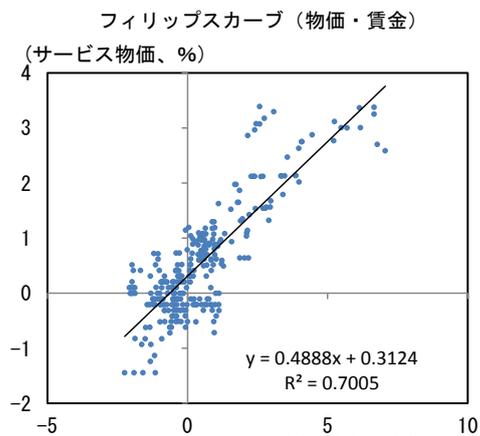
【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株はUSD/JPY上昇が好感されるものの、4日続伸した後とあって前日終値付近でもみ合い(10:00)。
- ・8月毎月勤労統計によると現金給与総額は前年比▲0.1%と市場予想(+0.4%)を下回り、再びマイナス圏に沈んだ。もっとも7月に+1.4%と高い伸びを示していたので、その反動と解釈すれば悲観する必要はない。内訳は所定内給与が前年比+0.5%、所定外給与が▲1.9%、特別給与が▲7.7%であった。残業代の抑制などから所定外給与が減少を続け、特別給与も減少したが、最重要項目の所定内給与が伸びており内容は良い。マクロ賃金(一人当たり賃金×常用雇用者数)は前年比+2.0%、3ヶ月平均は+3.0%と安定的に高い伸びを維持。時間当たり名目賃金もトレンドは明らかに加速しており、労働市場のタイト化を映し出している。

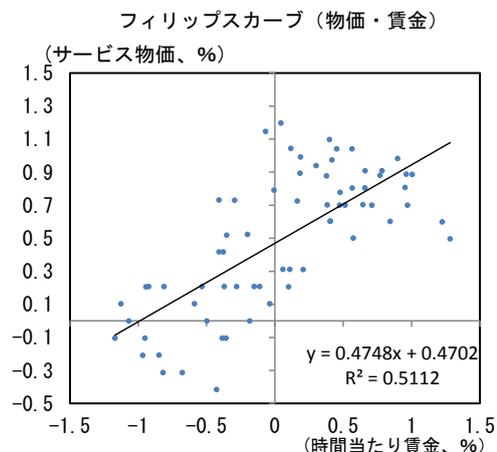


<物価と賃金はパラレル#サービス物価#米雇用統計#平均時給>

- ・上述のとおり毎月勤労統計では賃金の上昇基調が確認された。この点は「物価と賃金が持続的に下落するという意味でのデフレではなくなっている」、「物価と賃金は実証的にも理論的にも概ねパラレルに動く」という黒田総裁の主張を裏付ける。実際、物価の基調に忠実な、帰属家賃を除いたサービス物価と時間当たり賃金を比較すると、長期的に強い連動性が確認でき、最近の5年間でもこの関係が保たれていることがわかる(賃金版フィリップスカーブ)。政府・日銀は「物価が上がっても、給料は上がらない」との批判に、こうしたデータを示して答えるべきだろう。日銀はかつて、物価目標が達成できなかった理由として「消費者の値上げに対する抵抗感」を指摘していた。そうした問題意識を持っていながら「総括的検証」にこうした視点の分析が盛り込まれなかったことは残念である(図は次項)。



(備考) Thomson Reutersにより作成 1992年以降
サービス物価は帰属家賃を除いたベース
賃金は12ヶ月平均の前年比



(備考) Thomson Reutersにより作成 2011年以降
サービス物価は帰属家賃を除いたベース
賃金は12ヶ月平均の前年比

・本日発表の米雇用統計。注目はNFP、失業率といったヘッドラインも去ることながら、完全雇用には達したかを判断する際に重要となる平均時給だろう。平均時給は緩やかな上昇基調にあるものの、最近では2.5%程度で頭打ち感が出ており、ハト派が追加利上げの見送りを主張する際の根拠となっている。今後、平均時給が上昇すれば追加利上げをしない理由が無くなり、追加利上げの可能性がますます高まるのだが、平均時給に先行性を持つ自発的離職率に目を向けると、2016年入り後に上昇がストップしている。自発的離職率は転職活動の活発度合いを示すことから、その上昇鈍化は賃金上昇シナリオに疑問を投げかける。年内追加利上げおよび目先の雇用統計の平均時給、2017年以降の軌道を予想するには自発的離職率に目を向ける必要がある。

