

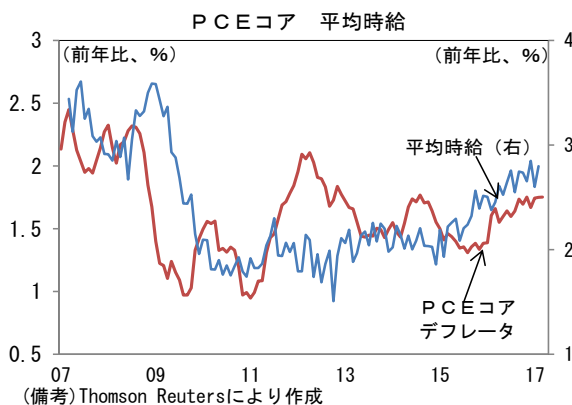
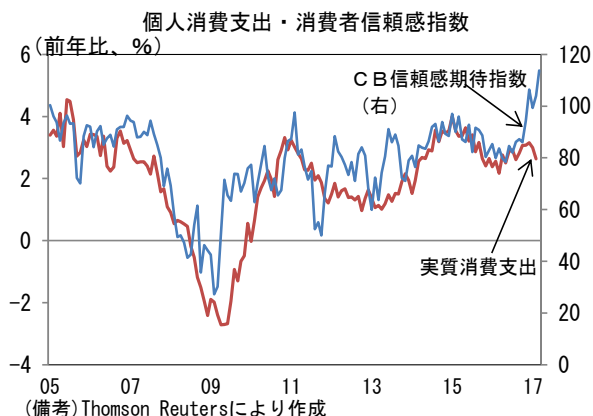
業況が悪化しても賃金は上がる？ ～日銀短観 人手不足感強い～

2017年4月3日（月）

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】

- ・2月米個人消費支出は前月比+0.1%と市場予想（+0.2%）を下回った。実質ベースでは▲0.1%と予想外に2ヶ月連続の減少となり、3ヶ月前比年率では+1.9%へと伸びが鈍化した。最近の消費者信頼感指数の著しい改善と相反する結果となったが、個人所得は前月比+0.4%と堅調で前年比でも+4.6%と安定的していることを踏まえると、消費の弱さは一時的と判断される。賃金は5%超の伸びを遂げている。
- ・PCEデフレーターは前年比+2.1%と2012年4月以来となる2%に到達。エネルギー関連の財物価下落が止まるなか、サービス物価が緩やかに加速しているため物価は上昇基調にある。コアデフレーターは賃金の上昇に呼応する形で+1.8%に伸びを高め、FEDの目標をほぼ捉えている。



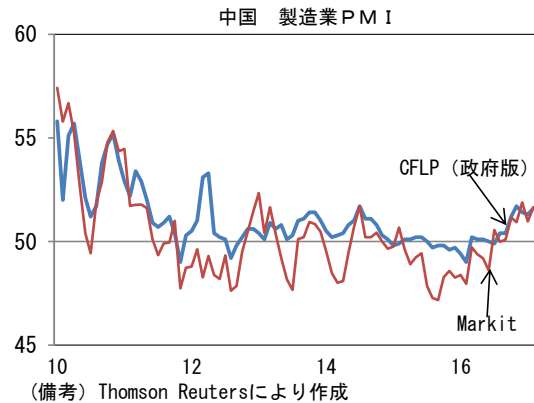
【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は反落。新規の材料に乏しいなか、金融、エネルギーセクターが利益確定売りに押された。WTI原油は50.60ドル（+0.25ドル）で引け。ベーカー・ヒューズ公表の米稼動リグ数は824と前週から15基増加。石油向けが662基（前週652基）、ガス向けが160基（155基）であった。
- ・前日のG10通貨は欧州通貨（NOK、SEK、DKK、EUR）が軟調だった反面、GBPとJPYが買われ、USDの強さは中位程度であった。USD/JPYは112を割れ、111前半まで下落した。
- ・前日の米10年金利は2.387%（▲3.2bp）で引け。ダドリーNY連銀総裁が3回の利上げシナリオを確認したことで4回の観測が縮小。欧州債市場（10年）はコア堅調、その他軟調。ドイツ（0.328%、▲0.5bp）が金利低下となった一方、フランス（0.970%、+2.7bp）、イタリア（2.318%、+17.0bp）、スペイン（1.667%、+1.8bp）が金利上昇。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米株安に追随して小安くスタートしたが、31日に下落した反動もあって買い戻し優勢（11:00）。
- ・1日に発表された3月の中国製造業PMI（Markit/財新）は51.2と市場予想（51.7）を下回り、2月から0.5pt悪化。31日に発表された政府版のそれが51.8へと0.2pt改善したと整合しないのは、調査の対象

となる企業規模、業種が相違しているだろう。Markit版の方が中小企業のウェイトが高いほか、輸出業者が多く含まれていることが知られている。ゆえに3月調査で明暗を分けたのは「新規輸出受注」であった。Markit版の新規輸出受注（53.8→51.9）が2pt近く低下した反面、政府版のそれが51.0へと0.2pt改善していたことを踏まえると、中小企業を中心に輸出環境の改善が一服した可能性が示唆される。



< # 日銀短観 # 人手不足 >

- ・日銀短観（3月調査）によると大企業・製造業DIは「最近」が+12と市場予想（+14）を下回ったものの、12月調査からは2pt改善。在庫調整の進展、輸出の増加を背景に素材業種（+8→+12）、加工業種（+10→+12）が共に上向いた。業種別では自動車、はん用機械、生産機械、鉄鋼などの改善が顕著。米中経済の持ち直しと円安の恩恵を強く意識させる結果であった。一方、「先行き」は+11と最近対比ではほぼ横ばいの慎重姿勢が示された。業種別では自動車（最近+18→先行き+9）の下方屈折が目を引くが、これは足もとで円安の進行が一服しているほか、日米通商交渉に伴う不透明感が背景として考えられる。
- ・大企業・非製造業DIは「最近」が+20、「先行き」が+16であった。建設、不動産、情報サービスが強さを維持したほか、通信が異例の高水準から軟化。一部企業で人手不足と価格改定が話題となった運輸・郵便は「最近」が+12へと4pt改善した一方、「先行き」は+6へと6pt低下が見込まれた。このことは人手不足解消と値上げの難しさを浮き彫りにしているが、後述するとおり人手不足感は一段と強まっているため、今後も労働需給逼迫を背景にサービス物価上昇と賃金に上昇圧力が働く構図は崩れそうにない。
- ・雇用人員判断（全規模・全産業）は「最近」が▲25、「先行き」が▲26とバブル期に匹敵する領域に突入した。特に中小・非製造業において人手不足が深刻でDIは「最近」が▲34、「先行き」が▲37と圧倒的。このことは近年の中小企業における賃金上昇率加速に強く関係している可能性が高く、賃金の決定要素が業績から人手不足感に移っていることを示唆している。このように日本経済が構造的な人手不足に直面していることからすれば、先行きも賃金上昇圧力が途絶える姿は描きにくい。デフレ脱却を裏付けるデータと言えるだろう。

