

日銀の出口が近づく可能性 ～蘇るフィリップスカーブ～

2017年11月21日（火）

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】

- ・欧米で主要な経済指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は反発。感謝祭を控え大きくポジションを傾けにくい中ではあったが、欧州株の上昇に追随。イエレン議長は、パウエル氏がFRB議長に就任した時点でFRB理事も同時に退任すると表明したが、相場への影響は限られた。WTI原油は56.09ドル（▲0.46ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はJPYとEURがやや軟調。EURはドイツの連立協議決裂を受けて一時大幅に下落したものの、その後はメルケルが緑の党と少数与党政権を樹立するとの観測報道もあって買い戻された。USD/JPYは欧州時間まで112近傍で推移した後、米国時間入り後は米長期金利の上昇を横目に112半ばまで水準を切り上げた。
- ・前日の米10年金利は2.367%（+2.3bp）で引け。株式市場の上昇を横目に金利上昇。欧州債市場（10年）はドイツ（0.361%、+0.2bp）、フランス、イタリア、スペインが金利低下。対独スプレッドはイタリア、スペインでタイトニング。ドイツの連立協議決裂はさほど影響が観察されなかった。

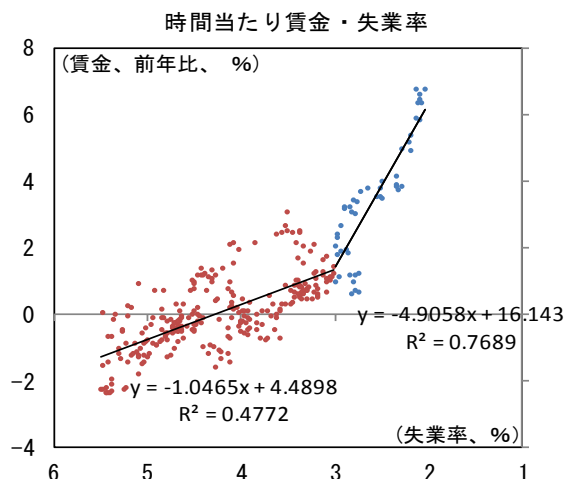
【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株ラリーに追随して高寄り後、もみ合い（10：00）。

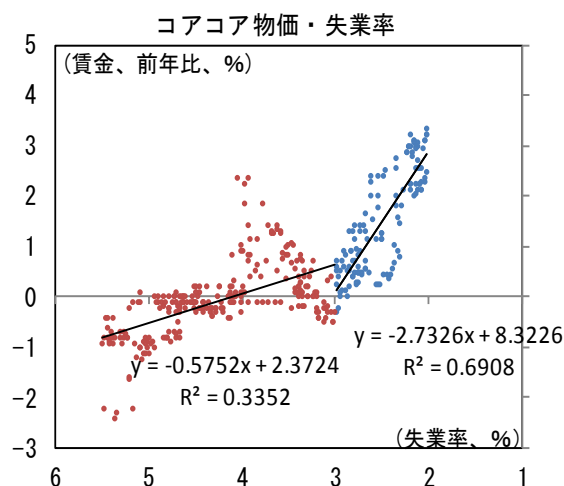
<#フィリップスカーブ #失業率3% #日銀「出口」>

- ・日本経済は空前の人手不足に直面しているにもかかわらず、賃金・物価上昇率は鈍い状態が続き、それが話題になっている。目下、需給ギャップが解消し、失業率が3%近傍まで低下する中でもエネルギーを除いた物価は0%を僅かに上回る領域で推移し、一人当たり賃金は漸く0%台後半に到達した段階である。
- ・とはいえ、失業率と賃金・物価の関係を整理すると、失業率が3%近傍でインフレ率が高まらないのは過去の傾向どおりの事象であり、意外感がないのも事実。実際、失業率を横軸にとったフィリップスカーブは失業率3%を境界に2本の傾向線が存在する非線形の関係が観察されてきた。
- ・ここからの含意は、目下の失業率低下傾向を前提とすれば、今後は日銀が期待するように①賃金・物価が加速度的に上昇し、②金融緩和からの「出口」が近づく可能性があるということ。日銀は消費者物価統計でインフレ圧力が観察されない理由として「省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとする動きがみられていること」を指摘しているが、一方で無料のサービスを削る等の“実質値上げ”が進んでいることを指摘。黒田総裁は11月6日の講演で「これまで提供していたサービスのうち、人件費との兼ね合いで採算の合わないものを削減していくといった取り組み」が既に観察されていることを指摘した。また「各種の合理化努力と並行して、吸収しきれなくなってきた賃金コストの上昇分を価格に転嫁していく動きが広がっています」として、既に企業の価格設定スタンスが積極化しつつあることも示した（併せて日銀短観の販売価格判断DIを図示）。

- ・これまで実質的に無料で提供していたサービスの見直しが一巡すれば、「次の段階」として企業は表面上の製品・サービス価格の値上げに踏み切ることが想定される。この「次の段階」の入り口にあたるのが、失業率3%以下の領域であるのならば、今後は賃金・物価上昇率が加速度的に上昇する可能性がある。その場合、日銀の出口戦略が市場参加者の予想以上に早い段階で現実味を帯びる可能性がある。



(備考) Thomson Reutersにより作成 傾向線は3%で区別 時間当たり賃金 1992年以降



(備考) Thomson Reutersにより作成 傾向線は3%で区別 コアコア物価 1985年以降