

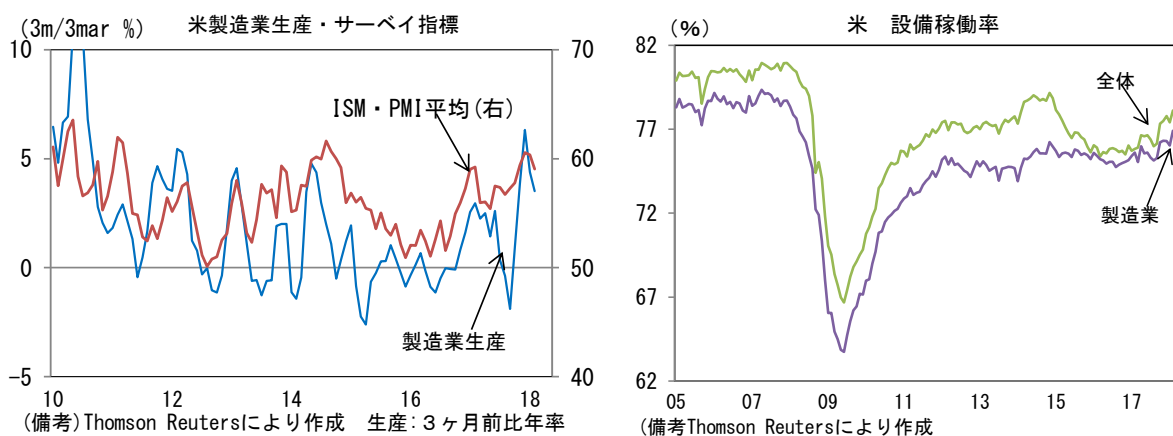
賃金に物価は関係ない？ ～まずまずのベア+0.77% 内生的インフレの兆し～

2018年3月19日（月）

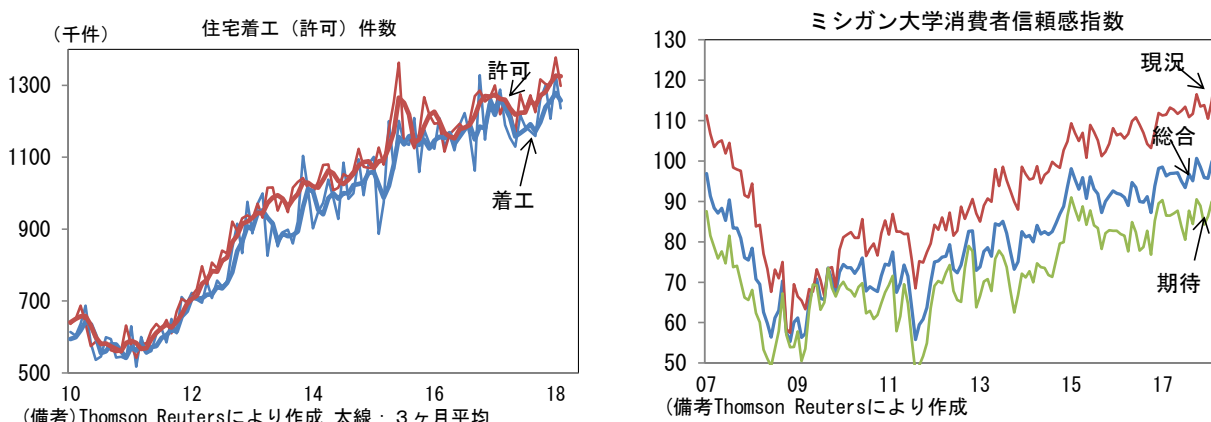
第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 2月米鉱工業生産は前月比+1.1%と市場予想（+0.4%）を大幅に上回った。公益（▲4.7%）が大幅に減産となった反面、鉱業（+4.3%）と製造業（+1.2%）が大きく伸びた。自動車は+3.9%と好調だったほか、建設供給品が+2.3%と強い。製造業生産は3ヶ月前比年率で+4.4%、同3ヶ月平均で+3.5%と堅調。ISMやPMIの著しい改善と概ね整合的な増勢となった。設備稼働率は全体が78.1%、製造業が76.9%と後者は景気後退後の最高点に到達した。



- ・ 2月米住宅着工許可件数は前月比▲7.0%、123.6万件となり市場予想（132.0万件）を下回った。内訳は戸建てが+2.9%と2ヶ月連続で増加した反面、集合住宅が▲26.1%と大幅に落ち込んだ。1月に集合住宅が前月比+25.6%と極めて高い伸びを示した反動がでた形だが、主力の戸建てでは増加基調にあり、悲観的要素に乏しい。NAHB住宅市場指数が長期にわたって異例の高水準を維持していることに鑑みれば、住宅着工が趨勢的に落ち込むような姿は想像しにくい。
- ・ 3月ミシガン大学消費者信頼感指数は102.0と市場予想（99.3）を上回り、2月から2.3pt改善。内訳は、期待（90.0→88.6）が僅かに低下した反面、現況（114.9→122.8）が著しい改善を示した。消費者マインドは2月の株価下落を持ち堪えた後、足もとで再び楽観を強めている。



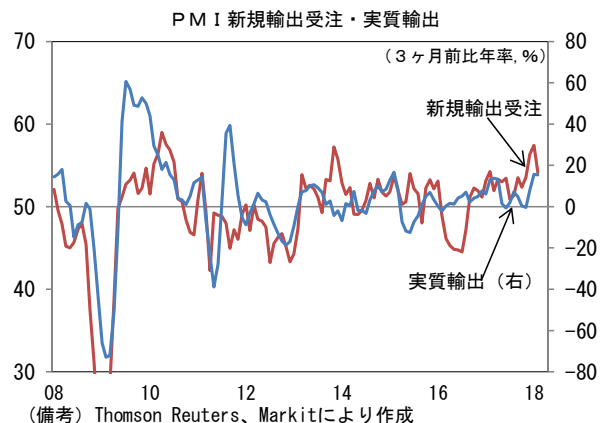
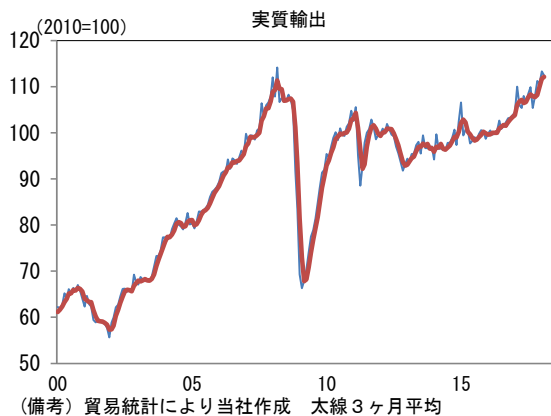
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は上昇。米指標が概ね好調な結果となったことを受けて資金流入。3日続落となっていたNASDAQも下げ止まった。WTI原油は62.34 \downarrow (+1.15 \downarrow) で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDの強さが目立つなかでJPYが最強となった。USD/JPYは一時106を回復する場面があったものの、結局は105後半へと水準を切り下げた。他方、EUR/USDは1.23を割れて越週。
- ・前日の米10年金利は2.845% (+1.7bp) で引け。好調な米指標を受けて金利上昇。欧州債市場(10年)はドイツ(0.571%、▲0.5bp)、フランス、イタリア、スペインが小幅ながら金利低下。対独スプレッドは概ね横ばい。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

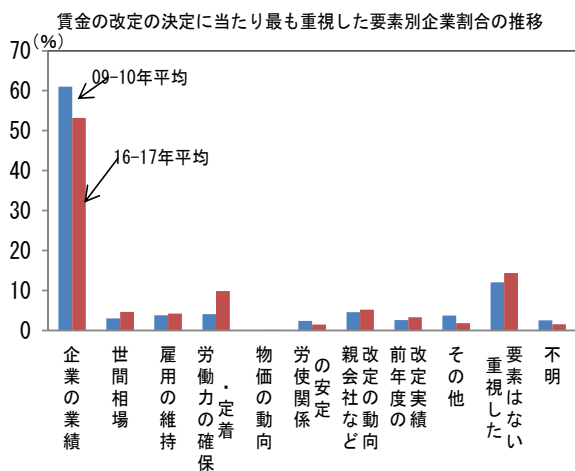
- ・日本株は堅調な欧米市場に追従できず小幅安で寄り付いた後、下落幅拡大(10:15)。
- ・2月貿易統計によると輸出金額は前年比+1.8%、輸入金額は+16.5%、貿易収支は34億円の黒字。季節調整値では輸出金額が前月比▲1.0%、輸入金額が+7.5%、貿易収支は2010億円の赤字であった。例年1月と2月は中華圏の春節によって数値が歪むため基調判断が難しいが、輸出は微減、輸入は微増といったところ。物価・為替変動の影響を除去した実質輸出(当社作成、季節調整)は前月比▲0.8%と小幅に減少したが、3ヶ月前比年率では+15.4%と強いモメンタムを維持している。製造業PMIの新規輸出受注は1月に57.4へと上昇した後、2月も54.7と良好な水準にある。輸出はやや鈍化するものの、増加基調そのものが崩れる可能性は低いだろう。



< #ベア #賃金 #物価からの波及ルートは希薄 >

- ・16日に連合が発表した春闘の「第一回回答集計結果」によると賃上げ率は前年比+2.16% (+1.98%) となり、そのうちベアは+0.77% (+0.48%) と昨年から大幅に加速。双方とも1990年代終盤と同程度の伸び率となり、企業収益が過去最高を更新する下、労働需給の逼迫を背景に、企業が労働力確保のための賃上げを進めている様子が見て取れる。ベアと連動性の強い所定内給与(毎月勤労統計)は0%台後半に伸びを高めると予想される。こうした内生的インフレは、賃金から物価への波及メカニズムを渴望する日銀にとって朗報となったに違いない。
- ・ここで厚生労働省が公表している「賃金引上げ等の実態に関する調査の概況」で企業側のスタンスを確認すると、直近(16-17年度平均)は「企業の業績」の存在感が薄れるなかで「労働力の確保・定着」の割合が高まっており、賃金の決定要素が「業績から人手不足感」に移行している様子が窺える。生産年齢人口の減少という構造的な人手不足に直面する現状に鑑みると、労働需給の逼迫は景気循環に(2000年代半ば頃との比較で)さほど関係なく続く可能性があり、このことはデフレ経済に逆戻りするリスクを軽減していると言える。これも日銀にとって喜ばしいデータだろう。

・一方で日銀にとって都合の悪いデータもある。同じく「賃金引上げ等の実態に関する調査の概況（2017年）」によると、賃金改定にあたり最も重視した要素で「物価の動向」は0.1%に過ぎない。企業の業績55.0%に比べると圧倒的に低く、11ある選択肢のなかで最も低い。これは、予想インフレ率の形成が適合的だと主張し、（円安などで）物価を上げればそれに応じて人々の予想インフレ率が上向くとの日銀の説明に疑問を呈する。かつて日本経済が物価上昇に直面していた頃は労働者の生活水準を確保すべく、企業が物価から賃金を決定していたと思われるが、ここ数年は「物価→賃金」という因果関係が希薄下している可能性が高い。消費税込みの消費者物価上昇率が2%を明確に超えた2014年度ですら「物価の動向」を選択した企業の割合は1.2%に過ぎない。これは日銀が考えているほど、現実の物価上昇が賃金の決定や予想インフレ率の形成にとって重要な要素ではないことを物語っている。



(備考) 「賃金引上げ等の実態に関する調査の概況」により作成

