

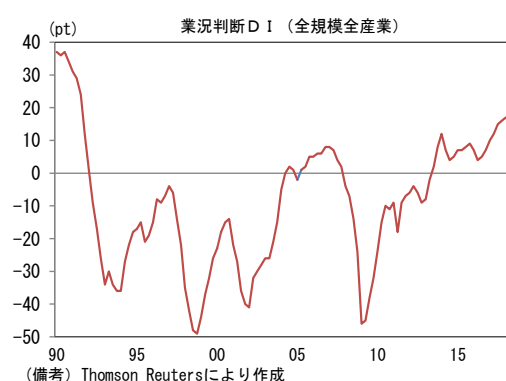
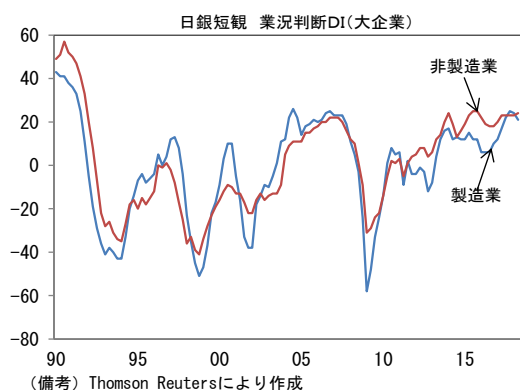
それでも物価見通し2%は維持
～失業率が十分に下がっていない～

2018年7月5日（木）

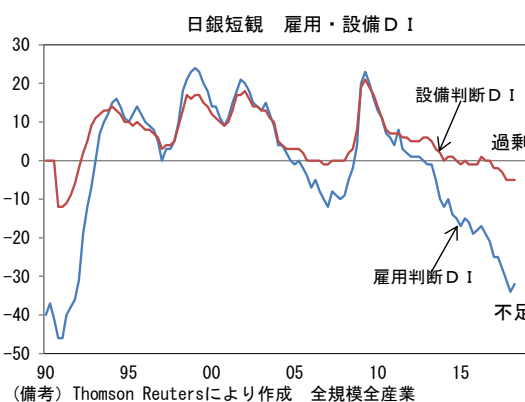
第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

7月31日の金融政策決定会合を見据え、本稿では賃金・物価を中心に日本経済の現状を整理するとともに日銀の金融政策を展望する。

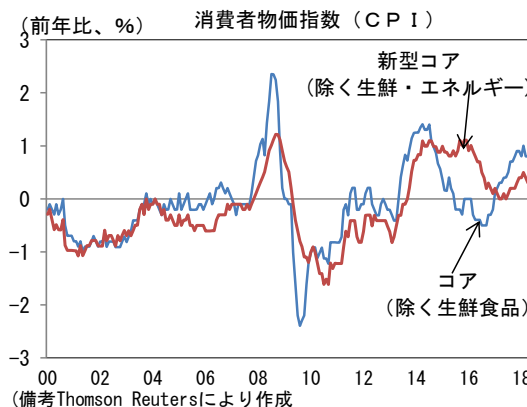
貿易摩擦の影響が注目された日銀短観（6月調査）は、ヘッドラインである大企業製造業の業況判断D Iが2回調査連続で低下したものの、水準が+21と良好な領域に踏みとどまったほか、非製造業が改善したことから、全体としてみれば堅調な姿が映し出された。貿易摩擦に対する懸念が高まっていたため、ネガティブサプライズも警戒されたが、結果は事前予想に概ね一致。全規模全産業のD Iは+16と、僅か1ptの低下に留まり1991年以来の高水準を維持した。一安心といったところ。



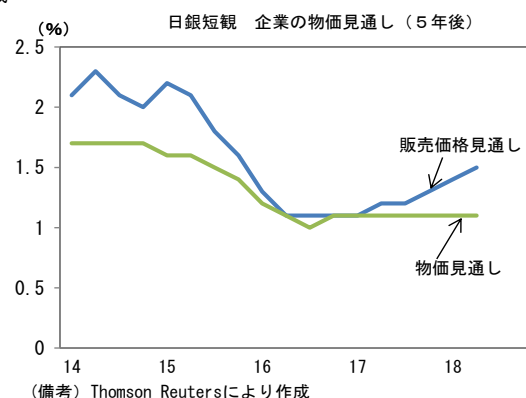
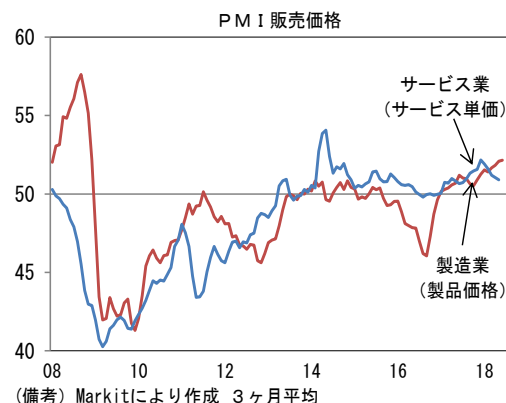
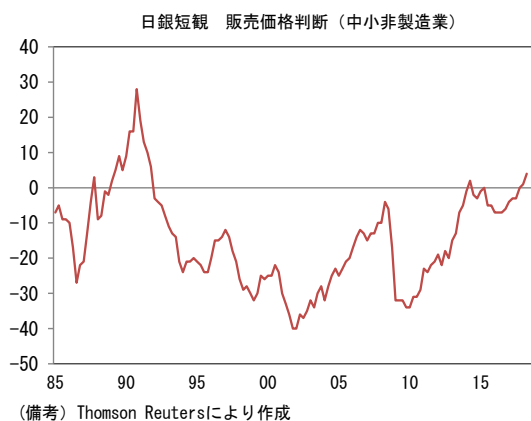
このように企業景況感が良好な下で、企業の設備投資意欲は高まっている。設備判断D Iは2015-16年の景気減速時には過剰領域に戻ったものの、足もとでは6回調査連続で不足領域にあり、それに符号するように大企業の設備投資計画は前年比+13.6%と6月調査として統計開始以来の最高の伸びを記録した。これは生産性上昇を通じて、賃金上昇の源泉となることが期待される。生産性の伸びが冴えないなかでの労働コスト上昇は、経営陣からみれば単なる収益圧迫要因でしかないが、設備投資によって効率性が改善すれば、既存雇用者に対する賃金還元が期待できるだろう。これは「人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか？」という疑問に対する一つの答えでもある。賃金・物価の相互刺激的な好循環が期待される。



このように日銀短観では、企業の前向きな姿勢が示されているにもかかわらず、肝心の消費者物価には着火せず、日銀としてはもどかしい状況が続いている。コアCPI（除く生鮮食品）、新型コアCPI（除く生鮮・エネルギー）は加速が期待された4・5月に予想外に減速。日銀が事実上の政策目標に採用しているコアCPIはエネルギー価格主導で1%近傍への回帰が見込まれるものの、新型コアCPIは0%台半ばがせいぜいと予想され、インフレ圧力に乏しい状況が続くと判断される。



日銀が目を背けたいような消費者物価とは対照的に、企業サーベイでは値上げの動きが広がりつつある様子が窺える。日銀短観では、筆者が注目する中小企業・非製造業の販売価格判断DIが+4へと上昇し、2回調査連続でプラス圏に浮上した。価格交渉力の弱い中小・非製造業の販売価格判断DIはこれまでほぼ一貫してマイナス圏にあり、大企業のそれを安定的に下回っていたが、ここ数年は労働コスト上昇が勢いづく中で大企業との差を縮めつつ水準を切り上げており、1991年以来の水準に回帰。また値上げの動きはPMIでも示されている。サービス業PMIは足もとでやや軟化傾向にあるものの、3ヶ月平均の値は直近18ヶ月に安定して50超の領域にあり、価格転嫁の進展を映し出している。加えて、短観2日目に発表された企業の物価・販売見通しでは、物価見通しが据え置きとなるなかで販売価格見通しが切り上がった。これら一連のデータは価格設定スタンスの強化化を意味している可能性があるだろう。



こうした幾つかの前向きな動きがある限り、日銀は「マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていく」という現在の主張を続ける可能性が高い。7月の展望レポートでは、物価の「集中点検」を実施したうえで、物価見通しを大幅に引き下げるとの観測報道があり、その結果として2%のコミットを弱めるとの憶測も一部にあるようだが、その可能性は低いだろう。

一つの根拠として、6月25日発表にされた金融政策決定会合（6/14-15開催分）における「主な意見」の記載がある。それは「失業率が2.5%となっているにもかかわらず、物価上昇率は高まらない。しかも、人手不足とともに労働市場に参入する人々が増えている。このような状況を見ると、構造失業率は2%前後であるのかもしれない」という記述だ。これは人手不足と言われている現状、労働力調査の就業者数が2018年入り後に著しく増加したことを受けた発言と思われるが、このことは日銀が潜在的な労働力の存在を見逃していたことを意味する。端的に言えば、失業率が2%半ばの状態でも物価（や賃金）が上らないのは（物価・賃金のメカニズムがおかしいのではなく）単に労働市場が十分に引き締まっていないため、という主張だろう。失業率が2%に達した頃に物価が2%に向けて加速度的に上昇していく、という非線形なフィリップスカーブを念頭に置けば、（2%超の領域で）失業率が低下してもインフレ率が上がらないことを殊更、強調する必要はない。失業率が、構造失業率およびそれと類似した概念であるNAIRU（インフレ率を安定的に保つ失業率の閾値）に達していないのであれば、少なくともそれまでは金融緩和の手を緩める必要はないとの含意があるように思える。こうして考えると、日銀は失業率が2%を下回り、かつそうした状態が定着するまで「マクロ的な需給ギャップの改善・（中略）・2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる」という現在の基本的見解を維持する可能性が高いと判断される。

