

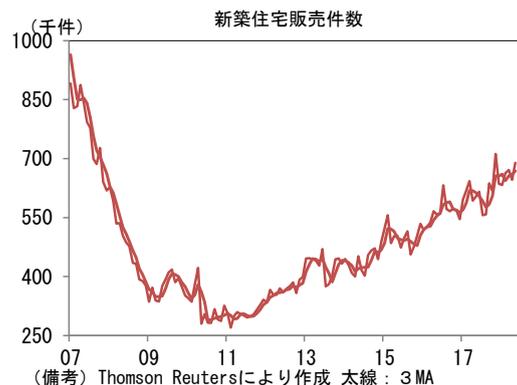
2%まで2%にいかない ～失業率と物価は非線形～

2018年6月26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】

- 5月米新築住宅販売件数は前月比+6.7%、68.9万件と市場予想（66.7万件）を上回った。4月分は下方修正されたものの、3ヶ月平均値は明確に増加している。NAHB住宅市場指数で示されている住宅建設業者の活況と整合的で、住宅需要の底堅さを確認させる。在庫不足はボトルネックだが、先行きも強さを維持する見込み。



- 6月独Ifo企業景況感は101.8と前月から不変も市場予想は上回った。現況が105.1へと1.0pt低下した反面、より重要な期待が98.6へと0.1pt改善。対米貿易摩擦への警戒は燻るものの、ひとまず景況感の冷え込みに歯止めがかかったのは、そのこと自体が朗報と言える。既発表の総合PMIの改善とも概ね整合的でドイツ企業の業況改善を示唆している。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- 前日の米国株は大幅下落。米政府が中国企業による対米投資を制限するとの計画が報じられ、ハイテク株中心に下落した後、ムニューシン財務長官が「（中国に限らず）米国企業の技術を盗む全ての国が対象」とツイートしたことで下げ足を強めた。もっともその後はナバロ大統領補佐官が「対米投資制限は今のところ検討していない」と述べたことで下落幅を縮小して引け。WTI原油は68.08ドル（▲0.50ドル）で引け。
- 前日のG10通貨はEURが強かった反面、資源国通貨（AUD、CAD、NOK）が軟調となったが、何れも変化率は小幅。リスクオフの中でUSD/JPYは109半ばへと水準を切り下げた。
- 前日の米10年金利は2.880%（▲1.5bp）で引け。マクロ面で材料に乏しいなか、株式市場の下落を横目に金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.327%、▲1.0bp）、フランス、スペインが概ね横ばいだった一方、イタリアが金利上昇。対独スプレッドはイタリアがワイドニング。24日に実施されたイタリアの地方選挙における同盟の躍進が材料視された。

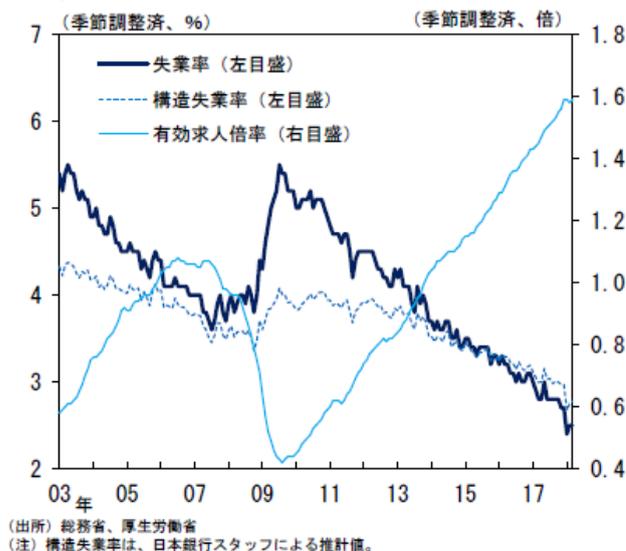
【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- 日本株は欧米株安に追随して安く寄り付いた後、特段の材料がないなかで下落幅縮小（10：15）。

<#主な意見 #構造失業率2% #スラック過小評価 #緩和長期化>

- ・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」では「（物価は）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考えられる」という基本的見解が維持された反面、物価が足もとで鈍い動きを続ける理由に関しては「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。このような状況をみると、構造失業率は2%前後であるのかもしれない」という具体的数値を伴った記述があった。
- ・これは労働力調査の就業者数（および雇用者数）が2018年入り後に不可解なほど増加していることを受けたものだろう。就業者数は4月までに累積140万人、月平均で35万人増加。日本の労働市場で1月あたり35万人の就業者が増加することは、単月で20万人増加すれば順調とされる米雇用統計のNFPが80万人超増加するのと同程度のインパクトであるから、如何に驚異的なことかわかる。
- ・この記述は、人手不足と言われている現状、なお潜在的な労働力が豊富に存在していたことを見逃していた、つまり労働市場の Slack を過小評価していたことを認めたものだろう。端的に言えば、失業率2.5%で物価（や賃金）が上がらないのは（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かったため、という主張とも受け取れる。
- ・これがどの政策委員の意見なのか定かではないため深読みは禁物だが、この記述には、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。
- ・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「謎」はある程度解決し、金融緩和の長期化を正当化することもできる。こうして考えると、日銀は失業率が2%近傍に達するまで「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ように思える。

図表3：労働需給



(備考) 日銀「4月展望レポート」より