

米国の賃金統計と「適温」経済の微妙な関係

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

米国の1月賃金統計が世界の金融市場を震撼させた。ひとまずボラティリティのピークは越えたかにみえるが、その余波の終息には至っていない。実際のところ、1月の米国の「時給」の上昇は、労働時間の減少の「結果」にすぎない可能性が高く、これをトレンドの変化と見ることには慎重であるべきと考える。差し当たり、2月の賃金統計を確認する必要があるだろう。とはいえ、米国の労働市場のタイト化が進んでいること、先に決まった米国の税制改革が、適温を過熱に変えてしまう可能性があることなどを踏まえれば、仮に1月の「時給」の加速が異常値であったことが判明したとしても、それをもって賃金インフレへの警戒を解除することも適当ではない。またグローバル株価下落の直接の原因となった米国金利の上昇には、同国財政赤字の拡大見通しというもう一つの背景も存在するが、こちらは相当程度、既定路線と言ってよい。米国の税制改革が同国経済の短期的なアップサイド・リスク、そしてインフレ率や金利の想定以上の上昇を通じた長期的なダウンサイド・リスクの双方を高めているとすれば、金融市場のボラティリティは比較的高い状態が続く可能性がある。適温「経済」が今しばらくの賞味期限を残す一方で、適温「相場」は終わった可能性が高いとみるべきか。

日本

2017年10-12月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2017年度が前年度比+1.7%（前回：同+1.8%）、2018年度が同+1.3%（同：同+1.1%）、2019年度が同+0.8%（同：同+0.6%）である。日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資、③耐久財の買い替え需要に支えられて、成長の加速を続けてきた。しかし、これら三つの要因が剥落することに加え、2019年10月に予定されている消費増税に伴う負の所得効果が見込まれる中、先行きの日本経済は2019年度にかけて減速を続ける見通しである。なお、米国の1月の賃金（時給）上昇をきっかけとする金利上昇と株価下落、更には円高が日本経済の先行きにかかる不透明要因として台頭しているが、外部要因に関しては、米国の税制改正が短期的に想定以上の景気刺激効果を生む可能性があるなど、アップサイド・リスクへの目配りも必要であろう。

米国

1月分の雇用統計公表以降、インフレ率の上振れに対する懸念が急速に高まっている。しかしFOMC参加者はこれまでも、労働市場の改善などを背景にインフレ率は中期的に2%に近づいていくという見通しを貫いてきており、足下のインフレ指標の上振れは、そうした見通しから大きく外れたものではない。金融市場では利上げ見通しの上方修正が意識され始めているが、現段階でFOMC参加者がそうした判断を下す可能性は高くないと考えられる。むしろ、インフレ率の上振れをきっかけとした株価の調整や、市場金利の上昇は、景気を抑制する要因として働くと考えられる。2月9日、2018年度、2019年度について、暫定予算の延長と同時に歳出上限を引き上げる予算関連法案が超党派での合意により可決されている。米国経済は足下まで着実な

成長が続いており、景気拡大が続く中での大型減税と歳出の拡大の組み合わせは異例の対応と言える。財政赤字の拡大による金利上昇リスクは高まっており、かえって景気拡大の寿命を短くする可能性には注意が必要であろう。

欧州

ユーロ圏の GDP 成長率は 2017 年 10-12 月期も前期比+0.6%と堅調を維持し、2017 年通年では 10 年ぶりの高成長である+2.5%となった。個人消費に加え、輸出が景気拡大の牽引役として存在感を高めた。続く 2018 年のユーロ圏経済は、ECB の金融緩和の軌道修正を意識したユーロ高と金利上昇が幾分か抑制要因になると予想されるが、内外の需要拡大を追い風に+2.2%成長が見込まれる。ユーロ圏の 1 月の消費者物価上昇率は前年比+1.3%とまだ低水準で、急速にインフレ圧力が高まる環境にはない。ECB は先々の利上げを念頭に置いているが、前のめりの利上げ期待とユーロ高、金利上昇は牽制しつつ、「非伝統的な金融緩和」の修正を徐々に進めると予想される。英国の GDP 成長率は、2017 年 10-12 月期は前期比+0.5%と予想外に堅調で、2017 年通年も+1.8%と 2016 年の+1.9%とほぼ同水準であった。ポンド安と世界景気拡大が追い風となった輸出が英国景気を下支えしている。英中銀は 2017 年 11 月にインフレ懸念を理由に政策金利を 0.25%から 0.50%へ引き上げたが、労働需給の逼迫が賃金上昇率の加速につながると予想しており、政策金利は 5 月にも 0.75%へ引き上げられる可能性が高い。

中国

2018 年 3 月 5 日に全人代が開幕する。2018 年の政府経済成長率目標は 2017 年と同様、前年比 6.5%前後に設定されるとみている。ただし、同 6.5%以上が目指された 2017 年とは異なり、若干の下振れも容認されることになろう。2017 年以降、省レベルの地方政府で統計の水増しなどが相次いで明らかになった。地方政府幹部の評価の重点は、かつての成長率や税収から、過剰生産能力の削減や新規債務増加の抑制、環境保護、貧困削減などに移った。では、成長率は問われなくなったのか？答えは否であり、ニューノーマルでは「中高速」成長が求められた。新規債務の増加が抑制される中で、「中高速」成長を維持するために、財政収入や工業生産を水増しして辻褃を合わせようとしたのだが、当然のことながら綻びは隠せなかった。習近平総書記は、昨年 10 月の第 19 回党大会で、中国経済は高速成長段階から、質の高い発展段階へと転じているとした。習近平政権が、「中高速」成長の旗印を降ろすことで虚偽や水増しのインセンティブを減じ、質の高い発展への方向付けを試みているのであれば、悪い話ではない。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(前期比年率%)				(前年比%)							
	2016年			2017年				2015年 2016年 2017年 2018年 2019年				
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(日本は年度)				
										(予)	(予)	(予)
日本	1.4	0.8	1.8	1.2	2.5	2.2	0.5	1.4	1.2	1.7	1.3	0.8
米国	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	3.2	2.6	2.9	1.5	2.3*	2.6	2.3
ユーロ圏	1.4	1.6	2.7	2.5	2.9	2.9	2.4	2.1	1.8	2.5*	2.2	1.9
英国	1.9	2.2	3.0	1.2	1.2	1.6	2.0	2.3	1.9	1.8*	1.4	1.2
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.9	6.7	6.9*	6.3	6.4
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-3.5	-3.5	1.0	2.4	2.9
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.5	7.9	6.1	6.5	7.0
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.7	-2.5	-0.2*	1.5	1.7

(注)「*」は実績値

(出所)各種統計より大和総研作成