



労働市場の需給逼迫はインフレ率や金利の上昇を意味するか？

By Jack Malvey, CFA
Chief Global Markets Strategist
BNY Mellon Investment Management

Richard Hoey
Chief Economist
BNY Mellon and Dreyfus

米国経済が緩やかな回復を続ける中、投資家は失業率の低下や賃金上昇がインフレ率や金利を押し上げる役割を果たす可能性があることに注目しています。BNY メロンのチーフ・エコノミストを務めるリチャード・ホエイは、米国では賃金の伸び率とコアインフレ率がどちらも底を打ったと判断し、「我々はそれらが何年かにわたる緩やかな上昇トレンドに入ったと考えており、金融環境が引き締められる環境において、2017年あるいは2018年まで終わりそうにない」と述べています。

**Investors are focusing
on the potential of rising
wages to fuel inflation.**

BNY メロンのチーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストを務めるジャック・マルベイは、ホエイの見方に同意しながらも、「依然として多い構造的な失業者の数から判断すれば、労働市場には明らかに多少の緩みがある。米経済の回復力は非常に弱く、それはコーポレート・アメリカ（米国の産業界）の活気を冷え込ませ、連邦・州・地方政府による支出の伸びを抑える要因となっている。オールド・エコノミー（従来型産業）の企業は依然としてコスト削減を進めており、それは事実上、雇用を拡大しないか、あるいは雇用を削減していることを意味する」と指摘しています。マルベイはその一方で、回復力が弱かろうが弱くなかろうが、雇用拡大は徐々に失業率を押し下げ、失業率は2015年第1四半期までに6%を割り込むと予想しています。また、緩やかな雇用拡大により、賃金やコアインフレ率にも同じように緩やかな圧力が加わると見えています。

The effective supply of labor in the U.S. may be lower than it appears to be for several reasons.

ホエイは、米国における実質的な労働力の供給について、「いくつかの理由により、見かけよりも少ない可能性がある」とした上で、その理由として「全体の失業率に比べ短期的な失業率が急速に低下していることや、過去数年にわたる雇用環境の低迷で高齢の労働者が労働市場から永遠に脱落したこと、賃金や給与所得の限界税率の中間値が実質的に上昇していること」を挙げています。

米国の国民所得のうち労働者が受け取る賃金の比率は過去数十年で最低水準にあるため、ホエイは、賃金増加ペースの加速はオバマ政権および国民の双方から歓迎されると見えています。ホエイは「賃金インフレの緩やかな加速はまず歓迎され、次に連邦準備制度理事会（FRB）から容認されるだろう」と述べ、「はっきり容認された緩やかな賃金上昇は、現在の米国は低調な景気拡大局面から、今後数年にわたり成長が加速する局面への移行期にあるという我々の見方と一致している」と指摘しています。

マルベイは賃金の上昇トレンドが緩やかなものになると見られる理由について、新興国の労働者が引き続き世界の労働市場に流入していることや、世界経済における生産性の改善や構造変化など、さらにいくつかの理由を挙げ、それらが過去6年にわたる異例の金融刺激策に照らして予想されていた以上にインフレを抑え込んできたと指摘しています。マルベイは「インフレは労働市場の状況よりも、地政学的イベントやエネルギー・ショック、天候が原因でもたらされる可能性が高い。ロシアやウクライナ、そして今はイラクを見ても分かるように、エネルギー供給の障害は現実的な脅威となっている。労働市場は遅行指標とみなした方がよさそうで、景気サイクルを見ればそれが歴史的に裏付けられている。雇用がピークに達するのは、国内総生産(GDP)や生産性の伸び率に基づく景気サイクルがピークをつけた時と一致するのが普通だ」と述べています。

米国の労働市場が緩やかに引き締まっても、短・中期的にはインフレ率をわずかに押し上げるだけでしょうが、マルベイは、世界経済の成長率が2016/2017年までにおそらく4.0%に加速すると見られるため、インフレ率も必然的に高まっていくと懸念しています。マルベイは「2018年や2019年、あるいは2020年までには、現在の金融政策がインフレ率をある程度押し上げるだろう。金融政策を正常化させる上で、政策担当者が賢明な行動を取る必要があるのはそのためだ。彼らが（金融引き締めを）あまり長く待ちすぎれば、インフレ期待が急激に高まる恐れがある」と指摘しています。

政策担当者は、少なくともある程度のインフレであれば、抑え込むよりも容認する模様です。ホエイは「FRBは、現時点では米経済が完全雇用に達しても実質フェデラルファンド(FF)金利（インフレ率を差し引いたFF金利）を歴史的な平均値を大幅に下回る水準で推移させる考えを示唆してきた。FRBはその計画に沿って政策を遂行する見込みだが、その結果として、今後数年にわたって非常に緩やかではあるが持続的なインフレ率の上昇トレンドが続くことになるだろう」との見方を示しています。

短・中期的にはインフレが極めて落ち着いて推移すると予想されているにもかかわらず、マルベイは投資家—特にディフェンシブな姿勢を取っている債券投資家—に対し、戦略的なインフレリスクや政策ミスが起きるリスクを軽視しないよう警告し、「金融政策の正常化は継ぎ目なく行われることを望む。しかし、今はかつて経験したことのない金融政策サイクルにあることを踏まえれば、誰にとっても正常化プロセスがどれほどスムーズに進むかを正確に予測する方法を見つけることは難しい。正常化に向かう長い道のりでは、資本市場の主要パラメーターのボラティリティが一時的に急上昇する場面もあり得る」と指摘しています。

Policy makers have to be judicious in the way they manage policy normalization.

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 日本投資顧問業協会