

Weekly Macro Economic Insights

2023年1月15日(月)～1月19日(金):
COVID-19後の日米の物価上昇要因の違い:
労働市場の逼迫と予想インフレ率の上昇

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤
チーフエコノミスト、執行役員 片岡 剛士



労働市場の逼迫により急上昇した米国の物価: 予想インフレ率の上昇が大きい日本の物価上昇

米・サンアントニオで開催された2024年の全米経済学会に参加した。同学会では様々なテーマについて議論されており、米国のインフレ要因については多くの報告があった。本稿ではエガートソン教授による報告を取り上げたい。まず、ニューケインジアン・フィリップスカーブの想定では、将来のインフレ率は、現在の予想インフレ率と需給ギャップにより決定される。1970年代のインフレ率の上昇期には、予想インフレ率の上昇がインフレ上昇に寄与していた。一方、2020年のCOVID-19の影響拡大、大規模な財政金融政策の実施後の米国の予想インフレ率には大きな変動はみられていない、とする。さらに需給ギャップをみる上で、GDPが潜在的な水準をどの程度上回っているかをみるのではなく、労働市場に注目し、企業の失業者1人に対してどの程度の求人があるかを示す**労働市場の逼迫度(=求人数/失業者数、以下「逼迫度」)**に着目する。失業者数よりも求人数が多い、つまりこの値が1を上回ったことは過去5回あり、第1次・第2次世界大戦、朝鮮戦争、ベトナム戦争、そして今回のCOVID-19の5つの期間であった。これらは、1970年代を除いてインフレ率が大幅に上昇した期間に相当する。つまり、予想インフレ率の上昇は1970年代のインフレを説明するものの、それ以外の5つの期間のインフレは、労働市場が逼迫していることが要因であるとしている。失業者1人当たりの求人数が1を超えるほど労働市場が逼迫すると、インフレ率が急激に高まる傾向がある、ということだ。足元では、米国の労働市場の逼迫度は緩和したとはいえ、依然として1を超えており、足元のインフレ率の低下はエネルギー価格の下落などの供給側の要因が主因であるとしている。また、労働市場の逼迫が継続したまま再びエネルギー価格の上昇などの供給要因が加われば、インフレが加速に転じる可能性を指摘している。

以上の米国経済に関する分析を踏まえて、足元の日本のインフレ状況を確認しておこう。まず、**図表1**で日本の労働市場の逼迫度とインフレ率の動向を確認すると、逼迫度が1を超えていた1970年代にはインフレ率は大きく上昇している。また、1990年前後も逼迫度は1を超え、インフレ率は2.5%を超えていた。一方、2014年後半から逼迫度は再び1を超え、COVID-19前の2018～2019年までは1.6～1.7倍程度まで拡大していたが、インフレ率が大幅に上昇することはなかった。その後、COVID-19を機に1倍まで低下したものの、以降は1.4倍程度までの回復に留まっている。このため、労働市場の逼迫度が1倍を上回るものの、COVID-19前よりも過熱が緩和した状態にある。一方、**図表2**において予想インフレ率の動きを、企業が短観でアンケートで回答した1年後・3年後・5年後の物価見通し、さらに金融市場で取引される物価連動債が示す予想インフレ率(10年BEI)の推移からみると、2022年で明確に大幅に上昇している。このため、2022年以降の日本の物価上昇は、労働市場の逼迫度よりも予想インフレ率の上昇による影響が大きいとみるべきであろう。今後の日本で2%の物価安定目標が達成されるかは、今後の輸入物価の下落による下押し圧力を上回って賃上げなどを受けて国内需要が回復することにより、2022年以降に持ち上がった予想物価上昇率が安定化(アンカー)するかにかかっていると見えよう。

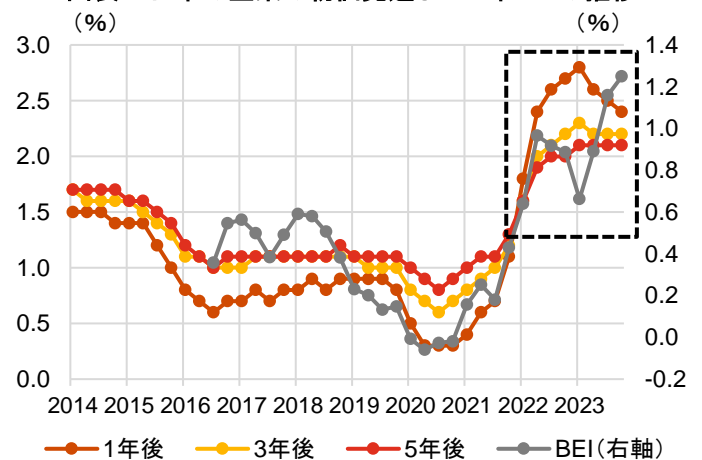
(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表1: 日本の労働市場の逼迫度とインフレ率



(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」、
「消費者物価指数」より筆者作成。

図表2: 日本の企業の物価見通しと10年BEIの推移



(出所) 日本銀行「日銀短観」、財務省、Macrobondより筆者作成。

年末年始(12月25日(月)~1月12日(金))の振り返り: 鉱工業生産(11月)、完全失業率(11月)、家計調査(11月)

年末年始の動向につき振り返っておこう。11月の鉱工業生産は前月比-0.9%と3か月ぶりに低下した。出荷指数は同一1.3%、在庫指数は同+0.1%となった。業種別に生産の動きをみると、供給制約の緩和を受けて持ち直しが続いている自動車は同-2.5%の低下となったほか、10月に前月比+6.6%の高い伸びとなった反動もあり、電子部品・デバイスが前月比-0.9%の低下となっている。鉱工業生産全体は一進一退が続いているが、これまで生産を下押ししてきた電子部品・デバイスの在庫調整が進展していることは明るい材料と言えるだろう。

11月の完全失業率は2.5%と前月から横ばい。有効求人倍率は1.28倍と前月から0.02ポイント低下した。11月の就業者数は季節調整値で6,775万人と、前月に比べて26万人増加。女性の就業者は3,076万人と、1953年以降で過去最多となった。一方、完全失業者数は前月に比べて2万人増加し、177万人となった。引き続き雇用市場は好調を維持している。

11月の家計調査では、実質消費が前年比-2.9%、前月比-1.0%と減少が続いた。食料、住居、交通・通信への支出減少が影響した。他方で外食やエアコンの支出は増加した。勤労者世帯の実質可処分所得は前年比-4.2%となり、14か月連続の減少となった。

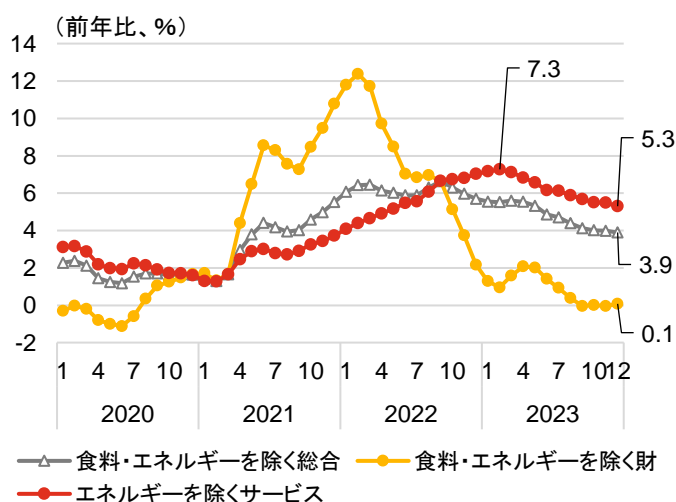
米国: ISM(12月)、雇用統計(12月)、消費者物価(12月)

次に米国経済についてである。12月のISM景気指数は、製造業が47.4と11月の46.7からは増加したものの、14か月連続で分水嶺の50を下回る結果となった。非製造業は50.6と50を上回ったものの、11月の52.7から低下して2023年5月以来の低水準となった。

12月の雇用統計では、非農業部門の就業者数が前月比21.6万人増と、市場予想の17.5万人増、11月の17.3万人増(速報値の19.9万人増から下方修正)を上回った。教育・医療、政府部門などが伸びをけん引した。失業率は3.7%と先月から横ばい。平均時給は前月比0.4%増、前年比4.1%増となり、労働市場は依然底堅さを維持している。

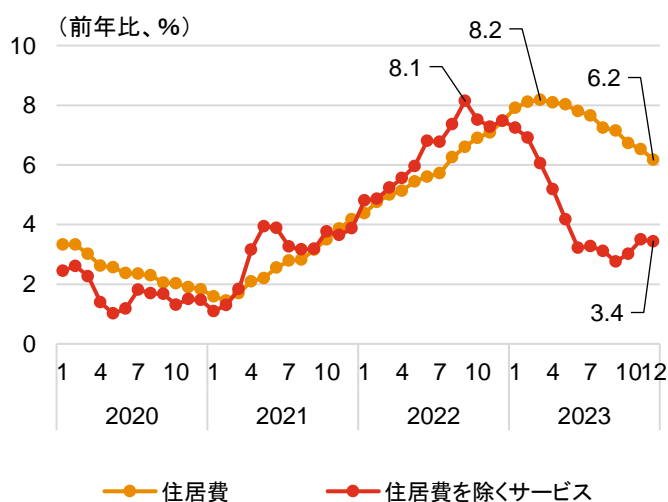
12月の消費者物価指数(CPI)は、総合で前年比+3.3%と前月の同+3.1%よりも伸びが高まった。一方、食料・エネルギーを除く総合で同+3.9%となり(図表3)、うち財は同+0.1%、うちサービスは+5.3%と伸びが鈍化している。財については、横ばいの動きが継続している。サービスについては、図表4で住居費とそれ以外に分けてみると、住居費は2023年3月に同+8.2%とピークをつけ、12月には同+6.2%となり鈍化傾向が継続している。一方、サービスのうち、住居費を除くサービスは、2022年9月に同+8.1%とピークをつけた。2023年に入って伸びが鈍化し、2023年5月以降は3%前後での推移となり、2023年12月には同+3.4%となった。住居費を除くサービスは、2019年以前には2%前後で推移していたため、2%と整合的な水準まではまだ距離がある。労働市場の逼迫度が強いことから、サービス価格の押し上げ圧力も強い状態にあると言える。

図表3: 米・消費者物価(CPI)の推移



(出所) BEA、FREDより筆者作成。

図表4: 米・消費者物価、サービス価格の推移



(出所) BEA、FREDより筆者作成。

欧州: 消費者物価指数(HICP、12月)

続いてユーロ圏についてである。12月ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は前年比+2.9%と11月の同+2.4%から加速した。政府補助金が終了したことの影響が大きい。一方で食料・エネルギーを除いたコア指数は同+3.4%と11月の同+3.6%からやや減速した。

中国：国家統計局・製造業PMI(12月)、財新・製造業PMI(12月)、CPI(12月)、PPI(12月)

最後に中国経済についてである。国家統計局が公表した12月の製造業PMIは、49.0となり3か月連続で節目となる50を下回った。新規受注が3か月連続の縮小、外需が9か月連続の縮小となった。国家統計局よりも回答企業数が少ないものの、より経済が発展した沿岸部の中小企業の回答が多い財新の製造業PMIは、12月に50.8となり、7か月ぶりの高水準となった。生産が5月以来の高い伸びとなり、輸出受注も悪化度合いが改善した。もともと雇用は4か月連続で悪化しており、非常に明るい結果とまでは言えず、2023年にみられた中国経済の脆弱さが継続していると言えそうだ。

また、12月の消費者物価指数(CPI)は、前年比-0.3%となり、小幅ながら3か月連続で減少した。観光が同+6.8%、ホテル宿泊が+5.5%と国内旅行の回復によるサービス価格の押し上げがみられるものの、それ以外の需要低迷が全体を押し下げている。2023年の1年間でも+0.2%とほぼ横ばいに留まった。また、12月の生産者物価指数(PPI)も、前年比-2.7%となり、15か月連続の減少となっている。

今週(1月15日(月)~1月20日(土))のポイント

図表5に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では11月の機械受注、12月の国内企業物価、全国消費者物価指数が公表される。これらについては、Daily Macro Economic Insightsで取り上げていく予定である。

米国では、12月の小売売上高、輸入物価指数、住宅建築許可件数、住宅着工件数、中古住宅販売件数、1月のNY連銀製造業景況指数、フィラデルフィア連銀景況指数、ミシガン大学消費者信頼感指数が公表される。ユーロ圏では、11月の貿易収支、鉱工業生産、経常収支、12月の消費者物価指数が公表される。また、中国では10-12月期の実質GDP、12月の小売売上高、鉱工業生産が公表される。

図表5: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
1/15 (月)	・ マネーストック(12月)		・ ユーロ圏貿易収支(11月) ・ ユーロ圏鉱工業生産(11月)
1/16 (火)	・ 国内企業物価(12月)	・ NY連銀製造業景況指数(1月)	・ ユーロ圏ZEW景況感指数(1月)
1/17 (水)		・ 小売売上高(12月) ・ 輸入物価指数(12月)	・ 中国実質GDP(10-12月期) ・ 中国小売売上高(12月) ・ 中国鉱工業生産(12月) ・ ユーロ圏消費者物価指数(12月)
1/18 (木)	・ 機械受注(11月) ・ 鉱工業生産(11月、確報)	・ 住宅建築許可件数(12月) ・ 住宅着工件数(12月) ・ フィラデルフィア連銀景況指数(1月) ・ 新規失業保険申請件数(1月13日週)	・ ユーロ圏経常収支(11月)
1/19 (金)	・ 全国消費者物価指数(12月)	・ 中古住宅販売件数(12月) ・ ミシガン大学消費者信頼感指数(1月)	
1/20 (土)			

片岡 剛士

チーフエコノミスト、執行役員

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2024 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.