Promotional material published by Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022 年 9 月 5 日

賃金ダイナミクスが金利見通しを決める

完全な世界では、賃金は生産性上昇率に中央銀行の目標インフレ率を加えたものと等しい速度で上昇するとされ、そこでは、単位労働コストの上昇率は中央銀行の目標インフレ率と同じになると考えられています。しかし、世の中には景気循環や急激な物価変動もあり、完全な世界など存在しないことは自明だと思われます。

米国の有力な研究によると、失業率、短期インフレ期待、過去の実現インフレ率も賃金形成に影響を与えることが分かっていますが、概して、失業率は、経済状況を反映するものである傍ら、過去のインフレ及びインフレ期待は、物価変動に対する反応として形成され得るものと考えられます。

前述の研究結果に関して驚いたのは、通常、中央銀行のインフレ目標に基づくとされる長期インフレ期待（5年から10年）が、賃金設定に対して全く影響を与えていないということでした。経験的に、雇用者と被雇用者の間で労使合意される賃金設定は、約60%が過去のインフレ率に、約40%は来年のインフレ期待に基づいていると考えられてきたと思われます。

総じて、賃金の推移は以下のように説明が可能と思われます。

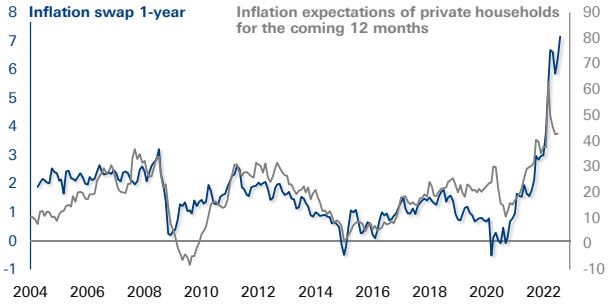
賃金 ＝ 生産性 - 失業率 ＋ 実現インフレ率 ＋ 1年後のインフレ期待

ユーロ圏： 賃金のダイナミクスが加速

ユーロ圏の賃金上昇率は、2021年春の時点では依然として1.5%以下に留まっていましたが、今年7月には既に2.5%前後の上昇率に達していると見られます。

賃金ダイナミクスが加速した理由として最初に、労働市場が過熱しているということが挙げられます。経済協力開発機構（OECD）は、インフレ中立的な完全雇用に到達したと判断される失業率の水準を7.6%と算定していますが、昨年8月、失業率はこの経済サイクルで初めて当該水準を下回り、2022年6月には6.6%という値にまで達しました。

ユーロ圏：家計のインフレ期待が過去最高を更新か
左軸：インフレスワップ（単位：%）
右軸：民間家計のインフレ期待値（回答者のバランス）



出所：リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022年3月31日現在

次に挙げられる理由としては、実績インフレ率が二桁水準に達してきていることや、1年インフレ期待が異常なほど高くなっていること等があり、例えば、1年物のインフレスワップは、8月に7.0%程度まで上昇しました。このような背景から、消費者信頼感の一部として示される家計のインフレ期待も8月に急上昇したものと思われます。

全体として、ユーロ圏では現在、賃金価格スパイラルが発生するリスクが高まっていることを示唆する材料が多く見られており、留意が必要と考えています。

ユーロ圏：景気後退はインフレ抑制にならない

ユーロ圏は、エネルギーの価格動向により2023年春先まで景気後退に見舞われると予想しています。同4月以降は、通常、天候の影響等によりエネルギー消費が再び顕著に減少する傾向が見られる為、ユーロ圏購買担当者景気指数は、事前予想に比べて再び悪化する可能性が高いと考えられます。また、エネルギー価格のベース効果により、実績インフレ率も顕著に低下すると思われ、これらが相俟って、賃金の上昇圧力が緩和されてくる可能性があると見ています。従って、唯一の問題は、こうした状況下でインフレ率がどの程度まで低下するかということだと考えています。

一方、賃金への圧力は、労働市場の過熱状態によって続く可能性があると思われます。多くの企業は、既に労働力不足に陥っており、一度は景気後退入りした経済が、その後に再浮揚する局面で必要な労働者を労働市場から確保出来ないことを恐れ、これから来るであろう景

気後退局面では解雇を控える可能性があると考えています。

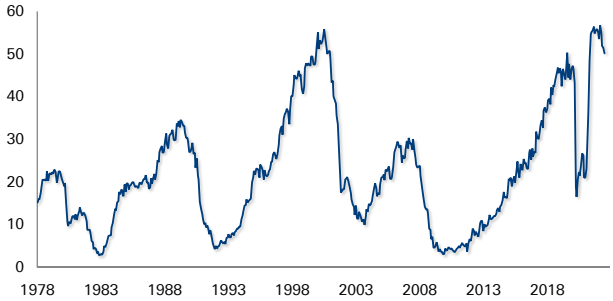
こうした背景から、欧州中央銀行（ECB）は景気後退にもかかわらず、2023年春に主要金利を1.25%まで引き上げざるを得なくなることが考えられ、2023年後半には、さらに同2.0%まで引き上げる可能性が高いのではないかと見ています。その際、実際の失業率がインフレ中立的な完全雇用を上回って初めて、賃金の伸び率が再び低下することになると考えられる為、失業率をこれに見合う7.6%以上の水準に戻す為に、主要金利の水準が2.0%で十分か否かが今後問われてくることになると思われます。

米国：景気後退にかかわらず労働市場は堅調か

米国では景気後退が近付いている兆候を示す材料が増えていると見られます。とりわけコンファレンスボードの先行指標が過去3ヶ月で大きく低下している状況が顕在化していますが、他にも、逆イールドカーブ、不動産市場の軟化、購買担当者指数の低下等が常態化するようなら、景気後退を示唆するものとして捉えられると考えています。

しかし、米国では、経済の低迷にもかかわらず、労働市場が非常に力強いという現象が観察されています。例えば、求人数が失業者数を大きく上回っている他、消費者による労働市場に対する評価アンケートに於いてもまた、労働市場は依然として非常に強い状況にあることが示されていると思われます。

米国：労働市場に対する消費者の評価
消費者信頼感 -「雇用が豊富」についての質問（回答者のバランス）



出所：リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022年7月31日現在

米国は目下、大幅な労働力不足に陥っており、それに応じて賃金高騰が続いています。景気後退が懸念される状況にもかかわらず、企業が従業員を解雇しない為、労働市場が顕著に弱まることが当面の間想像し難い状況となっており、高い賃金ダイナミクス、ひいては高インフレが持続する恐れがあると見ています。引き続き、米連邦準備制度理事会（FRB）は、主要金利を大幅に引き上げる選択肢を取り下げることが難しい状況に置かれていると思われ、もし実際に大幅な利上げが実行される場合は深刻な景気後退が引き起こされ、企業は従業員を大量解雇することを余儀なくされるであろうと見ています。

米国：インフレ期待の大幅な低下

足元の景気後退の兆しと米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ対策に非常に入念な取り組み姿勢を示していることを背景に、2022年8月の1年物インフレスワップのレートに顕著な低下が見られました。

米国：家計のインフレ期待が低下
左軸：インフレスワップ（単位：%）
右軸：民間家計のインフレ期待（単位：%）

出所：リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022年3月31日現在

消費者信頼感指数には、民間家計による今後12ヶ月のインフレ期待が反映すると思われますが、これは賃金形成に大きな役割を果たしていると考えられます。もし、民間家計のインフレ期待がインフレスワップの動きに追随するならば、8月はこれが大幅に低下するものと予想されます。このことは、少なくとも、賃金価格スパイラルに陥るリスクを抑制する一つの要因になり得るのではないかと考えています。

米連邦議会予算局の試算によると、米国のインフレ中立的な失業率は4.4%とされているようです。これに対し、8月の失業率の予想値は3.5%と依然として低い水準にあることを考慮すれば、米国の労働市場は当分過熱した状態が続くのではないかと予想しています。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8. 害について一切責任を負いません。
9. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10. 本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号
加入協会　一般社団法人　日本投資顧問業協会

W22-031