

経済マンスリー

[日本]

デフレ脱却には今春闘での高めの賃上げ実現が不可欠

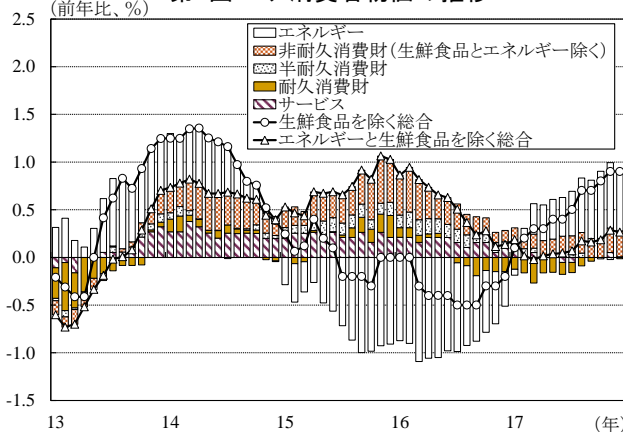
1. 実体経済の動向

コア消費者物価が昨年 12 月に前年比+0.9%と 12 ヶ月連続で上昇し、昨年初からの上昇傾向が鮮明となってきた。日銀の『生活意識に関するアンケート調査』や『短観』でも、家計と企業ともに先行きの物価上昇を見込む割合は上昇しており、インフレ期待の緩やかな高まりが示唆される。もっとも、コア消費者物価を財・サービス別にみると、このところの物価はエネルギー価格上昇等の外的要因により押し上げられている面が強い（第 1 図）。エネルギーと生鮮食品を除いた物価の基調は未だ弱く、デフレ脱却は道半ばである。

物価が外的な要因ではなく、自律的な上昇軌道に乗るためには、家計の購買力上昇を通じたディマンド・プルと、企業の人件費の価格転嫁によるコスト・プッシュの両面から物価を押し上げる賃金の上昇が不可欠である。そこで今春闘を取り巻く環境を整理すると、高めの賃上げを実現するための要素が多く揃っていることが確認できる（第 1 表）。まず、人手不足が一段と深刻化し、企業の正社員に対するニーズが高まっている。また、過去最高水準にある企業収益の下で労働分配率が低下する一方、労働生産性は改善しており、企業は賃上げに動きやすい。加えて、上述の通り物価上昇率がプラスに転化している。

こうした環境の下、安倍首相は昨年 10 月の経済財政諮問会議で、経済界に 3%の賃上げを求めた。これを受けて、経団連が「3%の賃金引上げとの社会的期待を意識しながら、自社の収益に見合った前向きな検討が望まれる」との基本的な考え方を表明する等、経営側にも前向きな姿勢がみられる。政府が昨年末に閣議決定した「新しい経済政策パッケージ」に、賃上げを条件とする税負担の軽減策を盛り込んだことも、企業の賃上げを後押しすることが見込まれる。こうした官民一体での力強い賃上げが実現すれば、デフレ脱却に向けて大きく前進することが予想され、今春闘の結果が注目される。

第1図：コア消費者物価の推移



(注) 消費税引き上げの直接的な影響を除く。
 (資料) 総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：春闘を取り巻く環境整理

	2017年	2018年	賃上げ率 への影響
雇用人員判断DI (前年12月調査、%ポイント)	▲ 21	▲ 31	↑
正社員の有効求人倍率 (前年11月時点、倍)	0.91	1.05	↑
経常利益上昇率 (前年7-9月までの3四半期合算、%)	▲ 3.6	18.2	↑
労働分配率 (前年7-9月までの3四半期平均、%)	61.1	59.0	↑
実質労働生産性上昇率 (前年7-9月までの3四半期平均、%)	▲ 0.2	0.7	↑
コア消費者物価上昇率 (前年12月までの12ヵ月平均、%)	▲ 0.3	0.5	↑
賃上げ率(定昇+ベア) (当年実績、%)	2.11	—	—

(資料) 各種統計・資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

日銀は1月22-23日に開催した金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。大方の予想通りの結果となったが、同時に公表された展望レポートや決定会合後の黒田総裁の記者会見を含め、今回の決定会合で押さえておくべきポイントは2点あると考えられる。

まず、1点目は展望レポートにおいて、実質GDPとコア消費者物価の政策委員の大勢見通しのうち、中央値は昨年10月から変化はなかったが、レンジを幾分か上方修正したことである(第2表)。足元で景気拡大が続いていることや原油価格上昇で消費者物価の伸び率が拡大傾向にあることを反映したものとみられる。

2点目は、日銀が1月9日の国債買入れオペで予想外に購入額を減額したことで、市場において金融政策の出口に向けた地ならしではないかとの観測が一部で高まったことに対し、黒田総裁が決定会合後の記者会見で、「その時々(買入れの)金額とかタイミングが金融政策の先行きを示すものではない」と述べ、そうした見方を明確に否定したことである。金融政策の変更を察知する上では、決定会合の公表文やその後の記者会見、審議委員の講演などを仔細に見ていくことが重要であることが改めて確認されたといえる。

今春闘で高めの賃上げが実現し、デフレ脱却に向けて前進することになれば、日銀の出口戦略のタイミングや手法についての注目は一段と高まる。日銀には、今回のような市場の憶測を呼ばないためにも、こうした場を使つての丁寧な情報発信が求められるだろう。

(2) 長期金利、為替

日銀の国債買入れオペでの購入額減額などから、10年物国債利回りは1月17日に0.09%と昨年7月以来の水準まで上昇した。一方、円ドル相場はこれまでは日米実質金利差と歩調を合わせて推移していたが、足元では1ドル109円台を割るなど乖離が目立っている(第2図)。もっとも、日銀の金融政策の出口戦略に対する思惑や米ムニューシン財務長官のドル安許容発言など日米の金利やインフレ期待以外の要因が背景にあると考えられ、そうした動きが落ち着けば、日米実質金利差との連動性を取り戻す可能性が高い。

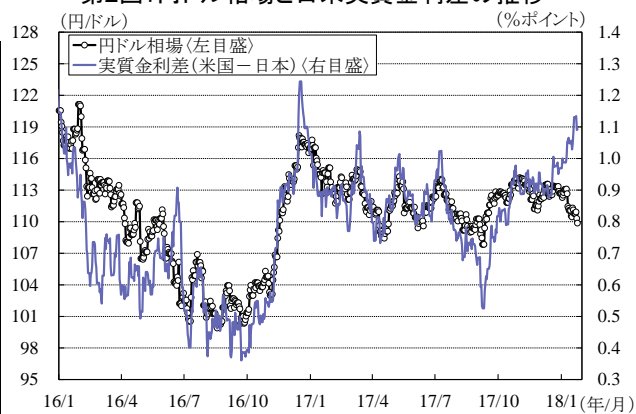
第2表: 日銀政策委員の大勢見通し(2018年1月会合)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品) (消費増税の影響除く)
2017年度 (中央値)	1.8~2.0 (1.9)	0.7~1.0 (0.8)
昨年10月時点 (中央値)	1.7~2.0 (1.9)	0.7~1.0 (0.8)
2018年度 (中央値)	1.3~1.5 (1.4)	1.3~1.6 (1.4)
昨年10月時点 (中央値)	1.2~1.4 (1.4)	1.1~1.6 (1.4)
2019年度 (中央値)	0.7~0.9 (0.7)	1.5~2.0 (1.8)
昨年10月時点 (中央値)	0.7~0.8 (0.7)	1.5~2.0 (1.8)

(注) 網掛けは昨年10月からレンジが上方修正されている項目。

(資料) 日銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 円ドル相場と日米実質金利差の推移



(注) 『実質金利』は、10年物国債利回りからブレイクイーブン・インフレ率を引いたもの。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)
2018年1月26日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2015年度	2016年度	2017年			2017年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	8月	9月	10月	11月	12月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.4	1.2	1.5 (1.5)	2.9 (1.6)	2.5 (2.1)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.9	0.6	▲ 0.1 (0.8)	1.6 (2.5)	▲ 0.3 (1.5)	0.2 (1.7)	▲ 0.6 (0.9)	0.3 (1.8)	1.0 (2.1)	
鉱工業生産指数	▲ 0.9	1.1	0.2 (3.8)	2.1 (5.8)	0.4 (4.2)	2.0 (5.3)	▲ 1.0 (2.6)	0.5 (5.9)	0.5 (3.6)	
鉱工業出荷指数	▲ 1.1	0.8	▲ 0.1 (3.7)	1.5 (5.2)	0.4 (3.7)	1.8 (5.8)	▲ 2.5 (1.5)	▲ 0.4 (2.7)	2.3 (2.3)	
製品在庫指数	1.1	▲ 4.0	2.2 (▲ 4.0)	▲ 0.5 (▲ 2.9)	▲ 1.6 (▲ 2.4)	▲ 0.6 (▲ 2.9)	0.0 (▲ 2.4)	3.2 (2.0)	▲ 0.8 (3.0)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.9	112.9	111.5 [116.8]	112.5 [116.0]	110.7 [114.3]	108.6 [113.2]	110.3 [113.5]	114.2 [112.2]	111.1 [108.0]	[108.9]
国内企業物価指数	▲ 3.3	▲ 2.3	1.6 (1.0)	0.4 (2.1)	0.5 (2.9)	0.0 (2.9)	0.3 (3.1)	0.3 (3.4)	0.5 (3.6)	0.2 (3.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1 (0.2)	0.6 (0.4)	0.0 (0.6)	0.1 (0.7)	0.1 (0.7)	0.1 (0.8)	0.1 (0.9)	0.0 (0.9)
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	98.6	99.8 [96.1]	101.9 [96.3]	101.8 [98.0]	103.4 [99.2]	101.8 [97.6]	102.0 [98.7]	102.0 [100.5]	[101.1]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	4.1	0.5	▲ 1.4 (▲ 1.0)	▲ 4.7 (▲ 1.0)	4.7 (▲ 2.5)	3.4 (4.4)	▲ 8.1 (▲ 3.5)	5.0 (2.3)	5.7 (4.1)	
製造業	6.2	▲ 4.6	▲ 4.2 (▲ 6.8)	3.7 (3.5)	8.2 (9.2)	16.1 (14.7)	▲ 5.1 (14.8)	7.4 (26.0)	▲ 0.2 (14.2)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.5	4.3	0.0 (3.1)	▲ 9.9 (▲ 4.5)	1.6 (▲ 10.1)	3.1 (▲ 2.8)	▲ 11.1 (▲ 13.3)	1.1 (▲ 13.9)	9.8 (▲ 3.9)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 2.2	1.5	▲ 2.4 (3.1)	5.0 (6.6)	▲ 0.2 (4.3)	9.8 (10.1)	▲ 6.1 (2.1)	1.6 (5.4)	3.7 (5.6)	
建設受注	▲ 0.9	4.0	(2.2)	(0.7)	(▲ 4.7)	(▲ 10.6)	(▲ 11.6)	(6.7)	(20.5)	
民需	7.9	5.1	(4.8)	(▲ 7.0)	(5.0)	(▲ 3.2)	(8.0)	(▲ 1.8)	(15.6)	
官公庁	▲ 15.6	8.4	(▲ 1.8)	(19.9)	(▲ 34.3)	(▲ 18.9)	(▲ 59.6)	(20.0)	(22.0)	
公共工事請負金額	▲ 3.8	4.1	(9.9)	(2.6)	(▲ 7.9)	(▲ 7.9)	(▲ 10.4)	(3.9)	(5.0)	(▲ 6.4)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	92.1 (4.6)	97.4 (5.8)	97.5 (3.5)	100.2 (1.1)	95.6 (▲ 2.4)	94.2 (▲ 2.0)	95.2 (▲ 2.9)	93.3 (▲ 4.8)	95.1 (▲ 0.4)	
新設住宅床面積	(2.1)	(4.1)	(3.3)	(1.0)	(▲ 3.7)	(▲ 3.9)	(▲ 3.9)	(▲ 5.4)	(▲ 1.2)	
小売業販売額	0.8	▲ 0.2	(1.2)	(2.5)	(2.0)	(1.8)	(2.3)	(▲ 0.2)	(2.1)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.2	▲ 1.6	0.8 (▲ 2.0)	1.0 (0.2)	▲ 0.4 (0.0)	0.2 (0.6)	0.4 (▲ 0.3)	▲ 2.0 (0.0)	2.1 (1.7)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	72.1	73.1 [72.6]	75.3 [72.8]	69.6 [70.7]	69.8 [70.7]	69.8 [71.6]	71.0 [71.1]	72.0 [72.4]	[71.8]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 1.3	▲ 0.7	1.5 (1.2)	▲ 0.4 (0.9)	▲ 0.2 (0.9)	▲ 0.2 (0.6)	1.8 (1.5)	▲ 1.0 (0.7)	0.6 (1.5)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.2	0.4	(0.2)	(0.5)	(0.2)	(0.7)	(0.9)	(0.2)	(0.9)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	98	103	112	131	130	123	133	136	135	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.23	1.39	1.44 [1.29]	1.49 [1.35]	1.52 [1.37]	1.52 [1.37]	1.52 [1.38]	1.55 [1.40]	1.56 [1.41]	[1.43]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.3	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	48.8	46.4	49.2 [45.6]	50.1 [42.6]	50.1 [45.2]	49.6 [45.6]	49.6 [44.8]	49.9 [46.2]	52.4 [48.6]	53.9 [51.2]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,684 (▲ 9.0)	8,381 (▲ 3.5)	2,079 (▲ 3.0)	2,188 (2.8)	2,032 (▲ 2.6)	639 (▲ 12.0)	679 (4.6)	733 (7.3)	677 (▲ 2.3)	696 (▲ 2.0)

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2015年度	2016年度	2017年			2017年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	8月	9月	10月	11月	12月
通関輸出	▲0.7	▲3.5	(8.5)	(10.5)	(15.1)	(18.1)	(14.1)	(14.0)	(16.2)	(9.3)
価格	2.0	▲5.8	(3.1)	(5.2)	(8.8)	(7.0)	(8.9)	(9.8)	(10.1)	(4.6)
数量	▲2.7	2.4	(5.1)	(5.1)	(5.8)	(10.4)	(4.8)	(3.8)	(5.5)	(4.5)
通関輸入	▲10.2	▲10.2	(8.6)	(16.2)	(14.5)	(15.3)	(12.1)	(19.0)	(17.2)	(14.9)
価格	▲8.4	▲10.7	(6.2)	(10.8)	(12.5)	(12.6)	(12.4)	(15.3)	(14.2)	(8.5)
数量	▲1.9	0.5	(2.2)	(4.9)	(1.8)	(2.4)	(▲0.2)	(3.2)	(2.6)	(5.9)
経常収支(億円)	178,618	203,818	59,697	45,622	70,214	23,941	22,593	21,764	13,473	
貿易収支(億円)	3,296	57,726	10,961	9,493	17,353	3,240	8,457	4,302	1,810	
サービス収支(億円)	▲13,527	▲13,816	50	▲2,834	▲2,315	281	▲461	▲334	417	
金融収支(億円)	238,492	249,299	52,424	44,237	50,052	19,246	20,738	▲8,532	14,046	
外貨準備高(百万ドル)	1,262,099	1,230,330	1,230,330	1,249,847	1,266,310	1,268,006	1,266,310	1,260,925	1,261,242	1,264,283
対ドル円レート(期中平均)	120.13	108.37	113.60	111.06	111.01	109.91	110.68	112.96	112.92	112.97

3. 金融

	2015年度	2016年度	2017年			2017年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	8月	9月	10月	11月	12月
無担保コール翌日物金利	0.063	▲0.045	▲0.042 [0.035]	▲0.054 [▲0.050]	▲0.054 [▲0.046]	▲0.049 [▲0.043]	▲0.058 [▲0.052]	▲0.037 [▲0.037]	▲0.048 [▲0.049]	▲0.042 [▲0.044]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.157	0.057	0.056 [0.122]	0.056 [0.060]	0.062 [0.057]	0.056 [0.058]	0.056 [0.056]	0.063 [0.056]	0.063 [0.056]	0.063 [0.056]
新発10年国債利回り	▲0.050	0.065	0.065 [▲0.050]	0.075 [▲0.230]	0.060 [▲0.085]	0.010 [▲0.070]	0.060 [▲0.085]	0.065 [▲0.050]	0.035 [0.020]	0.045 [0.040]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.924	0.847	0.847 (▲0.006)	0.842 (▲0.005)	0.831 (▲0.011)	0.839 (▲0.002)	0.831 (▲0.008)	0.834 (0.003)	0.835 (0.001)	
日経平均株価 (225種、末値)	16,759	18,909	18,909 [16,759]	20,033 [15,576]	20,356 [16,450]	19,646 [16,887]	20,356 [16,450]	22,012 [17,425]	22,725 [18,308]	22,765 [19,114]
M2平残	(3.5)	(3.6)	(4.1)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.1)	(4.0)	(3.6)
広義流動性平残	(3.7)	(1.8)	(2.3)	(2.8)	(3.7)	(3.7)	(3.9)	(4.1)	(3.9)	(3.5)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.4)	(2.8)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(2.9)	(2.8)	(2.7)
	銀行計	(2.5)	(2.4)	(2.8)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.0)	(2.8)	(2.4)
	都銀等	(1.2)	(1.2)	(2.0)	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.3)	(2.0)	(1.8)
	地銀	(3.7)	(3.5)	(3.6)	(3.7)	(3.7)	(3.8)	(3.7)	(3.6)	(3.7)
	地銀II	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.0)	(3.1)	(3.1)	(3.0)	(2.9)	(3.0)
信金	(2.2)	(2.3)	(2.5)	(2.8)	(2.7)	(2.7)	(2.8)	(2.6)	(2.6)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.7)	(3.8)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.4)	(4.5)	(4.4)	(4.0)
	都銀	(4.5)	(5.5)	(6.4)	(6.5)	(6.4)	(6.3)	(6.5)	(6.3)	(5.7)
	地銀	(3.0)	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.5)	(2.6)	(2.5)
	地銀II	(2.5)	(2.1)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(1.8)

(注) 新発10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は末値、その他金利は期中平均値。

(資料) 内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 金堀 徹 tooru_kanahori@mufg.jp
下郷 慶 kei_shimozato@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。