

現在の市場でのホットなテーマは米国住宅バブルの行方である。景気強気派は住宅部門の不振が経済全体に波及せず、景気の早期底打ちを見込む。一方で景気弱気派は住宅の不振からリセッション入りを見ている。どちらが正しいのかは現時点で定かでないが、今回は住宅バブル程には注目されていないが、同様に金融政策の趨勢を決めるに当たって重要な潜在成長率について考えてみたい。

そもそも潜在成長率とは何であろうか。一般には、潜在成長率とはインフレを起こさずに成長できる成長率の水準である。実際の成長率が潜在成長率を上回る状態が続くと需要が供給に対して過剰な状況が続き、インフレ圧力が高まり易くなる。その場合、中央銀行は政策金利を引き締め気味に誘導し、インフレ圧力を低下させる必要が生じる。そういう意味で重要な指標である。足元までの物価の推移を見ると、過去の利上げ打ち止めタイミングと比較して物価の上ぶれ状態が続いており(図1参照)、米国連邦準備制度理事会(FRB)は金融引き締めスタンスを維持している。

最近、FRB内で潜在成長率を巡る議論が活発である。連邦市場公開委員会でFRBスタッフが潜在成長率を下方修正し、最近の講演でバーナンキFRB議長も潜在成長率低下の可能性について言及した。

潜在成長率は一般的に経済の供給力を示す指標とされており、主として労働力の伸びと労働生産性(一人当たりの生産高)から推計される。バーナンキ議長は、潜在成長率低下の論拠を労働力の伸び率の低下にあるとしている。実際、2000年をピークに米国の労働参加率(簡単に言えば、16歳以上の人口のうち、働く意思のある人の割合)は低下傾向にある。過去においては、ある程度の期間に渡り、景気拡大が継続すると、労働条件の改善等を背景に労働市場に労働者が参入し、労働参加率の上昇が見られる。一方で、今回は景気拡大期が約5年目に入ったにも関わらず、労働参加率の上昇は2000年のピークを抜けず、緩やかなものに留まっている。(図2参照)労働市場で何か構造変化が起こっているのだろうか。

まず、第一に指摘されるのは、若年労働者の労働参加率の低下である。特に2000年以降はかなりのペースで低下している。グローバル化の進展で、低賃金の単純労働が海外にシフトした結果、国内での高収入の職を目指して高等教育を受ける人が増えているためと思われる。

第二には女性の労働参加率の伸び悩みである。1990年ぐらいまでは女性の労働参加率は右肩上がりでも推移してきたが、それ以降は横ばい推移が継続している。これは、女性の労働参加率上昇トレンドが成熟化したことによるものと思われる。(図3参照)

次に労働生産性については、足元での景気変動の影響を受け易く長期的なトレンド把握は一般に難しいとされている。バーナンキ議長はそれらを踏まえた上で長期的な生産性上昇トレンドは継続中としている。

潜在成長率の推計はかなり難しい。敢えて言えば、一定の成長が続き、物価安定が継続すれば、事後的に初めて、その成長率が潜在成長率とわかる類のものである。仮に労働力の伸び率低下を反映して潜在成長率が低下していた場合、金融政策にはどういう意味があるのだろうか。

長期的な影響について、バーナンキ議長は労働力の伸び率低下は供給力の低下を意味する一方で、労働力の伸び率低下に伴う所得の鈍化から需要も鈍化し、需給均衡は保たれるとしている。結果として、物価には中立的、金融政策も必ずして引き締めの的になるとは限らない旨の発言をしている。一方で、短期的な影響については明言していない。

現時点での来年の米国成長見通しのコンセンサスは2.5%である。仮に潜在成長率が従来言われていた3.0~3.5%とすると、インフレ圧力は0.5~1.0%下押しされ、利下げ環境が整うことになる。しかし、逆にやや極端な仮定であるが、潜在成長率を2.0%とした場合、0.5%だけインフレ圧力が助長されることになる。この場合、FRBは長期に渡り引き締めスタンスの継続を余儀なくされるかもしれない。

米国の金融政策の先行きを占うことを仕事としている者にとって「住宅市場の先行き」と同様に「FRBが潜在成長率の居所をどう見ているのか」を占うことも重要である。

(平成18年12月12日 記)

【前年同月比の変化幅%】 図1 利上げ打ち止め後のコア個人消費デフレーター推移

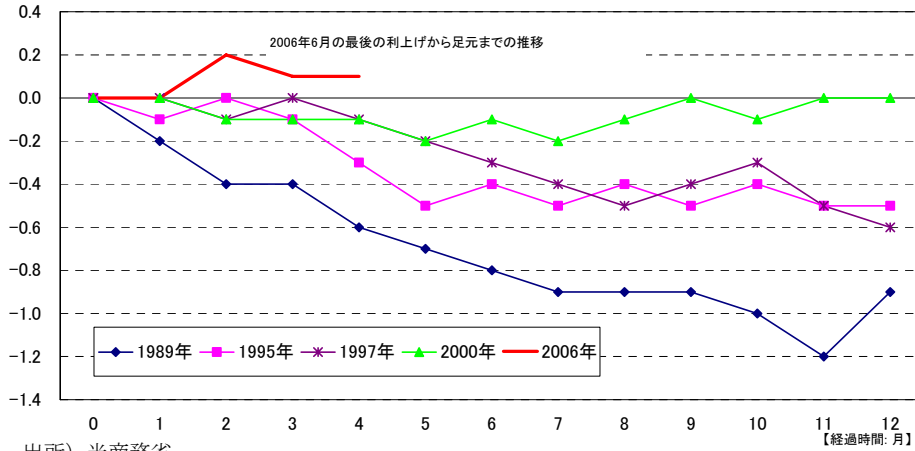


図2 景気拡大期間と労働参加率の推移

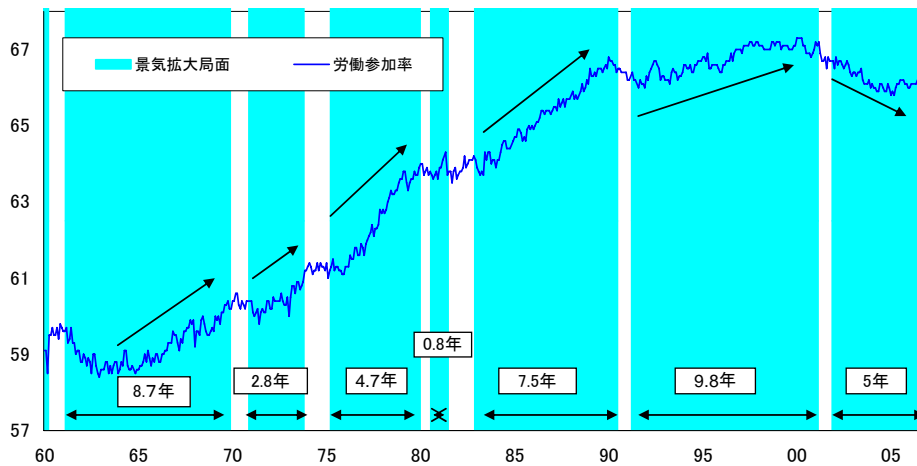
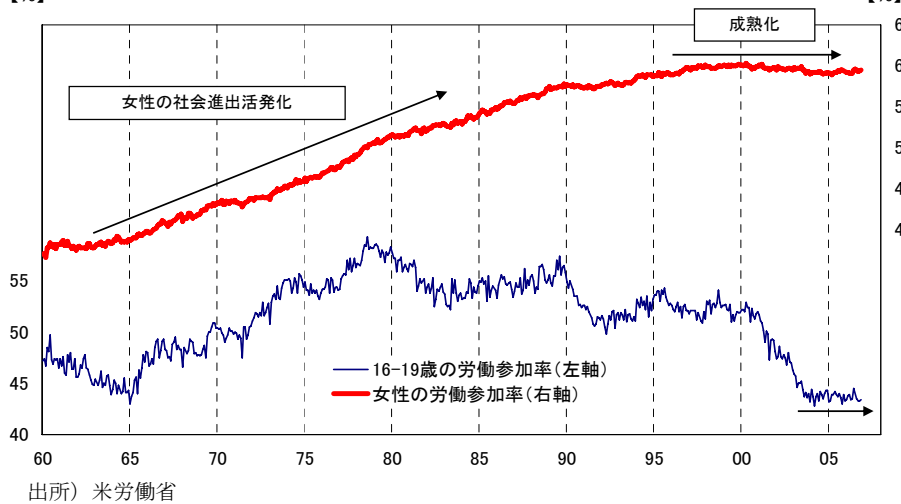


図3 若年層と女性の労働参加率推移



◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
 ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
 ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
 ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）