

世界「大収斂」時代と米「正常化」遅延

先進国の賃金減少と世界経済「大収斂」時代相克

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/8/2

米 FRB は 9 月 FOMC で資産圧縮を宣言、12 月に追加利上げに踏み切ろうが、4.5 兆ドルに膨らんだバランスシート「正常化」は前例なき歴史的な挑戦であり、低インフレという難題を孕む以上「漸進主義」にならざるを得ない。高値警戒感にも米株式相場は好調な企業業績や 2.5%成長路線にドル安と過剰流動性の横溢に原油安定と役者が揃い「夏枯れ」返上で暫し「サマーラリー」の様相を呈しそうだ。

1960 年代前半と 1980 年代と類似性

ある米系投資家は「インフレとスラックの関連性を巡り疑念が浮上している」と打ち明ける。つまり、物価安定に対する米 FRB の信認に疑問符を抱く市場参加者が増えているというのだ。

未曾有の QE (量的緩和) により世界の中銀のバランスシートは前人未踏の 15 兆ドル (約 1665 兆円) に達するが、未だ ECB や日銀は共に QE の資産購入を続けている。

確かに、未曾有の量的緩和により主要先進国のマクロ経済は良好な環境へと改善を示した。だが、かかる実体経済「正常化」にも関わらず、インフレ率が依然として目標を下回っている。

ユーロ圏のコアインフレ率こそ上昇するも未だターゲットを下回り、米国のコアインフレ率は足元で鈍化し 2%目標を約 0.5%下回り、日銀のそれは未だ 2%目標には程遠い。

むろん、米失業率が 4.3%に低下し「完全雇用」にありながら低インフレが続く状況は、実に興味深いといわざるを得ない。だが、歴史的には、原油安が低インフレ期待に繋がり、高インフレリスクが「排除」された 1980 年代と類似性がある。

さらに、失業率が 4%近くに低下したにも拘わらずインフレ率が 2%を割り込んだ 1960 年代前半とも似ている。

もっとも、1960 年代においてはその後半になって、1) 財政支出の急増、2) メディケアとメディケイド導入による医療費増加、3) 不十分な FRB の引き締め一等固有の要素がインフレ上昇に繋がっている。

それでは現状は、どのような帰趨となるか、「1960 年代のようなインフレ急上昇は見込み難いが、実現インフレの上昇と失業率低下によってインフレ期待が押し上げられる可能性があるだろう」(同米系投資家)。

よって、中期的なインフレ見通しは概ね変わらないとしても、コアインフレ率は持続的に緩慢ながらも上昇基調を維持する可能性が高い。

いずれにせよ、米労働市場の引き締めは、いずれ賃金とインフレに波及し、米家計消費を下支える

と期待される。

26 日公表された FOMC 声明は、そうした見方とおおよそ整合性のとれる内容となった。前回声明で「This year」(年内)と示唆されたバランスシート縮小スケジュールについて、今回は改めて「relatively soon」(比較的早期に)と表記され、次回 FOMC (9 月 19-20 日)での資産圧縮がメインシナリオとされた。

また、今回のメンバー採決に当たって、前回利上げに反対票を投じたミネアポリス連銀カシュカリ総裁が賛成に回り、意志の強さを印象付けるものとなった。

一方、現状の低インフレについては引続き慎重なスタンスを維持しており、声明公表後は米債利回り低下に連れてドルが売られ、ドル円は 111.05 円安値、ユーロドルは 1.1750 ドルの高値を示現して NY 引け。

むろん、9 月 FOMC のバランスシート「正常化」宣言の試金石となるのが 28 日発表の米 4-6 月 GDP (速報値) や同個人消費の 1-3 月期からのリバウンドの是非であろう。1-3 月期 GDP (確報値) は前年比 1.4%で「ソフトパッチ」と理解されているが、実際、4-6 月期 GDP 成長率が事前予想 (2.5%) 通りの着地となれば、一先ずドル軟調地合いに終止符が打たれそう。

なお、今回 FOMC 声明の低インフレについての表現は、前回 6 月 FOMC 声明と比べて大きなニュアンスの違いはなく、高値警戒感にも米株式相場は好調な企業業績や 2.5%成長路線に原油安定、ドル安と過剰流動性の横溢に「夏枯れ」返上で暫しサマーラリーの様相を呈しそうだ。

先進国と後進国「世界大収斂」時代

一方、実体経済「正常化」にも金融「正常化」が遅延する時代にあって、とりわけ重要視すべきは、金融危機以降、先進国の実質賃金が横ばいか減少していることである。

つまり、「多くの高所得国では、最大で人口の 3 分の 2 が、2005 年から 2014 年の間に実質賃金の横這いもしくは減少を被ったようだ」(英 FT 紙)。

むろん、米国の多くの有権者が不機嫌なのは無理もない。富裕国と貧困国の格差は、中国の躍進が主因となって縮小している。高所得国では、横這いもしくは減少する賃金やダイナミズムの源泉の鈍化によって、ポピュリストの圧力が生じているのだ。

換言すれば、ここ数十年の最も重要な変化は、世界の経済活動に占める高所得国のウエイトの低下である。「現在の高所得国が富と力で大きく飛躍した

19世紀と20世紀初頭の『Great divergence』（大分岐）が急速に逆転し、『Great convergence』（大収斂）になっている」（英FT紙）。

しかも、変化はアジア、最も重要なのは中国の隆盛である。巨額の貯蓄が中国の躍進を暗示している。経済の大きさと中国の家計や企業が非常に多く貯蓄することで世界全体の貯蓄が非常に肥大化している。

「20世紀の米国の資本や資本市場、金融機関のように、21世紀の中国の資本や資本市場、金融機関が世界経済で影響力を持つようになるだろう」（FT紙）。

新興国は世界の生産高で重要性が増しているだけでなく、世界の人口においても益々もって重要となっている。日本に象徴的である人口における高所得国のウエイトの低下はまさに劇的であり、2050年までにサブサハラアフリカが世界の人口に占める割合は1950年代の高所得国と同じになると国連は予測している。

このシフトによって生み出された最貧困の課題は明白であり、経済の収斂と人口のシフトが大きな経済の中心要素であることは言を待たない。

何より、テクノロジーの変化、つまりデータ処理とコミュニケーションの収斂がインターネット革命を介して「Great convergence」に拍車をかけ、半導

体価格の下落等もこうした技術改革を支える。

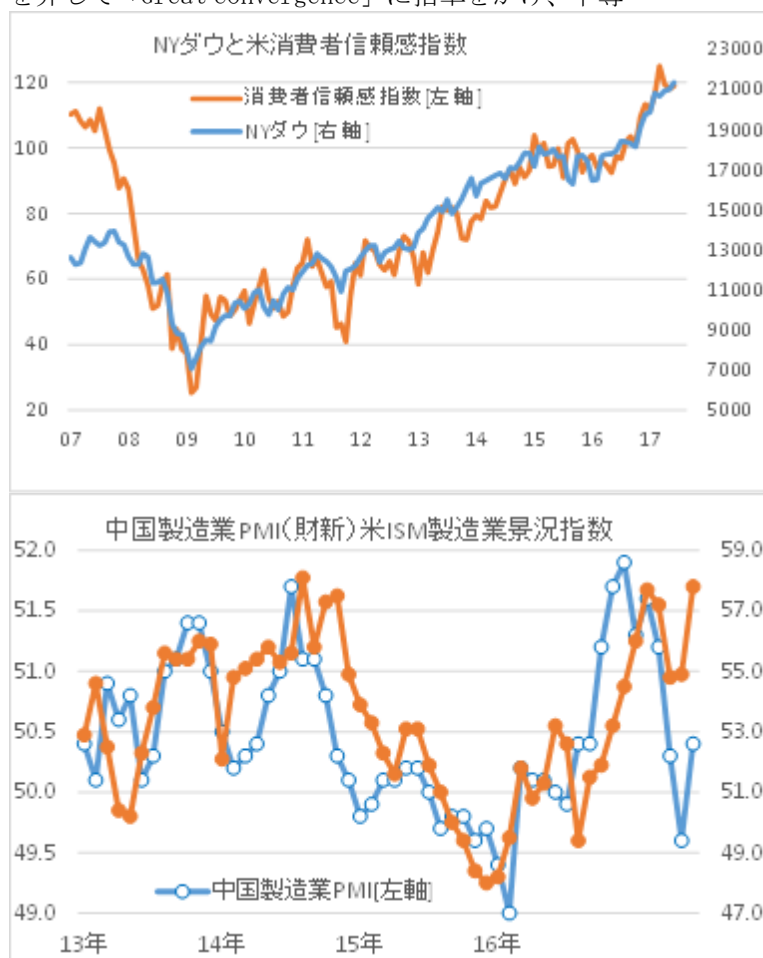
確かに、米国は19世紀後半以降、世界のテクノロジーのフロンティアを外界に拡散し、世界経済はグローバル化の一途を辿った。しかし、貿易と国境を越えた資産の急成長は止まり、金融について言えば、リスク回避と再規制へと回帰した。

貿易については、直近の最も大きな貿易自由化は、2001年の中国のWTO加盟だが、サプライチェーンの国境を越えた統合がもたらした機会の多くは、今や中国賃金上昇で尽きてしまった。

だが、「相対的な経済力の急速な変化と相対的な人口規模の大きなシフトが、我々の世界を形作っている」（英FT紙）ことは言うまでもない。

同時に、ダイナミズムの源泉であるテクノロジーの進歩、生産性の伸び、グローバル化などは心配な水準まで鈍化している。

結果、多くの高所得国で実質賃金が停滞しており、特に金融危機によって大きくその傾向が強まった。高所得国におけるポピュリストの圧力高揚は、そうしたシフトへの対応を非常に困難にしている。米FRBの金融「正常化」遅延もまたそうした世界経済の「Great convergence」を背景としている。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的とし

たものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。