

崩れたフィリップス曲線とマネーと物価

59ヶ月にわたり目標2%を下回る米コアインフレ率

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/8/30

過去数十年にわたりインフレを予想する上のツールであった「2つ」の前提条件、一つは中央銀行のマネタリーベース拡大と消費者物価の上昇との因果関係、もう一つは失業率低下と賃金インフレ上昇という所謂「フィリップス曲線」が崩れつつある。デジタル革命が低インフレを既定する時代がジャクソンホールに蟄集したセントラルバンカーの苦悩を浮き彫りにした。

2011年以降「年率0.6%」に留まる生産性伸び率

あるNY金融筋は、「ジャクソンホール会議に蟄集したFRB高官を悩ます問題の核心が、過去数十年にわってインフレを予想する上で用いてきた『2つ』の前提条件がもはや機能していないのではないか」という疑問に集約した」と打ち明ける。

一つは、中央銀行のマネタリーベースの拡大と消費者物価の上昇との因果関係であり、もう一つは、失業率が低下する成長期のインフレ上昇という所謂「フィリップス曲線」の崩壊である。

これら「2つ」の前提に立てば、インフレは現時点で上昇しているはずだが、そうはなっていない。むしろ、米FRBが重視するコアインフレ率は59ヶ月にわたって目標の2%を下回り、6月には1.4%に一段と低下した。

しかるに今年のジャクソンホール会議のマーケットの初期反応は、イエレンFRB議長が金融政策について言及しなかったのにハト派的な勝手解釈に失望的なドル売りとなった。

低インフレ時代は、労働組合の衰退や非正規労働への移行が労働者の賃金交渉力を低減させ、賃上げ率を損なっている事情もある。

さらに、生産性向上に帰するハズのデジタル革命の進化が、実は低インフレと生産性伸び鈍化を招いている可能性、何より物価統計システムの時代錯誤があるかも知れない。いずれにせよ、今年のジャクソンホール会議から導きだされる命題に以下のような要点がある。

- 1) 中銀はデータ収集方法を見直し物価統計の向上に資源投入が必要
- 2) 経済学者は現在のデータを割り引いて考えるべき
- 3) 米FRBはPCE（個人消費支出）デフレーターを低下を警戒する必要

まず、1)のセントラルバンカーは物価データの収集方法を取り急ぎ見直し、物価統計システム向上に資源を投入すべきと各国政府を説得する必要がある。例えば、スマートホーンなど携帯電話の問題がある。無料通信が今年の個人消費支出（PCE）指数

を押し下げていることに留意すべきである。

非常に興味深いことに、「急速なデジタル革命が経済システムの生産能力を予想外の形で拡大しつつ、より大きなトレンドを象徴している」（英FT紙）。

それによって、経済学者や統計学者が理解に努める価格シグナル、すなわち指数が変化している。統計システムは20世紀の産業界で発展し、モノとサービスは具体的な価格とそれに見合う品質を持っていたが、今や統計学者は製品品質の目覚ましい変化の影響を測定するのに苦労している。

例えば、「400ドルのスマートホーン等が1年前の同価格の製品よりも格段に優れたサービスをある日突然、提供する。さらには、消費者が無料アプリのダウンロードや無料サイバーサービスの利用と引き換えにテクノロジー会社に自らのデータを無料で提供できるバーター取引などがそうした概念に当たる」（英FT紙）。

物価統計からこぼれ落ちているスマートホーン等IT（情報技術）デジタル化の進化に伴う物価を取り巻く要素変質は今や甚大な問題となっている。

こうしたデジタル化の進化は21世紀の経済活動で大勢を占めるだけでなく、価格シグナルに甚大な影響をもたらす。デジタル化はインフレを抑制することで低インフレ構造を促し中銀バブルと資産バブルの副作用を招きかねない。

一方、2)の経済学者は現在データを割り引いて考える必要性だが、「公式統計で示される生産性の伸び率は2010年以前の40年の平均は2.0%だったが、2011年以降、年率0.6%に過ぎないことである」（英FT紙）。

「続投含み」イエレン議長の政治的な制約

一方、一部FRB高官は低インフレの理由を、短期的な歪みに帰している。例えば、サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁は携帯電話の料金を原因の一つに挙げ、他の高官は医療費の減少を指摘している。

しかし、短期的な問題だけで全てを説明できないのはもはや明白だ。インフレは長期にわたってアンダーシュートし、物価は西側世界のあらゆる地域で低迷しているからだ。

さらに、大方のFRB高官は例えば「人口動態」などが低インフレに一定の役割を果たしている、つまり構造的要因によるインフレ抑制作用にも注目している。

むろん、先進国にあって高齢化は社会問題化しており、とくに経済的には青年層より高齢者は積極的な消費の必要性が乏しい傾向がある。

最後に、3) の FRB の PCE 低下への警戒については、米実体経済の価格動向は変則的だが、明白なことは資産インフレが強まっていることへの警戒である。

「今や FRB が重視しなければならないのは、資産価格の上昇であり、利上げによる資産バブル抑制だ」(英 FT 紙)。

だが、続投含みのイエレン FRB 議長、そしてデジタル技術の進化による低インフレ状況にあって「物価の番人」FRB が資産バブル抑制に金融「正常化」利上げの前倒しに踏み込めるか、疑問視されている。

案の定、目ざといトランプ大統領は米 WSJ 紙(8月25日付)インタビューで、FRB イエレン議長を「ドル高回避にいい仕事をしてきた」と評し、来年2月で任期が切れるイエレン議長の再任を検討していると明らかにした。

ただ、米国家経済会議(NEC)コーン委員長らへの交代も視野に入れていると指摘、最終決定にはなお時間を要するとの見通しを示した。トランプ大統領はイエレン議長について「長年にわたる低金利主義者で、いい仕事をしている」と評した上で来年2月以降の続投も「当然、可能性がある」と述べた。

トランプ氏の「イエレン続投」示唆はリップサービスに他ならない。「来年の任期切れまで拙速な利上げを避け、低金利を維持して米景気と株高を支えてくれるなら再任する」との暗黙の了解であろう。

米指標も低インフレを示唆して久しい。NY 連銀やフィラデルフィア連銀の製造業景況指数など最近発表された米景気指標は米経済の強さを示すが、依

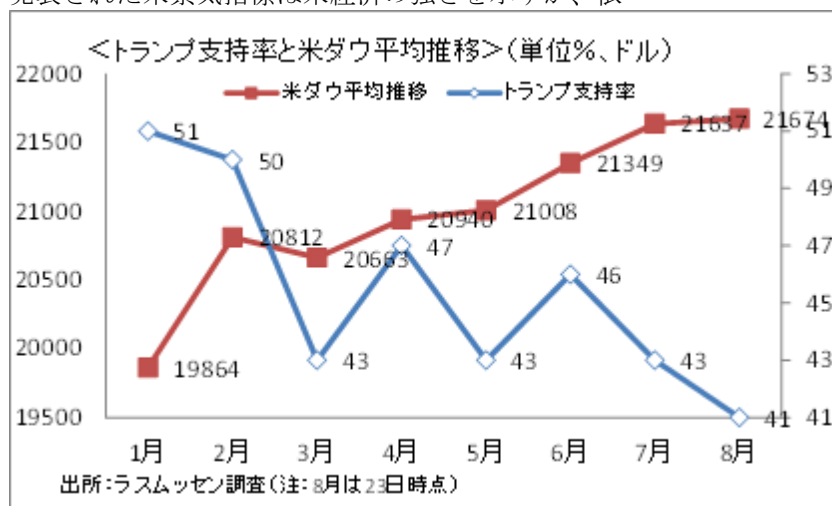
然としてインフレ率は鈍化している。低インフレと緩慢な利上げに過剰流動性の横溢とドル安が続く限り、米企業の好業績と米経済 2.5%成長が支援されよう。

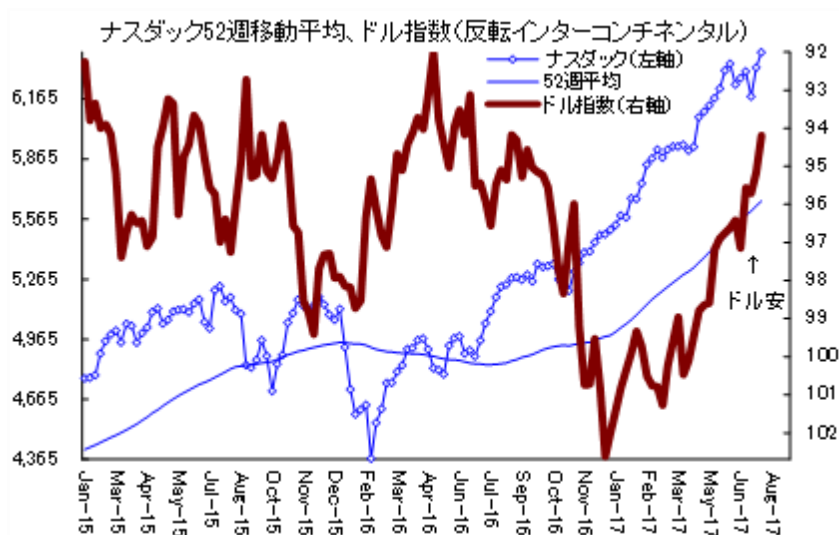
むろん、金利の急上昇は、株式など資産価格に対し投資家が求める超過収益(リスクプレミアム)の大幅拡大を招きかねない。だが、イエレン議長が12月の利上げ先送りを示唆することになれば、米長期金利が低下してドル安が進み、米株「ゴルディロックス(適温)相場」が長期化する可能性がある。

何より、高値圏の米ダウ平均を支えるのは、米グローバル企業の採算改善に繋がるドル安であり、ドル安を支えるのが低インフレに伴う米 FRB の利上げペース鈍化であることは言を待たない。在 NY 金融筋は「年末まで現状のドル安が続けば、S&P500 企業の 2018 年の 1 株利益は 4%押し上げられる」と試算する。つまり、2%のドル安で 1 株利益+1%の構図である。

事実、8月31日まで実施される米韓合同軍事演習に対する牽制かどうか定かでないが、北朝鮮の「建国記念日」を控え地政学リスクがドル円・クロス円共にリスク回避のドル売り・円買いを招きやすい。

ドル/円は4月17日に付けた年初来安値 108.14 円が当座の下値目処となっているが、テクニカル的には 108.14 円レベルを下抜けると 200 日移動平均線(106.02 円)まで強いサポートラインが存在しない点には留意しておきたい。





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自身でお願いします。