

需要より物価重視の利上げ、海外で成長下押し 欧英など、米国は「需要底力」で軟着陸、日銀の教訓に

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/2/12 (水)

海外では 2020 年以降のコストプッシュ（資源高や食糧高など）主導のインフレ上昇に対し、各地の日銀が利上げを強化してきたが、物価高の最重視で需要配慮の余裕がなかったこともあり、タイムラグを経た昨年からは欧英などで成長の下押しが目立っている。一方で米国では 2022 年からの大幅利上げでも、「需要の底力」で軟着陸の方向にある。日銀は現在、食糧高などコストプッシュ対応で追加利上げの観測が高まっているが、需要判断を軽視すると欧英などへの追従リスクがあるほか、日本は次なる景気悪化時に政策余力が乏しいという問題がある。

英国は人手確保や物価高で賃上げ、好循環不発

「(英国では 2022 年 1 月時に) 求職者の減少が加速し、人手不足などで初任給の上昇ペースは 1997 年の調査開始以来 3 番目の高さとなった。物価高騰を乗り切るため、求職者はますます高い賃金を求めるようになってきている」、「英国商工会議所 (BCC) による調査では、英国企業の 63% が賃金負担の増加と賃上げ原資の確保のため、価格の引き上げに追い込まれていると回答」、「英国中銀はインフレ抑制のため 2 会合連続で利上げを決定し、総裁は賃金と物価が相互に高め合う悪循環への懸念から、労働者に『賃上げ要求の自制』を求めた」――。

2022 年 2 月時に、ブルームバーグは当時の英国の状況をこのように伝えている。

当時の英国ではコロナ影響や EU 離脱後の移民減少などによる人手不足のほか、人手不足を受けた労働者側の賃金交渉力の高まり、物価高苦境による賃上げ争議の激化、英国政府による家計配慮の最低賃金引き上げ、こうした各種賃上げ圧力を受けた企業の負担増と、コスト増の価格転嫁（値上げ）などが同時進行で加速された。賃金と物価の上昇スパイラルに対処するため、英国中銀は 2021 年 12 月から 2023 年 8 月にかけて、政策金利を大幅に引き上げている。

一方で英国での物価上昇は、2020 年のコロナ危機やウクライナ戦争等によるコストプッシュ（資源高や食糧高など）主導であり、賃上げも人手確保や物価高対応によるものであった。需要増加（デマンドプル）は欠如していたほか、生産性、潜在成長率、付加価値などの改善は限定的となっている。

結果、昨年以降の英国経済は「大幅利上げの遅行効果」などにより、経済成長の下押しに見舞われてきた。物価も内外の構造面で完全には低下せず、根強いインフレ懸念と成長低迷というスタグフレーションが懸念されている。賃金は大幅に上昇したが、

日本の政府と日銀が目指している「賃上げと良い物価高の好循環」や「内需主導の経済成長」という方向は不発となっている。

欧州でも同様にコストプッシュ主導の物価上昇に対処するため、ECB（欧州中銀）は 2022 年から 2023 年にかけて大幅な利上げを実施した。しかし、英国と同様に内需や生産性の改善は限られており、昨年以降は利上げの遅行影響のほか、政治混乱などもあって成長が低迷となっている。

最近では 1 月 30 日の ECB 理事会で、昨年 6 月から 5 回目となる利下げが決定された。声明では現在の金融政策について、利上げ遅行効果などを含めて「依然として景気抑制的」とされたほか、「経済は脆弱」、「サービス関連の価格は高止まり」といった見解が示されている。

その中で現在の日本では、周回遅れの形で 1 月に続く日銀の追加利上げ観測が高まっている。2-3 月の春闘での連続賃上げ機運もあり、利上げ時期の前倒しが焦点になってきた。今後の利上げ幅は英欧ほど切り上がらないにせよ、現状の英欧の低迷は今後の日銀の利上げ対応に関して「1-2 年先の影響考慮」の参考になる。

日本の賃上げ防衛的、訪日は海外賃金増おこぼれ

足元の日本の物価上昇はコストプッシュ主導によるもので、コメや野菜といった生鮮食品価格の高騰のほか、昨年にかけての円安・輸入物価上昇の遅行影響などが主導している。2022-23 年時の英欧のように、需要の増加や生産性、潜在成長率などの改善は限定的となっている。

今後の日銀による利上げ時期や利上げ最終水準で、需要判断を誤ると欧英などへの追従リスクがある。同時に日本では万一、利上げ判断のミスなどで景気が悪化した場合、財政政策や金融政策などで政策余力が乏しいという問題がある。

春闘での賃上げについては、需要増加や将来期待などが先にありきの前向きな賃上げは限られている。あくまでも少子高齢化と人口減を受けた人手不足対応や、急減してきた若年層の困り込み、物価高配慮、従業員の退職阻止など、「防衛的」賃上げが少なくなっている。

英国のように企業が賃上げの原資確保のために値上げを行い、物価高の苦境もあって政府・与党や労働組合、従業員などが一段の賃上げを要求。そのために企業は追加の値上げを迫られる、という負の連鎖も懸念され始めた。

日本の内需については、インバウンド（訪日外国

人客)の増加定着がプラスの要因となっている。しかし、あくまでも海外での大幅な賃上げの「おこぼれ」によるもので、居住者の要因による賃金増加と消費拡大は限られている。最近の国内サービス価格上昇についても、宿泊・観光・輸送・飲食関連を中心に、インバウンドという外需の寄与度度が大きい。

経済統計上、インバウンド消費は「サービス輸出」の中の「非居住者家計による国内での直接購入」に計上される。過去に日本が再三批判されてきた輸出依存、外需依存、国内の需要不足と、大きく変わるものではない。しかもインバウンドは米新政権影響などによる世界景気の悪化や金融経済不安、地政学リスク、コロナなどの感染症といった問題が発生すると、一気に急減する脆弱性がある。

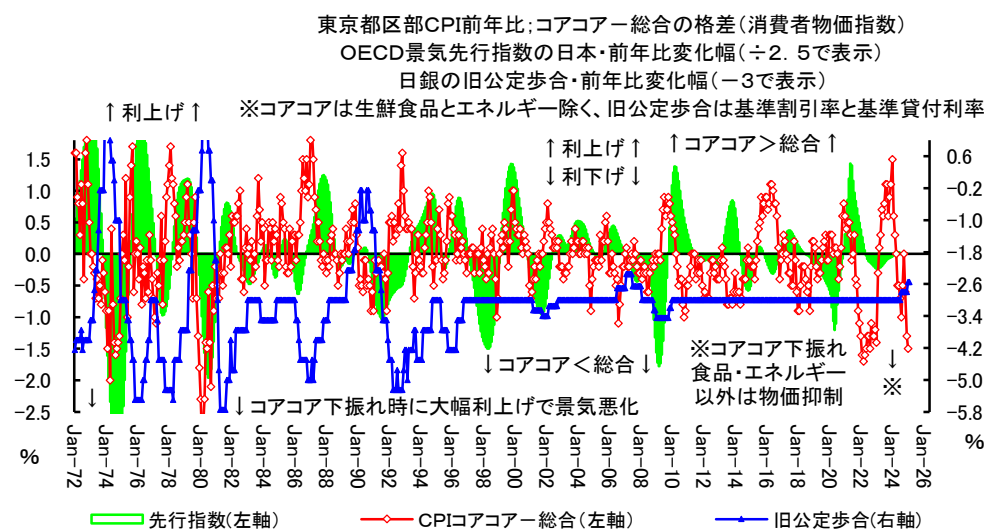
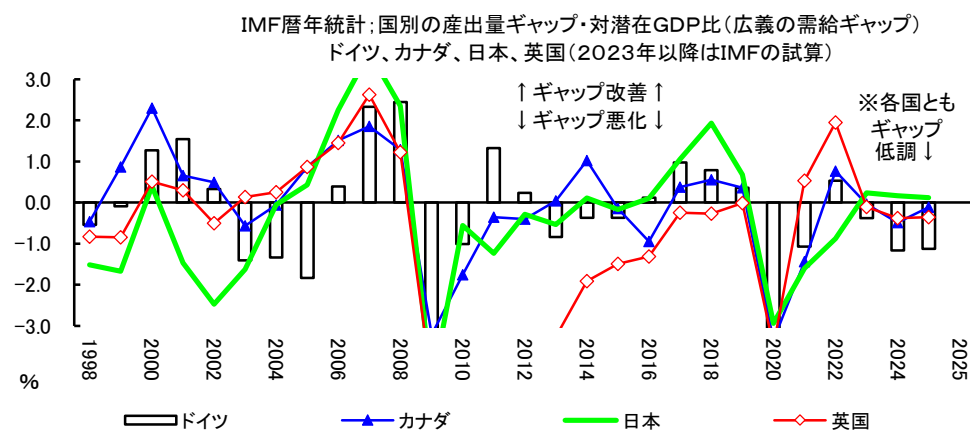
一方で米国では2022年からインフレ対処のため、FRBが大幅利上げを実施してきた。現在も遅行打撃が警戒されているが、景気は軟着陸の方向だ。昨年9月以降の利下げ転換や米トランプ新政権での政策期待なども影響しているが、基本的には「内需の底力」が大幅利上げによるインフレ鎮静というプラス効果と同時進行で、内需成長の安定化につながって

いる。

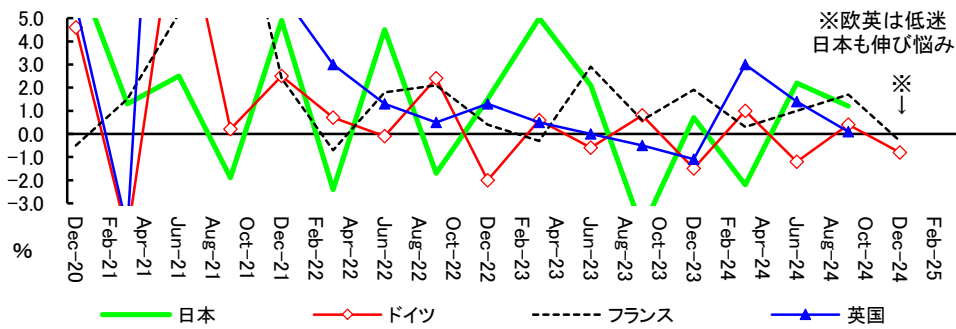
直近の各国による実質GDP成長率は前期比ベース年率で、昨年10-12月にユーロ圏のドイツが-0.8%、フランスが-0.3%と低迷した。それに対して米国は、+2.3%と底堅さを示している。英国は昨年7-9月時に、+0.1%と伸び悩んでいる。

為替相場では現状、日銀の追加利上げ観測が円高・ドル安の要因となっている。同じように過去2022-24年にかけては、英国中銀やECBの利上げ観測がポンド高・ドル安やユーロ高・ドル安を促す場面があった。しかし、2024年後半からは英国や欧州の「利上げ遅行打撃」や「利下げ転換」などもあり、ポンド安・ドル高やユーロ安・ドル高を再燃させている。

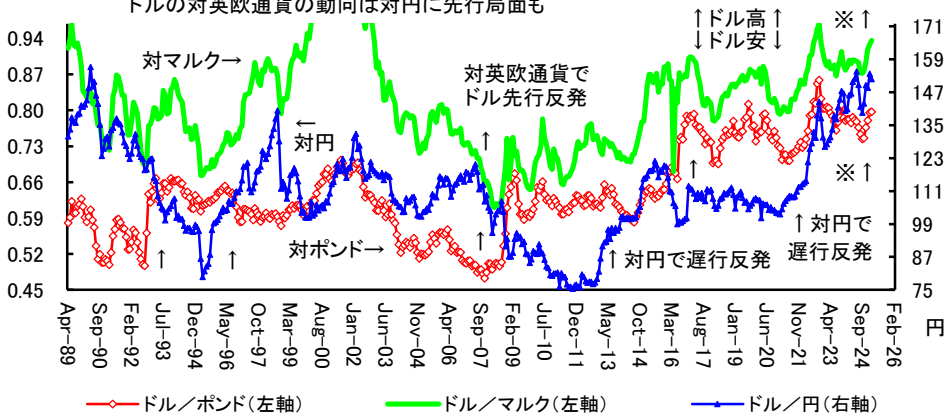
過去の長期実績として、ドルの対英欧通貨の動向はドルの対円動向に先行性を有してきた。その点で先行き日銀の追加利上げ織り込みや利上げによる日本経済への打撃などが着目されてくると、対ポンドや対ユーロでのドル再上昇に遅行する形で、対円でもドル再上昇という潜在余地が残されている。



四半期の国別：実質GDP成長率(前期比年率)
日本、ドイツ、フランス、英国(外務省が英CEIC社のデータを基に比較整理)



ドル／英ポンド、ドル／旧独マルク(÷2で表示)、ドル／円：月間ドル安値
※旧独マルクは1998年まで、99年以降はブルームバーグが試算
ドルの対英欧通貨の動向は対円に先行局面も



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。