

人口動態という新たな制約に直面する先進国の金融政策

日米欧などの先進国のサービス価格は、コロナ前よりも高い上昇率で高止まっている。この背景には、コロナ禍からの出口で起きた労働市場の逼迫だけでなく、先進国地域で起きている人口動態面からの労働需給の引き締めりが影響している可能性がある。

先進国のインフレの行方はサービス価格や賃金次第に

日本銀行は3月19日に、賃金の上昇を背景にマイナス金利やイールド・カーブ・コントロールなどを取りやめて「普通の金融政策」に戻した。

ところが、翌20日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、年内の利下げ回数減少観測が市場に出るなか、今年の利下げ3回という見通しは(ギリギリではあるが)変わらなかった¹⁾。また21日には、スイスの中央銀行であるスイス国立銀行が2年半に及ぶインフレとの戦いが功を奏したとして、市場の予想に反して0.25%の利下げを行った²⁾。

このように、3月後半は各国がそれぞれの立場から異なる方向性の金融政策を決めた。それでも、各国・地域の中央銀行の情報発信のなかで共通している点がある。それは、植田日銀総裁だけでなく欧米の中央銀行総裁らが、物価に言及するなかでサービス価格の動向について発言をすることが増えたという点である。

サービスという(広義の)業種はその特性上、実際の消費が自国内で行われ、また費用に占める人件費の割合が高いため、その価格は国内要因のインフレや賃金の動きを反映しやすい。さらに、経済成長とそれに伴う分業化が進んだ国では、サービスの消費割合が自ずと増えるため、消費者物価を構成するサービスの割合も自然と高くなる。例えば日本では、消費者物価に占める財の割合が50.46%なのに対し、サービスは49.54%であり、前述のスイスではサービスの割合が60.41%に達する。

いずれにせよ、インフレの行方を考える上で中央銀行の目線がサービス価格に移ったということは、今後の各

国・地域の物価が、サプライチェーンの世界的な混乱といった、中央銀行ではコントロールできない「対外的な」要因への警戒感が小さくなったことを意味している。

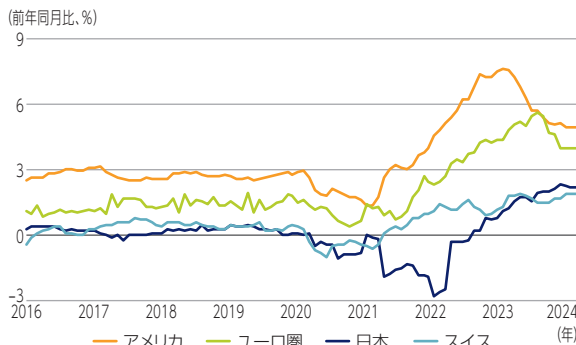
人口動態の変化が賃金を押し上げている可能性

そのサービス価格の上昇率について、日本、アメリカ、ユーロ圏、スイスの4か国・地域を図表1に載せた。いずれも2019年以前に比べてその水準が高いままであり、ユーロ圏やアメリカのようにピークを迎えたところでも、ここ数か月はほとんど下がっていない。特に高いインフレ率と戦っている欧米の中央銀行は、このもたつき感に苛立ちさえ覚えるかもしれない。

このきっかけの一つは、世界的なパンデミックの出口で、各国の労働需給が急激に引き締まったことにあるのは疑念の余地がないのだが、その他にも、サービス価格、そして賃金を決める労働市場の需給バランスが、より大きな要因によって先進国共通で変わりつつあることをこの図表1は示しているのではないかと。

図表2は先進国地域³⁾の20-24歳の人口と65-69歳の

図表1 日米欧瑞のサービス価格上昇率の推移

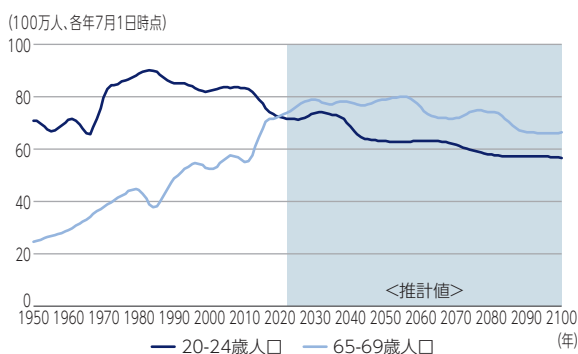


(出所) 総務省統計局(日本)、米労働省労働統計局、Eurostat、スイス連邦統計局のデータを基に野村総合研究所作成

NOTE

- 1) FOMC参加者19人による2024年末時点の政策金利見通しの中央値。なお、昨年12月時点では3回以上の利下げを見通す参加者が1人（3回が6人、4回が4人、6回が1人）いたが、3月時点では10人に減っており、その内訳も3回が9人、4回が1人と物価安定を重視するタカ派的な見方が強まった。
- 2) 今年2月のスイスの全体の消費者物価は前年同月比プラス1.2%と目安の2%を下回っているが、伸び率の鈍化をリードしてきたのは専ら財価格であり、同月の財価格の伸び率は同プラス0.1%となっている。その一方で、サービス価格の上昇率は、昨年12月から3か月連続で同
- 1.9%と（同じ1.9%をつけた23年4月を除けば）2009年1月以来の高水準となっている。
- 3) ここでの先進国・経済地域はヨーロッパ、北アメリカ、オーストラリア、ニュージーランドと日本。
- 4) こうした変化が各国・地域で訪れる時期は、当然ながらそれぞれの人口動態や経済情勢によって変わる。図表2にある国連の統計によると、日本では、2004年に65-69歳の人口数が20-24歳の人口数を上回るが、当時はバブル崩壊後の不況からの回復途上だったうえ、その後定年延長などによるシニア層の労働参加や女性の就労率上昇が進んだことで、企業の人手不足が顕在化し
- 始めるのは2010年代半ばになってからであった。
- 5) ここでは、3か月以内の国内滞在者を除いた外国人の「社会動態」による増加数（＝入国者数－出国者数）を用いている。

図表2 先進国地域の20-24歳と65-69歳の人口



(出所) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2022). World Population Prospects 2022, Online Edition. のデータを基に野村総合研究所作成

人口の推移と国連による同人口の将来推計（中位推計）を示している。ここでは極めて大雑把だが、個々の労働者の能力や定年制度といった各国・地域の労働市場の違いを捨象して、20-24歳の人口を新たに労働市場に参入する人々の数、65-69歳の人口を引退して労働市場から退出する人々の数と見なしている。

すると、先進国地域全体では、2010年代に60歳代後半に達する人口が急に増える一方で、20歳代前半の人口が減りはじめ、2020年以降は、60歳代後半の人口が20歳代前半の人口を上回り続けることになる⁴⁾。これはマクロ的に見た場合、先進国では2020年代以降、労働市場から退出していく人の方が超過しやすく、労働者が定年を迎えるなどして企業に欠員が出ると、それを新たな人材を採ること埋めることが日に日に困難になっていくことを意味する。

こうした解釈が正しければ、今起きている賃金、そしてサービス価格の上昇率の加速やその高止まりは、人口要因からくる人材の新たな採用の困難さで遅かれ早かれ先進国で共通して起きていた可能性が高い。それがたま

たま、コロナ禍での労働需給の引き締めりで、図表1のように各国で同時に顕在化したのではないか。

また、サービス需要は耐久財需要や企業の設備投資などとは異なり、コロナ禍のような特殊で強いショックがかからない限り、景気に大きく左右されることは少ない。そのため、先進国の中央銀行にとっては、サービス価格の高い伸び率は、物価全体に与える影響が大きい割に金融政策の微調整には反応しにくく、長く続きやすい側面（＝粘着性）があると考えられる。

そのため、こうした人口動態による制約を乗り越えるには中央銀行以外による地道な取り組みが必要になる。例えば、企業による大胆な省人化・省力化投資によって労働生産性が上がり、事業の拡大に必要な労働投入の増加量が少なくなってくれば、賃金やサービス価格を起点としたインフレもより安定したものに近づくだろう。

また、各国・地域による国境を跨いだ労働力の受け入れも、政治的には議論があるだろうが重要な論点だ。

日本の総務省統計局が公表する「人口推計」によると、昨年9月末までの1年間の外国人人口の増加⁵⁾は24万人に達する。日本の生産年齢人口（15-64歳）が毎年、かなりのペースで減り続けることを踏まえると、外国人労働者だけで人手不足を解決するのは困難だろうが、経済を維持・拡大するための労働力確保という点から見れば、移民の受け入れのあり方やその可否は日本社会が真正面から向き合うべき課題の一つだと言える。

Writer's Profile



佐々木 雅也 Masaya Sasaki

デジタル社会・経済研究室
エキスパートエコノミスト
専門はマクロ経済分析
focus@nri.co.jp