

# 米国の緩慢な賃金上昇とコア・インフレ

## <要旨>

米国は概ね完全雇用状態にあり、米連邦準備理事会（FRB）が帯びる「二つの使命」の一つである「雇用の最大化」は既に達せられている。もっとも、賃金をみると、上昇率は高まる傾向にあるものの、過去の完全雇用時に照らせば、その伸びは緩慢である。平均賃金の高い製造業や建設業における雇用者数の増加が雇用者全体の賃金上昇トレンドを後押しする一方で、雇用者数の多い小売業や教育・ヘルス業では賃金上昇率の伸び悩みが続いており、全体の伸びを緩やかなものにしていく。

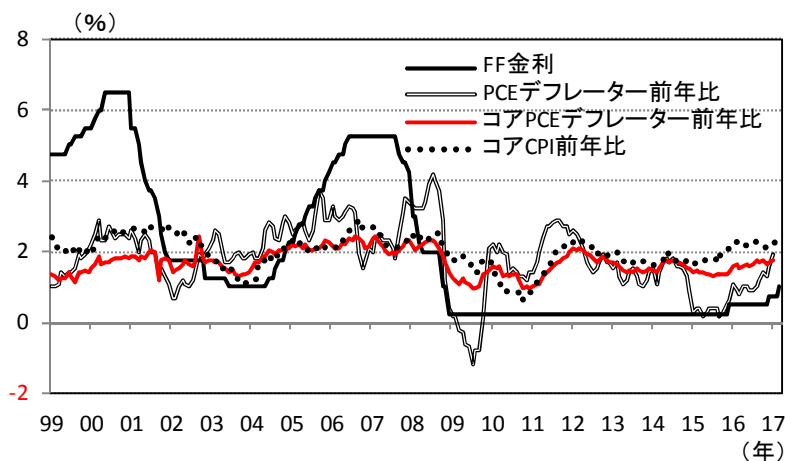
賃金上昇はコア・インフレの主な要因の一つである。賃金上昇率は、好調な製造部門では当面高水準で推移するものとみるが、雇用者全体の8割超を占めるサービス部門で伸びない限り、コア・インフレへの波及およびその持続的上昇は期待できないだろう。

FRBは3月、2016年12月に続く追加利上げを実施した。「コア」でみる限り、明確なインフレ懸念がみられない中での金融引き締めであったが、今後の利上げペースを占うに際しては、FRBが重視するコア・インフレへの影響が大きい賃金上昇率の動向が鍵になってくるものと考えられる。

## 1. コア・インフレが伸び悩む中での米利上げ

米連邦準備理事会（FRB）は3月14・15両日に行われた公開市場委員会（FOMC）で、政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利を従前の0.50～0.75%から0.25%ポイント引き上げ、0.75～1.00%とした（図表1）。2月下旬頃から相次いだFRB高官のタカ派的な言動や、3月3日のイエレンFRB議長らによる早期利上げ肯定発言を受け、市場は今回の利上げを完全に織り込んでいた。したがって、結果自体は驚くべきものではなかったが、FRBがバーナンキ前議長以降に強めた「ビハインド・ザ・カーブ戦略」、すなわち過度にインフレ警戒的にならず、景気が多少上向いた程度では金融政策を引き締めない戦略に合致しない決定であったことは注目される。

図表1 FF金利とインフレ指標



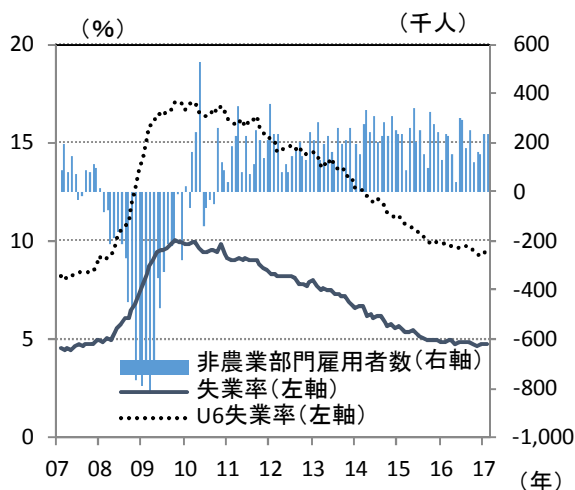
(資料) 米国商務省、労働省、FRB

というのも、FRBが中長期的な物価目標の対象としている個人消費支出(PCE)デフレーター(ヘッドライン)<sup>1</sup>は、直近2017年1月時点で前年同月比+1.9%と、目標値である前年比+2%にわずかながらも到達せず、またFRBが重視するコアPCEデフレーター(食品・エネルギー除き)は、2016年以降続く前年同月比+1.6~1.7%という狭いレンジから抜けていないからである。コア消費者物価指数(CPI)も同様で、その前年同月比上昇率は2015年秋以降、2.0~2.3%の範囲に収まっている(前頁図表1)。「コア」でみる限り、今のところ、インフレは懸念すべき水準にはない。

## 2. 完全雇用下における緩慢な賃金上昇

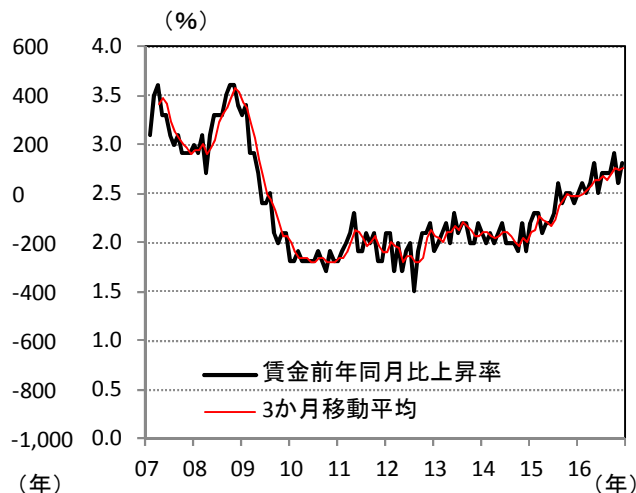
3月のFOMC声明の中でもふれられたように、米国の雇用環境は堅調である。3月10日に公表された雇用統計によると、2017年2月の失業率は4.7%と10か月連続で5%の大台を下回った。職探しを諦めた人や、希望の職が見つからず、やむなくパートタイム就労をしている人を含む広義の失業率であるU6失業率も、9.2%と2008年4月以来の低水準を記録している。非農業部門雇用者数は23.5万人の増加で、前月に続き20万人の大台を上回った(図表2)。この点、「雇用の最大化」というFRBが帯びる「二つの使命」<sup>2</sup>のうちの一つは既に達せられているといえる。

図表2 失業率と非農業部門雇用者数



(資料) 米国労働省

図表3 賃金上昇率



(資料) 米国労働省

一方で、時間当たり前年同月比平均賃金上昇率(以下、賃金上昇率という)の伸びをみると、逼迫する雇用情勢に比べ高いとはいえない。平均賃金の高い製造業や建設業における雇用者数の増加などが寄与し、賃金上昇率は2015年以降高まる傾向にあるものの、その伸びは緩慢で、2月時点で+2.8%と、+3%の大台に到達していない(図表3)。

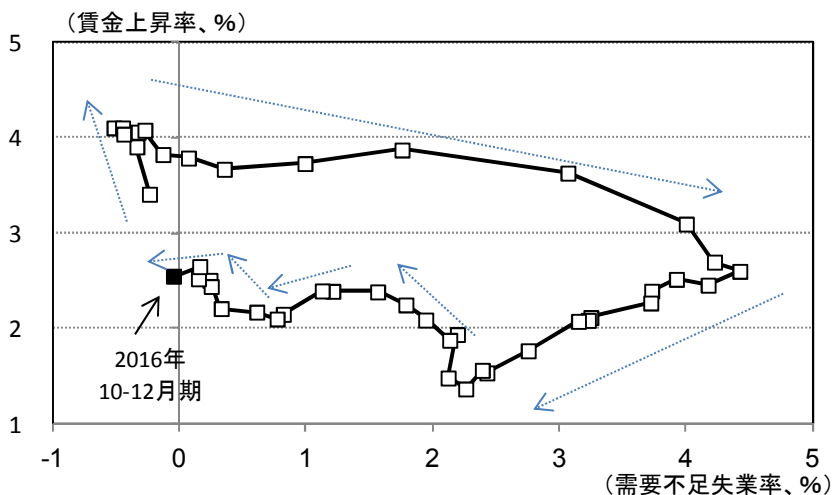
次頁図表4は、横軸に自然失業率(短期)と実際の失業率の差を需要不足に起因する失業率を「需要不足失業率」として置き、縦軸に賃金上昇率を置いて両者の関係をみたものである。グラ

<sup>1</sup> FRBの物価目標の対象について、コアPCEデフレーターとする見方がメディアなどで散見されるが、たとえば2017年1月31日開催分のFOMC議事録の中でも明記されているとおり、ヘッドラインPCEデフレーターとするのが妥当である。ただし、政策判断に際してより重視しているのはコアではないかと推測する。

<sup>2</sup> 連邦準備法第2A条に基づくもので、もう一つの使命は「物価の安定」。ただし正確に言えば、「雇用の安定化」、「物価の安定」に加え、「穏健な長期金利」の三つが金融政策の目的とされる。

フは、直近 2016 年 10-12 月期における需要不足失業率はゼロ、つまり米国は完全雇用状態にあることを示している。過去 10 年を振り返ると、完全雇用下における賃金上昇率は+3.5~4%の伸びを示すのが常態である。そうした中、+3%にもとどかない直近の賃金上昇率は、逼迫した雇用情勢には見合わない緩慢な伸びといえる。

図表 4 需要不足失業率と賃金上昇率 (2006 年以降)



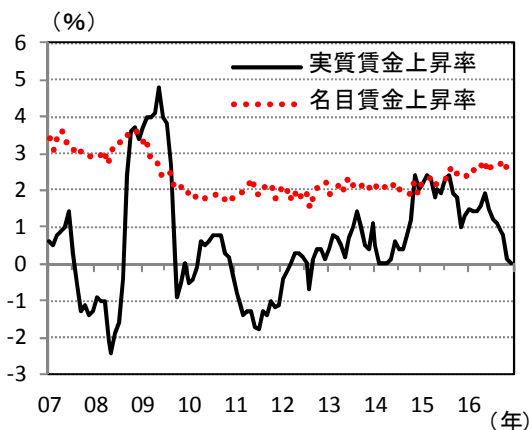
(資料) 米国労働省、セントルイス連銀

### 3. 緩慢な賃金上昇の背景

賃金上昇率の伸びはなぜ過去の完全雇用時に比べ低いのか。

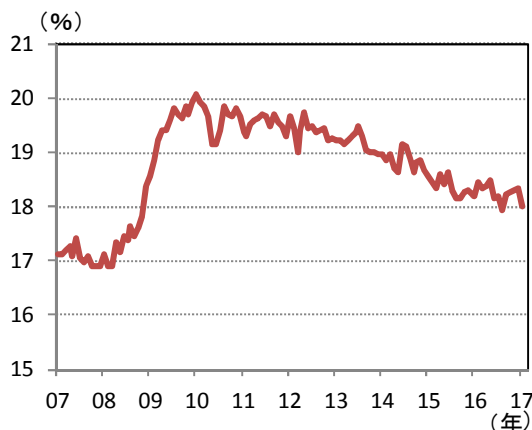
物価の安定、つまりインフレ率が低いから賃金上昇率も低い、ということがまず考えられるが、賃金上昇率はインフレ率で調整した実質ベースも低迷しており、直近 2017 年 2 月においてはゼロ%にまで落ち込んでいる。このことは緩慢な賃金上昇が物価の安定に起因したものではないことを示している(図表 5)。

図表 5 実質賃金上昇率、名目賃金上昇率



(資料) 米国労働省

図表 6 パートタイム労働者比率

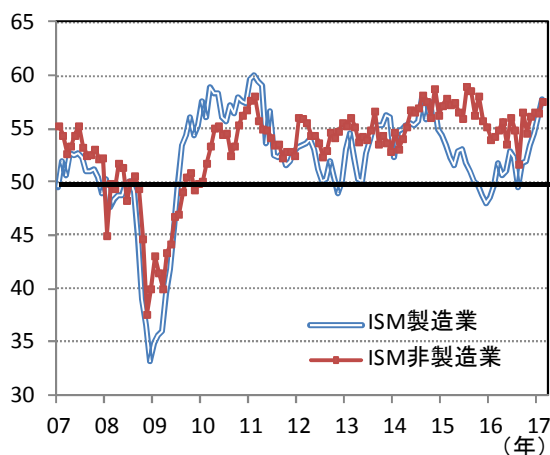


(資料) 米国労働省をもとに三井住友信託銀行作成

また、日本における賃金上昇率停滞の理由として、パートタイム労働者比率の上昇という就労構造の変化がしばしば指摘されるが、米国に関して言えばそれは当てはまらない。というのも、パートタイム労働者比率は2010年以降低下傾向にあるからである(前頁図表6)

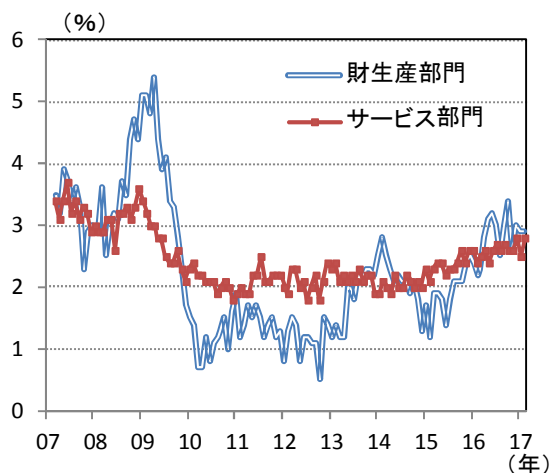
賃金上昇率の伸びが過去の完全雇用時に比べ低いことを説明する最もありうる理由としては、雇用者全体の8割超を占めるサービス部門の伸びが弱いことが考えられる。

図表7 ISM景気指数



(資料) CEIC

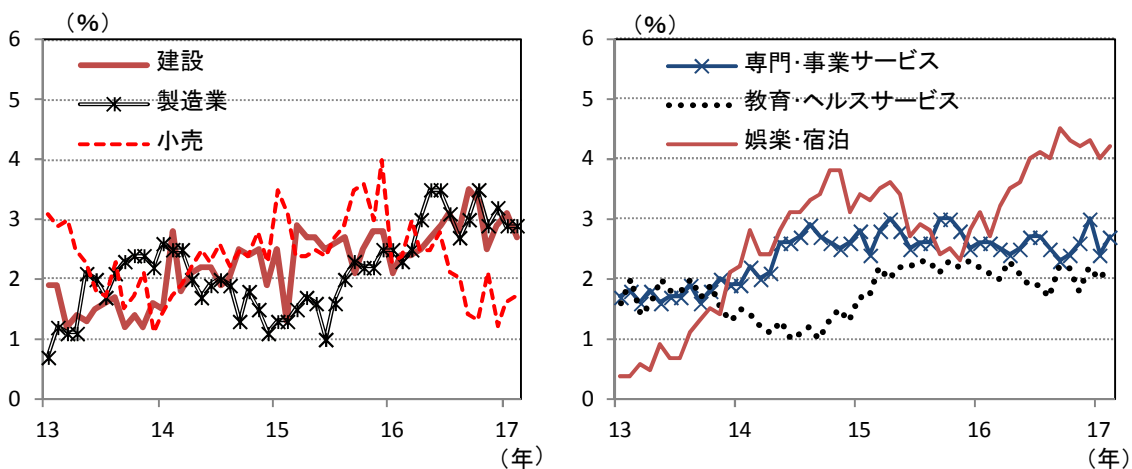
図表8 部門別賃金上昇率



(資料) 米国労働省

景況感をみる限り、米国のサービス部門はきわめて好調である。代表的な景気指数であるISM非製造業景気指数は、変動が激しい同製造業景気指数とは対照的に、2010年1月以降、一貫して景気拡大・後退の節目とされる50を上回っている(図表7)。にもかかわらず、サービス部門の賃金上昇に向けた動きは緩慢であり、2017年2月時点の上昇率は+2.8%にとどまる。この数値は、景気指数が直近よりも低かった世界金融危機直前の2007年の+3%台前半という水準に比べても0.5%ポイント以上低い(図表8)。

図表9 主要業種別賃金上昇率



(資料) 米国労働省

もともと、一口にサービス業といっても業種毎のバラつきは大きい。前頁図表9は、賃金上昇率を主要業種別(雇用者人口が1千万人を超える業種)にみたものである。娯楽・宿泊業が近年+4%を上回る力強い伸びを示す一方で、最大の雇用者数を抱える教育・ヘルスサービス業は2015年以降+2%前後の低い伸びにとどまる。また小売業は2015年末を境に急落し、足元では+1%台半ばに落ち込んでいる。教育・ヘルス業と小売業をあわせて雇用者数全体のおよそ3分の1を占めるが、これらの業種が雇用者全体の賃金上昇を下押ししているといえる。

サービス部門全体の景況感が強い中、これらの業種で賃金が伸び悩んでいる理由としては、教育・ヘルスサービス業については、そもそも景気の恩恵を受けにくい業種であること、小売業については、Eコマースの急激な浸透に伴いリアル店舗の店員を必要としなくなってきたことなどが考えられる。

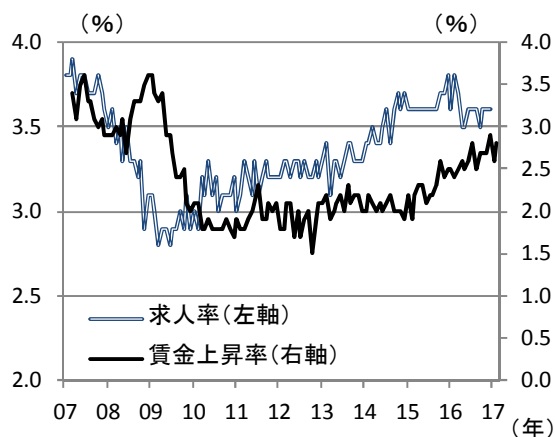
賃金上昇はコア・インフレの主要な要因の一つである。今回、FRBは「コア」でみる限り、明確なインフレ懸念がない中で利上げに踏み切ったが、今後の追加利上げのペースを見通す上では、コア・インフレへの影響が大きい賃金の動向が重要になってくるものとする。

#### 4. 今後想定される3つのシナリオ

本稿では、賃金が先行きのコア・インフレを占う上での鍵であることを示したが、最後に、賃金上昇率を軸に、FRBの金融政策に関し、3つのシナリオを描いてみる。

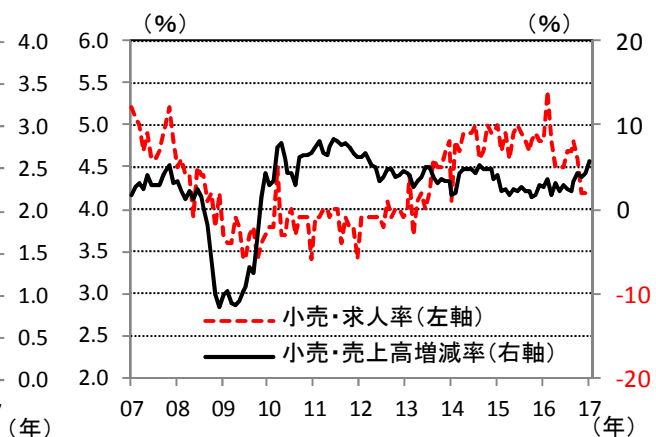
一つ目の、最も蓋然性が高いと想定するシナリオは、賃金上昇率は加速することなくピークアウトし、これに伴いコア・インフレは低下に向かうというものである。賃金上昇率がこれからピークアウトとする根拠は、賃金上昇率に対し先行的に動く求人労働移動調査(JOLTS)求人率が2016年をピークに低下に転じていることである(図表10)。業種別にみると、求人率の低下は雇用者数の多い小売業で特に顕著で、これが全体の押し下げ要因の一つになっている。堅調な小売売上高の推移にもかかわらず小売業の求人率が低下していることには、前述のとおり、Eコマースの浸透という構造的要因も影響しているものとみられ、長期にわたり持続する可能性を孕む(図表11)。

図表10 JOLTS 求人率、賃金上昇率(全雇用者)



(資料) 米国労働省

図表11 JOLTS 求人率(小売)、小売売上高前年比増減率



(資料) 米国労働省

ヘッドラインPCEデフレーターはエネルギー価格に負うところが比較的大きい。したがって、エネ

ルギー価格の動向によっては、上振れするヘッドライン・インフレと下振れするコア・インフレの間で短中期的にギャップが拡大することも想定される。以上の場合、あるいはエネルギー価格の下落によってコア・ヘッドラインともにインフレ率が低下に向かう場合、FRBは、「見極めの必要性」を理由に、追加利上げへの躊躇を強め、年内残り2回とされる利上げ回数を1回にとどめるものと予想する。また、2018年中の利上げについては慎重な姿勢に転じるものとみる。利上げ回数の減少は、世界的なリスクオンを引き起こすことから、米国内外の資産価格にとってはポジティブに作用することになるだろう。

二つ目のシナリオは、一つ目とは逆のパターンで、賃金上昇率が上向く結果、ヘッドラインのみならずコア PCE デフレーターも+2%程度まで加速していくというものである。前掲図表4で示したとおり、完全雇用状態での賃金上昇率は、世界金融危機前においては、+3.5~4%にのぼるのが常態であった。これを踏まえると、現在の賃金上昇率は低すぎ、今後上方に修正される余地があるということになる。賃金上昇に伴い、コア・インフレ率も現在の1%台後半の膠着状態から上抜ける可能性は十分ある。この場合、FRBは、これまで示唆してきたとおり、年内残り2回とされる利上げを着実に実行することになろう。年内の利上げ回数がFRBの示唆どおり3回にとどまる限りにおいては、市場は織り込み済みであることから、このケースにおける金融市場の反応は限定的なものにとどまると想定する。

ただし、賃金上昇率がたとえば+4%を超えて加速し、これに伴いコア PCE デフレーターが+2%を大幅に超過する形で上昇するような場合、FRBは年内の利上げ回数について1回分加えて残り3回とする選択肢も採りうる。速すぎるペースの利上げは、グローバルなリスクオフを引き起こす危険を孕む。このケースにおいては、新興国、中でも特にドル建て債務の多い国に対しては警戒が必要となる。大規模な資金流出の発生、為替相場の大幅な下落、債券市場の急落(金利の急上昇)のリスクが高まるからである。

三つ目のシナリオは、賃金上昇圧力が強まる中でも物価が上昇しないという悩ましいケースである。この場合、物価そのものに対する見方がFRB内部で割れる中、FRBは結果的に様子見の姿勢をとることになるものと想定する。利上げのペースは現行の年3回よりも緩慢なものになるが、そうした中であっても、FRBによる利上げに対する見通しは一つ目のシナリオに比べると強いものにとどまり続けよう。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami\_Kazuya@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。