

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
 Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
 Director and Chief U.S. Economist

2019年のご愛読ありがとうございました。
 2020年もどうぞよろしくお願い致します。

金融政策の鍵を握る賃金の動向

【要旨】

- ◇ FRBは2018年12月までの段階的な利上げ路線から転換し、今年は3回の利下げを実施した。パウエルFRB議長は利下げの背景を複数指摘しているが、最近の記者会見等からはインフレ率鈍化の影響が特に大きかった印象も受ける。
- ◇ インフレ率は2019年に鈍化したが、2018年と2019年を比較した場合にそれ以上に顕著な違いがあるインフレ関連指標は、賃金上昇率である。時間当たり平均賃金の上昇率は2018年に大きく加速したが、2019年2月に直近のピークをつけた後は減速している。賃金上昇率がインフレ率の基調を左右する性質を有することに鑑みれば、このような賃金上昇率の推移は、実際のインフレ率に加えて、若しくは実際のインフレ率以上に、FRBの方針転換に影響した可能性がある。
- ◇ こうした賃金上昇率の推移の背景だが、2018年・2019年の賃金上昇率と類似の推移をした雇用関連指標の一つに求人数がある。求人数は2018年に大幅に増加した後、2018年11月をピークに減少している。即ち、2018年に賃金上昇率が加速した背景は「求人数が大幅に増加して労働需給が急速に逼迫した」、「それを受けて先々の労働需給が更に逼迫するとの見方が強まった」等と考えられる。また、そもそも2018年に求人数が大幅に増加した背景は「2017年12月に成立した税制改革や連邦政府支出の拡大を受けて2018年の実質GDP成長率が前年比+2.9%となり、潜在成長率を大きく上回った」、「それを受けて高めの経済成長率が一時的ではなく、暫く持続する可能性も一部で意識された」等と考えられる。
- ◇ 今後について、政策対応を受けた経済成長率の高まりは現時点で見込まれないため、2018年にみられたような「求人数の急増」と「賃金上昇率の大幅な加速」が再現されることは無さそうであり、賃金上昇率は緩やかな加速に止まるのではないだろうか。但し、失業率は半世紀ぶりの低水準で、ここから更に低下した場合の賃金上昇率への影響度合いは不透明であり、予断を持たずに注視する必要があるだろう。

今年を振り返ると、FRBは7月から10月にかけて3回の利下げを実施

今年 2019 年を振り返ると、米国景気は実質 GDP 成長率が 1-3 月期に前期比年率+3.1%、4-6 月期に同+2.0%、7-9 月期に同+2.1%となり（10-12 月期は未発表）、安定的な景気回復が続いた点ではこれまでと同様だった一方、金融政策において FRB が 2018 年 12 月までの段階的な利上げ路線から転換し、7月から10月にかけて3回の利下げを実施した点は大きな変化であった（注1）。

パウエル FRB 議長は利下げの背景について、①「不確実性の高まりを受けたリスクマネジメントの側面」、②「世界経済の低迷や通商問題から影響を受けつつある一部経済活動のサポート」、③「インフレ率が目標の 2%へ回帰することのサポート」を指摘したが、3回目の利下げを行った 10 月の FOMC や今月の FOMC 後の記者会見では、今後利上げに転じるかどうかの判断では「インフレ率が持続的且つ大幅に上昇することを確認したい」等と述べており、利下げの背景として指摘した中でも特に③の影響が大きかった印象も受ける。

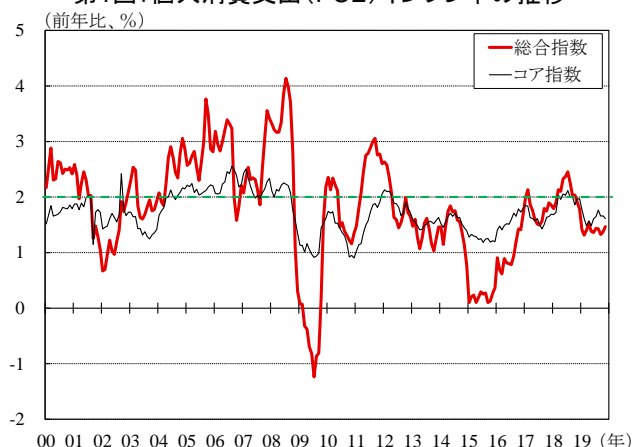
（注1）直近 12 月会合では政策金利を据え置いた。当面は政策金利を据え置いて様子を見る意向を示している。

インフレ率と賃金上昇率は今年になって鈍化した

インフレ率は 2019 年に鈍化した（第 1 図）、2018 年と 2019 年を比較した場合にそれ以上に顕著な違いがあるインフレ関連指標は、賃金上昇率である。時間当たり平均賃金（民間部門）の上昇率は、2018 年に大きく加速して 2019 年 2 月に直近のピーク（前年比+3.4%）をつけ、その後は減速する展開となった（第 2 図）。

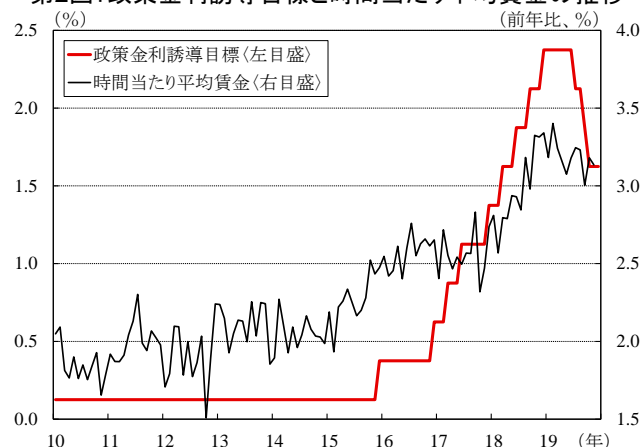
賃金上昇率がインフレ率の基調を左右する性質を有することに鑑みれば、このような賃金上昇率の推移は、実際のインフレ率に加えて、若しくは実際のインフレ率以上に、FRB の方針転換に影響した可能性がある。2018 年 12 月時点の FOMC 参加者の政策金利見通し（中央値）では、2019 年に 2 回の利上げが予想されていたが、FOMC 参加者は 2018 年にみられたような賃金上昇率の加速が続くことを一定程度想定していたのではないだろうか。

第1図：個人消費支出(PCE)インフレ率の推移



(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：政策金利誘導目標と時間当たり平均賃金の推移



(資料) Bloomberg、米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

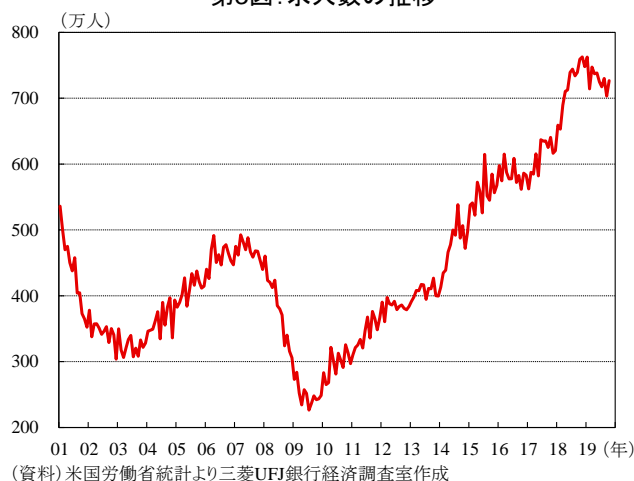
賃金上昇率が 2018 年に加速した背景は、求人数の大幅な増加

こうした賃金上昇率の推移の背景だが、2018 年・2019 年の賃金上昇率と類似の推移をした雇用関連指標の一つに求人数がある。求人数は 2018 年に大幅に増加した後、2018 年 11 月をピークに減少している（第 3 図）。また、「求人数÷失業者数」で労働需給の逼迫度合いをみても、同様に 2018 年に大きく上昇した後、2019 年は横這いで推移している（第 4 図）。

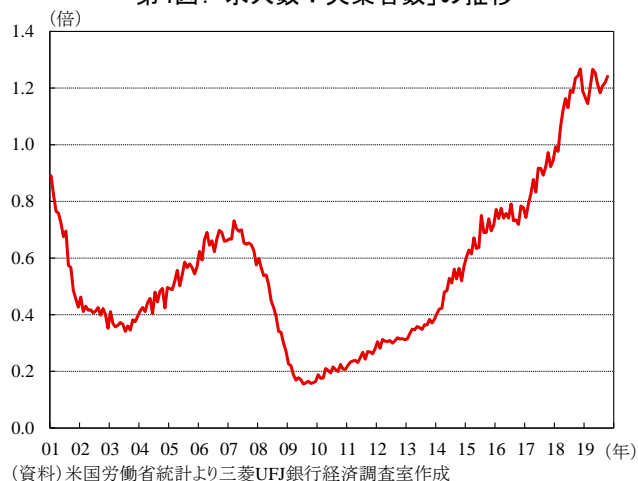
即ち、2018 年に賃金上昇率が加速した背景は「求人数が大幅に増加して（＝企業の採用意欲が強まって）労働需給が急速に逼迫した」、「それを受けて先々の労働需給が更に逼迫するとの見方が強まった」等と考えられる。また、そもそも 2018 年に求人数が大幅に増加した背景は「2017 年 12 月に成立した税制改革（大型減税）や連邦政府支出の拡大を受けて 2018 年の実質 GDP 成長率が前年比+2.9%となり、（同+2%弱とみられる）潜在成長率を大きく上回った」、「それを受けて高めの経済成長率が一時的ではなく、暫く持続する可能性も一部で意識された」等と考えられる。

幾分割り切って言えば、2018 年の賃金上昇率の加速は一時的な要因を受けた「行き過ぎ」の側面があり、米国の労働需給は勿論逼迫しているわけだが、それだけで 2018 年の賃金上昇率の加速が生じたわけではないとみられる。

第3図: 求人数の推移



第4図: 「求人数÷失業者数」の推移

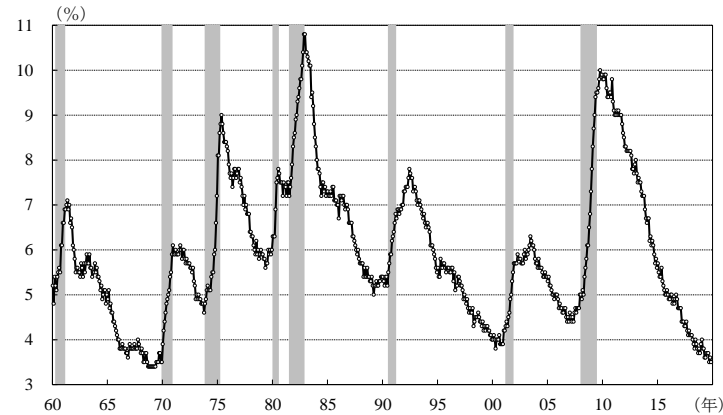


今後について、2018 年にみられたような「求人数の急増」と「賃金上昇率の大幅な加速」が再現されることは無さそうである

今後について、政策対応を受けた経済成長率の高まりは現時点で見込まれないため、2018 年にみられたような「求人数の急増」と「賃金上昇率の大幅な加速」が再現されることは無さそうであり、賃金上昇率は緩やかな加速に止まるのではないだろうか。

但し、失業率は半世紀ぶりの低水準で（次頁第 5 図）、ここから更に低下した場合の賃金上昇率への影響度合いは不透明であり、予断を持たずに注視する必要があるだろう。

第5図: 失業率の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
 (資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2019年12月26日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.