

米国の雇用・物価動向と今後の金融政策

【ポイント】

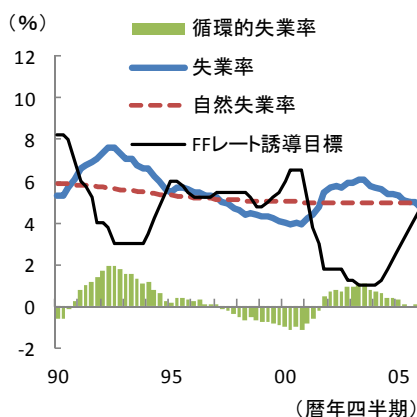
1. 米国労働市場が完全雇用にならないうえで、利上げをするうえで求められる雇用者数増加ペースのハードルは高くない。
2. 米国経済は決して盤石とはいえないが、緩やかなペースの利上げであれば、緩和的な金融環境が保たれるなかで緩やかな回復基調は維持できるだろう。
3. 中長期的には、将来の金融危機時における金融緩和余地を確保するという観点からも、生産性の向上を通じた潜在成長率の引き上げが求められる。

米国では、英国の EU 離脱問題による金融資本市場の混乱などを受けて昨年 12 月に続く追加利上げの観測は一旦後退していたが、再び年内の利上げが意識されている。きっかけの一つは、8 月 26 日に行われたジャクソンホール経済シンポジウムにおいて、FRB（米連邦準備制度理事会）のイエレン議長が「利上げの論拠がここ数か月の間に強まった」と自信を深めたほか、フィッシャー副議長も年内 2 回の利上げも否定しないなど、利上げに向けた前向きな発言が相次いだことである。本稿では、FRB が政策目標に掲げる雇用・物価の動向を確認し、イエレン議長の講演も踏まえながら今後の金融政策などについて考えたい。

1. 雇用環境は良好、物価も次第に FRB の目標に向かって近づく

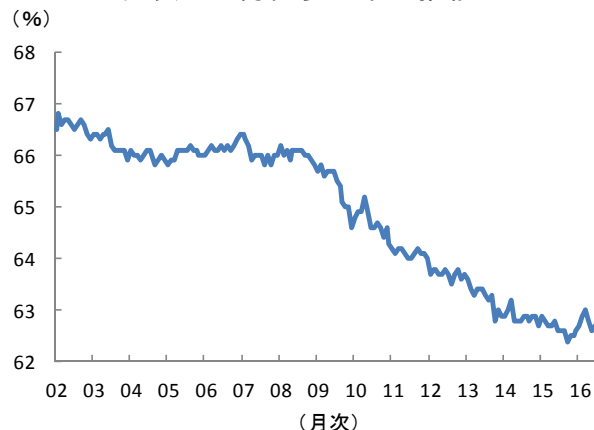
まずは、雇用環境について確認したい。8 月の失業率は 4.9% と自然失業率に近い水準まで低下している。図表 1 では CBO（米議会予算局）推計による自然失業率を用いて、実際の失業率とのギャップ（≡循環的失業率）を棒グラフで表している。この循環的失業率は金融危機後に大幅に悪化し 4.9% まで上昇したが、足元はゼロ近傍まで改善している。過去に利上げを開始した局面と比較してもその水準は低く、労働市場は引き締まっているといえる。労働参加率については、8 月が 62.8% と 66% 程度あったリーマンショック前の水準を大きく下回っている（図表 2）。もっとも、高齢者層の増加という人口構成の変化によって労働参加率は継続的に下押しされている面があり、これを踏まえると、労働参加率が昨年後半ごろに下げ止まった後、概ね横ばい圏で推移していることは、雇用環境の改善を映した労働参加が

図表 1. 循環的失業率と FF レート誘導目標



(資料) 米労働省、CBO 資料等より富国生命作成

図表 2. 労働参加率の推移



(資料) 米労働省資料より富国生命作成

進んだ表れととらえられる。

解雇などの非自発的離職率は低水準にとどまる一方、自発的離職率はリーマンショック前の水準には劣るものの、上昇傾向が続いており、米国労働市場の特徴の一つとされる流動性も回復傾向にある（図表3）。転職活動は徐々に活発化しており、より賃金の高い企業・業種への労働力移動はラグを持って賃金上昇率を押し上げる要因となろう。

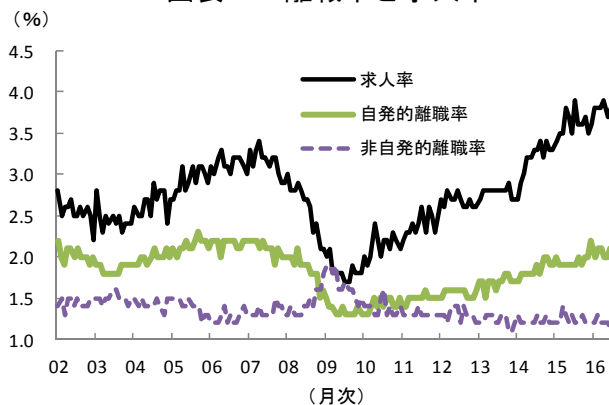
7月の求人件数は2000年12月の統計開始以降最高となる587.1万件となり、求人率は3.9%とリーマンショック前の水準を大きく上回っている。近年、雇用主が求める技能と求職者の保有する技能との間におけるミスマッチの度合いが強まっていることが指摘されており、求人が採用につながりにくくなっている面もあろうが、企業の採用意欲がまだ旺盛な様子が窺える。

非農業部門雇用者数については、8月は前月差15.1万人増、6～8月平均では23.2万人増となり、5月に増加幅が大きく落ち込んだものの、足元は堅調さを取り戻している（図表4）。また、6ヵ月平均でも、伸びはやや鈍化しているものの、17.5万人増と底堅い。利上げの判断材料として非農業部門雇用者数の動向は重要であるが、

現在良好な水準にある失業率を維持できる雇用増加ペースを確保できることが目安の一つになると考えている。16歳以上人口の伸びを足元程度、労働参加率を一定（62.8%）との前提をおいて、失業率が足元の水準（4.9%）を維持するために必要な雇用者数（前月差増加数）を試算してみると、12万人程度となる。もちろん、前提次第でその水準は上下するため幅をもってみる必要があるが、増加ペースが一桁台に落ち込むようなことがなければ、利上げの制約になることはないと考えており、ハードルはそれほど高いものではないだろう。

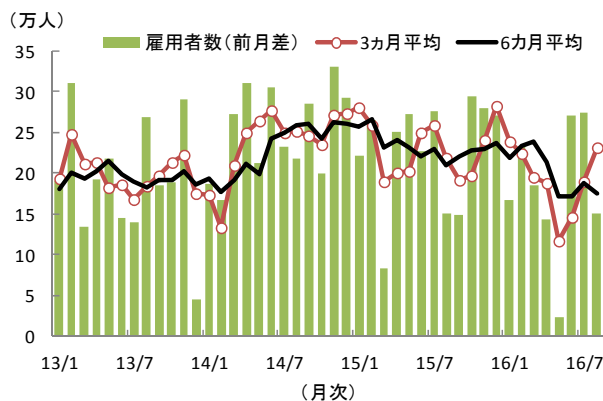
次に物価動向について確認したい。PCE（個人消費支出）デフレーターの上昇率は7月が前年比+0.8%とFRBが目標とする2%を下回る推移が続いている（図表5）。原油安によるエネルギー価格下落とドル高による輸入物価の下落が主因であるが、原油価格は下げ止まっており、その影響は2016年末にかけて剥落していくことが見込まれることに加えて、ドル高の影響が一巡するにつれ、コアPCEデフレーター（食料とエネルギーを除く）の伸び（7月が同+1.6%）に次第に近づいて

図表3. 離職率と求人率



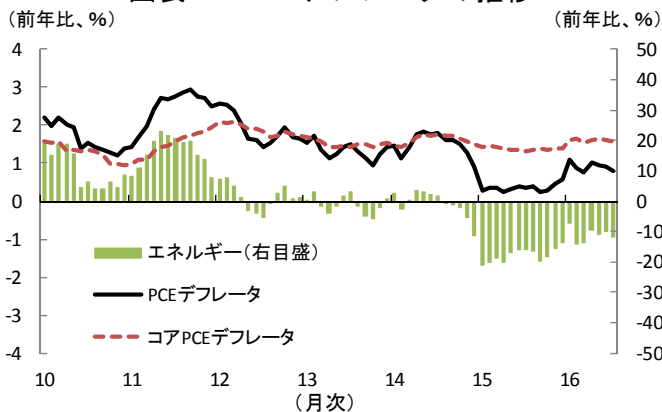
(資料)米労働省資料より富国生命作成

図表4. 非農業部門雇用者数の推移



(資料)米労働省資料より富国生命作成

図表5. PCE デフレータの推移



(資料)米商務省資料より富国生命作成

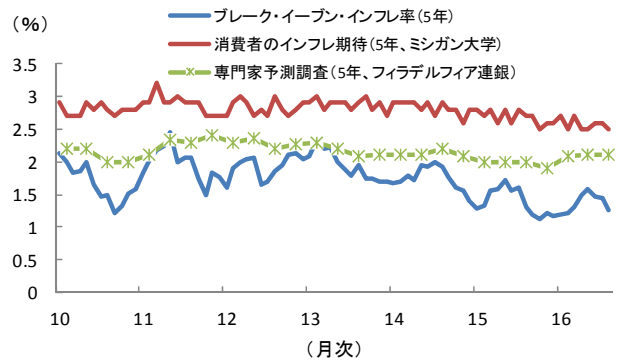
いくだろう。先行きの物価動向を見通すうえでFRBが重視する期待インフレ率については、マーケットが織り込むインフレ期待であるブレイク・オープン・インフレ率（5年債利回り－5年物物価連動債利回り）は、原油価格下落の影響を強く受けてやや低下しているものの、消費者や専門家を対象としたアンケート調査におけるインフレ期待は概ね安定して推移している（図表6）。

物価動向に影響を与える賃金上昇率については、8月が前年比2.4%増と加速感は乏しい（図表7）。2005年から2006年にかけて賃金上昇率が前年比4%程度まで急速に高まった局面と対比すると、足元の循環的失業率は既に当時の水準を下回っており、賃金上昇率が加速してもおかしくないタイミングにさしかかっている。パート労働者の増加などが賃金上昇率を抑制している面もあるが、今後も雇用の改善とともに労働需給は一層引き締まっていくとみられ、賃金の上昇圧力は徐々に高まっていくとみられる。物価は、原油安やドル高の影響が一巡し、賃金上昇率も次第に伸びを高めることで、FRBの目標に向けて緩やかに伸びを高めていくだろう。また、現状の賃金上昇率からみると過度なインフレへの懸念は大きくないが、予防的な観点からも緩やかなペースでの利上げは正当化されると考えており、筆者はFRBが今年12月に追加利上げを実施し、金融政策の正常化を進めると見込んでいる。

2. 緩やかなペースであれば緩和的な金融環境は保たれ、米国景気は回復基調が続く

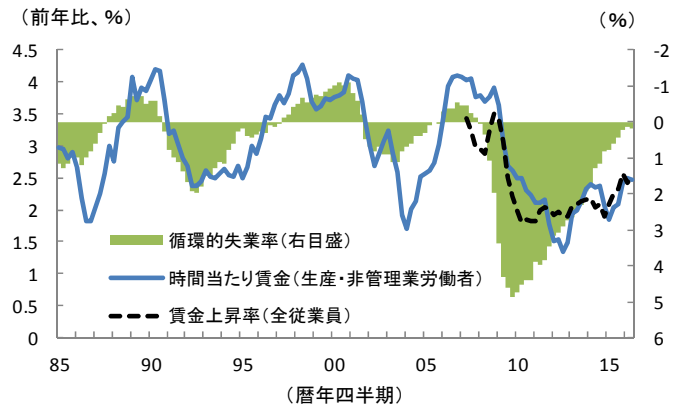
先行きの利上げペースなどの行方を見通す上では、均衡実質金利が一つの材料となる。均衡実質金利は、景気に中立的で過熱も減速もしない状態である実質金利という概念であり、これにインフレ目標を加味したものが、名目の政策金利の長期的な均衡水準とみなすことができる。均衡実質金利はさまざまな手法で推計がされるが、代表例としてとりあげられることが多いサンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁らによる推計では、労働生産性の低下などの影響で、均衡実質金利はリーマンショック後に大きく水準を下げ、一時マイナス圏まで低下し、足元ではやや持ち直したものの依然ゼロ近傍にとどまっている。図表8で

図表6. 期待インフレ率の推移



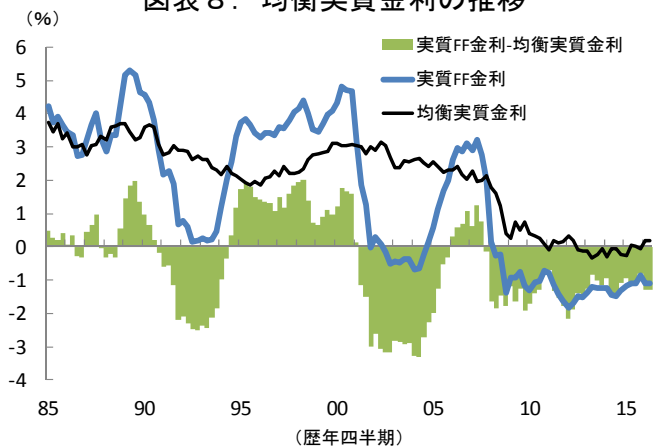
(資料)フィラデルフィア連銀、ミシガン大学資料等より富国生命作成
(備考)専門家予測調査は四半期データ

図表7. 賃金上昇率と循環的失業率



(資料)米労働省、CBO資料より富国生命作成

図表8. 均衡実質金利の推移



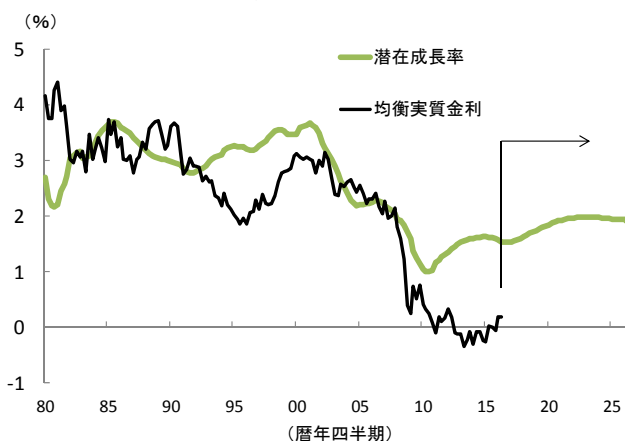
(資料)サンフランシスコ連銀資料等より富国生命作成
(備考)実質FF金利はコアPCEデフレーターで実質化

は均衡実質金利と実質政策金利（コア PCE デフレーターを用いて実質化）の差を示しているが、これは金融緩和の度合いととらえることができる。FRBの金融政策は引き締め方向に転換したとはいえ、過去に実施された量的緩和で買入れた資産規模が維持されるなか、緩やかなペースでの利上げであれば、緩和的な金融環境は保たれる。米国経済はドル高の影響もあって企業部門に弱さが残り、決して盤石とは言えないものの、緩和的な金融環境のなかで個人消費を中心とした緩やかな景気回復基調は維持できるだろう。

3. 将来の金融危機時における金融緩和余地

政策金利の長期的な均衡水準が低位にとどまる場合、将来の金融危機時に利下げ余地が乏しいという問題が生じる。2009年6月を景気の谷とする今次景気回復局面は7年を超え、1945年以降11の景気サイクルの平均（69.5ヵ月）を上回る。景気後退の兆候が現在みられるわけではないが、近い将来における景気後退が意識されやすい時期に入っている。そのため、まだ利上げに踏み出したばかりのFRBは、将来の金融危機時の緩和余地も考慮しなければならない状況に置かれている。こうしたなか、イエレン議長はジャクソンホールでの講演で、将来、金融危機が発生した際に政策金利が現在想定する均衡水準¹（3%）にあることなどを前提とした場合、利下げ余地が十分とは言えないが、フォワードガイダンスとQE（量的緩和）の組み合わせにより十分緩和的な環境を生み出すことができるとした。一方で、政策金利の均衡水準が想定以上に低位にとどまる場合などには、その見通しは楽観的すぎる恐れがあることも認め、生産性の伸びを高めることの重要性について言及している。強い生産性の伸びは潜在成長率を高めるとともに、均衡実質金利の上昇につながり、将来の金融緩和の余地も大きくする（図表9）。CBOの予測では、潜在成長率は足元1%台半ばから2%程度へと緩やかに持ち直すとされるものの、労働投入の高い伸びが期待できないなかで、いかに生産性を高めていくかが課題となっている。

図表9. 潜在成長率と均衡実質金利の推移



（資料）サンフランシスコ連銀、CBO資料より富国生命作成
（備考）先行きの潜在成長率はCBO予測

4. おわりに

米国労働市場が完全雇用に近い状況にあるなかで、利上げに向けた雇用者数増加ペースのハードルは高くなく、物価動向に影響を与える賃金上昇率も次第に伸びを高めていくとみられることから、12月に追加利上げを実施すると見込んでいる。米国経済は決して盤石とはいえないが、その後も緩やかなペースの利上げであれば、緩和的な金融環境が保たれるなかで緩やかな回復基調は維持できるだろう。中長期的には、将来の金融危機時における金融緩和余地を確保するという観点からも、生産性の向上を通じた潜在成長率の引き上げが求められる。投資の低迷やTFP（全要素生産性）の伸び鈍化といった問題は、金融政策だけで対処できるものでもなく、投資や研究開発の促進や規制緩和といった財政政策・構造改革も求められる。今後誕生する新大統領には、生産性の向上という難題への取り組みが期待される。

（財務企画部 大野 俊明）

¹ FOMC参加者によるFF金利の長期的な見通し。2016年6月予測では中央値が3%、中心的傾向が3.0～3.3%。