

2019年2月22日
No.2018-047

解消に近づく米国労働市場のスラック — 賃金上昇がインフレに波及し、FRBの利上げを促すかが焦点に —

調査部 副主任研究員 井上 肇

《要 点》

- ◆ 米国の労働市場では、失業率が完全雇用水準を下回るなかでも、堅調な雇用増が続いているため、労働市場にはまだスラック（余剰）が残っている可能性が高い。
- ◆ 具体的には、働き盛り世代を中心に、これまで職探しをあきらめていた人が求職活動を再開し、労働供給源になっていることが指摘できる。働き盛り世代の労働参加率が金融危機直前の水準まで持ち直す可能性があるともみれば、スラックの規模は100万人程度と試算される。
- ◆ 月20万人ペースで増加する労働需要に対して、人口増加要因から月10万人の労働供給が見込まれるため、不足する月10万人がスラックから供給される必要がある。このため、現在のペースの雇用増が続けば、スラックは年内にも解消する公算が大きい。
- ◆ さらに、スラックの解消時期が前倒しになる可能性がある。これは、働き盛り世代の間で、そもそも就業を望まない者の割合が高まっているためである。この背景として、薬物問題などの景気循環以外の要因が影響していることが指摘されている。
- ◆ 年内に予想される労働市場のスラック解消が近づくにつれ、賃金上昇率は一段と加速する公算が大きい。次の焦点は、こうした賃金上昇がインフレ加速につながり、FRBの利上げを促すかである。構造変化要因で物価が上がりにくくなっている可能性がある一方、フィリップス曲線に沿ってインフレが加速する可能性もある。世界経済や金融市場は当面利上げなしを織り込んでいるが、今後のインフレ動向を注視し、FRBの利上げ再開に備えておく必要がある。

本件に関するご照会は、調査部・副主任研究員・井上肇宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0920

Mail: inoue.hajime@jri.co.jp

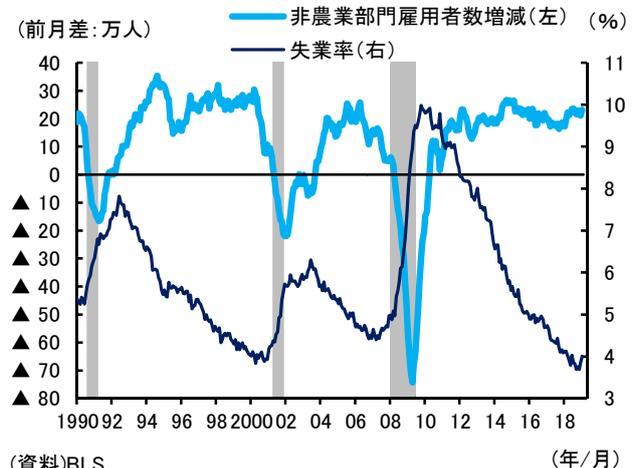
本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

1. 完全雇用下でも堅調な雇用増

リーマン・ショック後の2009年6月から始まった米国景気の拡大局面は10年目に入っている。この間、ピーク時に10%まで上昇した失業率は低下基調が続き、2018年には1960年代後半以来の水準となる3.7%まで下がった(図表1)。足許では政府機関の一部閉鎖の影響もあってやや上昇しているものの、FRBの当局者が完全雇用と考える失業率の水準(4.4%)を下回っており、一見、労働市場の Slack (余剰) は残っていないように見える¹。

一方、非農業部門雇用者数の伸びをみると、堅調なペースでの増加が続いており、完全雇用には達していない、すなわち、労働市場にはまだ Slack が残っているとの見方もある。FRBの当局者や多くの市場参加者は、完全雇用下で人口増による労働市場への新規参加者を吸収するのに必要な雇用増加ペースは月10万人程度と考えている。しかし、足許の雇用者数の増勢はそれを大きく上回る月平均20万人以上のペースを保っている²。

(図表1)米国の失業率と非農業部門雇用者数



(資料)BLS
 (注)シャドー部は、米国の景気後退期。非農業部門雇用者数増減は、6カ月移動平均。

2. 働き盛り世代に Slack が存在

失業率が完全雇用水準を下回っているなかでも、堅調な雇用増が続いている要因として、働き盛り世代(25~54歳)を中心に、これまで職探しをあきらめていた人が求職活動を再開し、労働供給源になっていることが指摘できる³。実際、同世代の労働参加率は2016年から上昇傾向にある(図表2)。ただし、同世代の労働参加率は依然として金融危機直前の水準を回復できておらず、ここに Slack が残っているとみることができる。

2019年1月時点の働き盛り世代の労働参加率は82.6%となっており、金融危機直前のピークである83.4%からは▲0.8%ポイントの乖離がある。2019年1月時点の同世代の人口は1億2,616万人であることから、同世代の労働参加率が金融危機直前のピークまで持ち直す場合、新たな労働供給余地は100万人程度と試算される。

(図表2)米国の働き盛り世代(25~54歳)の労働参加率



(資料)BLS、NBER
 (注)シャドー部は、米国の景気後退期。

¹ FRBの見方は、2018年12月時点におけるFOMC参加者の長期の失業率見通しの中央値。

² 2017年3月3日の講演でイエレン前FRB議長は、労働力人口の伸びの長期的な傾向は「7.5万人から12.5万人」と言及。

³ 失業率の算出においては、求職活動をしている人は失業者としてカウントされるが、働く意欲はあっても、求職活動をしていない人は失業者としてカウントされない。

3. 堅調な雇用増が続けば年内にスラック解消

このように、労働供給面で働き盛り世代に100万人程度のスラックが残っているとみられる。もっとも、現在のペースで堅調な雇用増が続けば、そう遠くはない将来にスラックが解消すると予想される。

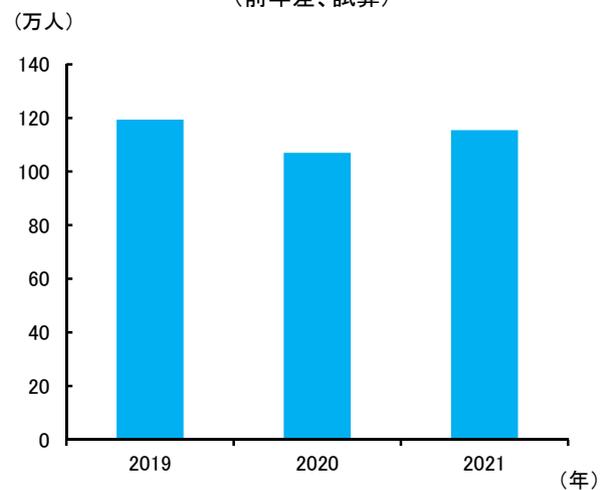
では、労働需給のバランスから考えて、スラックが解消するタイミングはいつだろうか。まず、労働需要は、企業の採用意欲が旺盛ななかで、これまでと同様に月20万人程度のペースで増加していくと想定される。

一方、労働供給は、スラックからの補充分だけでなく、人口増加による拡大分も考慮しなければならない。商務省センサス局が公表する最新の2017年版の人口予測によれば、当面は年230万人程度の人口増加が予想されている。高齢化に伴う人口構成の変化も加味した場合、人口動態面からは年間120万人（月10万人）程度の労働供給の拡大が見込まれる（図表3）⁴。これは、前述のFRB当局者らの見方ともほぼ一致している。

月20万人ペースで増加する労働需要に対して、人口動態要因から月10万人の労働供給が見込まれるため、不足する月10万人がスラックから供給されることになる。働き盛り世代のスラックが100万人存在するため、スラックが払底するのは10ヵ月後となる。

このように、現在のペースで労働需要が増えていくと、スラックは年内にも解消する公算が大きい。その後の労働供給は、人口動態に見合った月10万人程度に低下することになる。

（図表3）人口動態要因による労働力人口の増勢
（前年差、試算）



（資料）BLS、センサス局を基に日本総研作成

4. スラック解消が前倒しの可能性

さらに、スラックの解消時期が前倒しになる可能性がある。これは、働き盛り世代の労働参加率が金融危機直前のピーク水準まで戻すのは難しいとみられるためである。同世代では、「働き盛り」と呼ばれるにも関わらず、そもそも就業を望まない非労働力人口の割合が高まっている⁵。働き盛り世代人口に占める就業を望まない者の割合は、2000年頃までは14%前後で推移していたが、ITバブル崩壊やリーマン・ショックを経て一時17%前後まで上昇し、足許でも16%台で高止まりしている（次頁図表4）。働き盛り世代の労働力化が進まなければ、スラックの実態は想定以上に小さく、10ヵ月以内に解消する可能性もある。

⁴ 米国でも日本などの他の先進国と同様に高齢化が進んでいる。労働参加率は、若年世代（16～24歳）や働き盛り世代（24～54歳）よりも高齢世代（55歳以上）の方が低いため、高齢化（高齢世代比率の上昇）は全体の労働参加率の低下要因となる。ここでは、こうした高齢化の影響を加味するため、若年世代、働き盛り世代、高齢世代の3つの年齢グループの労働参加率を2018年12月時点で固定したうえで、各年齢グループの人口予測と掛け合わせることで人口動態面からの労働供給力を算出している。

⁵ 非労働力人口には、就業を望まない者だけでなく、就業を望むものの、求職活動を行っていない者も含まれる。ここでは、就業を望まない者が人口に占める割合。

では、働き盛り世代の就労意欲が高まらないのはなぜだろうか。主要先進国の働き盛り世代の労働参加率を比較してみると、米国はイタリアに次ぐ低水準となっている（図表5）。相対的に景気が堅調に推移してきた米国が低位であることは、景気循環以外の要因が労働参加率を下押ししていることを示唆している。

米国固有の要因として、薬物問題などの影響が指摘できる。とりわけ、オピオイド系鎮痛剤の中毒が蔓延していることが大きな問題になっている。OECDは2018年6月に公表した報告書で、米国の労働参加率の低い地域ではオピオイド系鎮痛剤の処方率が高い傾向がある点を挙げ、オピオイドの使用が労働情勢と関係していることを指摘している⁶。2018年10月にオピオイド患者や地域社会を支援する「オピオイド対策法」が成立したが、問題解決に向けた政策対応は緒に就いたばかりである⁷。まず薬物中毒の拡大に歯止めをかけない限り、働く意欲のない働き盛り世代を労働力化するのは容易ではない。

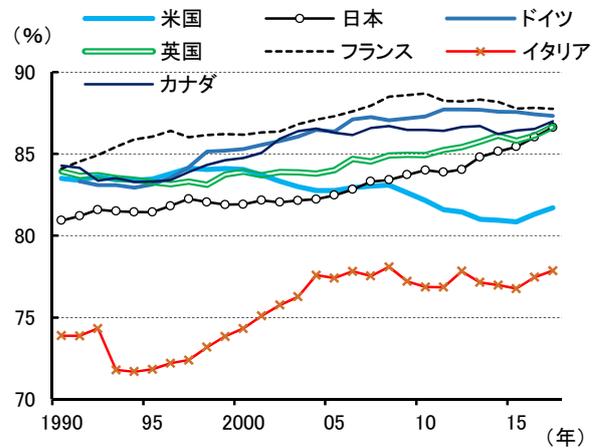
（図表4）就業を望まない25～54歳の非労働力人口の割合（対人口比）



（資料）BLS

（注）シャド一部は、米国の景気後退期。

（図表5）主要先進国の25～54歳の労働参加率

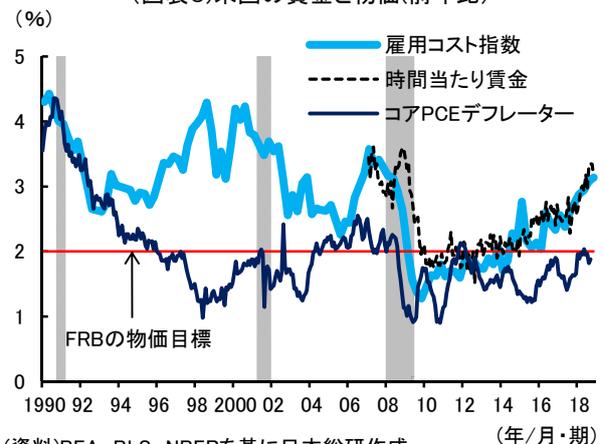


（資料）OECD

5. スラック解消がインフレに波及するか？

以上のように、米国の労働市場では、年内に労働供給の天井に突き当たってもおかしくはない状況にある。そのため、賃金上昇圧力は一段と強まる公算が大きい。賃金指標としてFRBが注目している時間当たり賃金（雇用統計、民間部門全体）や、雇用コスト指数（民間部門の賃金・給与）の伸びは、昨年半ば以降、前年比3%台前半まで高まってきている（図表6）。スラックの解消後は、賃金上昇率が金融危機直前のピークである3%台後半まで加速することが視野に入ることになるだろう。

（図表6）米国の賃金と物価（前年比）



（資料）BEA、BLS、NBERを基に日本総研作成

（注）時間当たり賃金は、雇用統計の民間部門全体（管理職を含む）ベース。雇用コスト指数は、民間部門の賃金・給与ベース。シャド一部は景気後退期。

⁶ OECD(2018) “OECD Economic Surveys: United States 2018”, June 6, 2018.

⁷ 正式な法律名は、“Substance Use-Disorder Prevention that Promotes Opioid Recovery and Treatment for Patients and Communities Act (P.L. 115-271)”である。

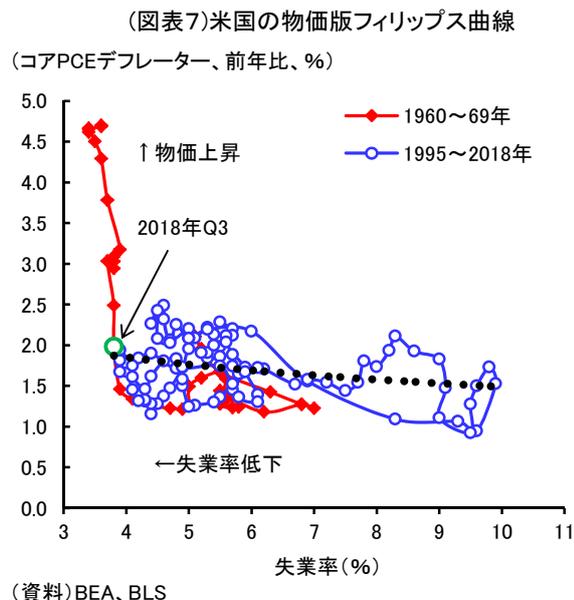
次の焦点は、賃金上昇がインフレ加速につながり、FRBの利上げを促すかどうかである。FRBは、今年1月29～30日のFOMCで、これまでの利上げ路線をいったん棚上げし、今後の政策金利の調整を辛抱強く判断する姿勢に転換した。これは、米国景気は堅調で、労働需給は引き締まっていると判断しながらも、①海外経済の減速や金融市場の不安定化、②米国のインフレ圧力が落ち着いていること、の2点を重視したためである。足許のインフレ率がFRBの目標である2%近傍で安定していることが、利上げに辛抱強くなれる理由の一つになっている。

先行き、海外経済の減速や金融市場の不安定化などの景気下振れリスクが後退するだけでは利上げが再開されるとは限らないものの、米国のインフレ率の上振れも加わった場合は、利上げが再開される可能性が高い。FRBが2月20日に公表した1月のFOMC議事録では、多くの参加者は今年後半に政策金利の調整が必要になるかは現時点では不透明であるとしながらも、政策金利の調整が必要になるとすれば今年の後半で、方向性としては利上げバイアスが維持されている。利上げ再開の条件として、数名はインフレ率がFOMCの見通しを上回った場合にのみ利上げが必要になるとの見方を示す一方、他の数名は経済がFOMCの見通し通りに推移した場合、利上げが適切になるとの見方を示している。このため、今後、景気が順調に推移することに加え、労働需給のタイト化に伴う賃金の上昇がインフレ加速につながるのか否かが、利上げ再開の大きなカギを握る。

もともと、賃金上昇率が高まったからといって、それに連動してインフレ率が加速するとは限らない。様々な経済構造の変化が両者の関係を複雑にしているため、インフレ率の先行きは読みにくくなっている。ここでは、2つのシナリオを提示したい。

一つ目のシナリオは、インフレ圧力が高まらないケースである。海外からの安価な商品の流入やオンラインショッピングの拡大による企業の価格決定力の低下に加え、インフレ期待の安定化などがインフレ抑制要因として働いているとみられる。昨年8月に開催されたジャクソンホールでの経済シンポジウムにおいて、インターネット上での競争が激化したことで、価格変更の頻度が高まったほか、地域ごとの価格が均一化する度合いが高まったとする論文が発表されている⁸。また、サンフランシスコ連銀が2月11日に公表した論文では、物価に与える影響力は労働市場のスラックよりもインフレ期待の方が大きくなっていることが指摘されている⁹。こうした要因による影響が大きい場合、賃金上昇率が高まったとしても、インフレ率の加速に直結することはないだろう。FRBは政策金利の据え置きを続け、リスク資産市場や世界経済にとって追い風になるとみられる。

二つ目のシナリオは、フィリップス曲線（失業率が低下するほどインフレ率が高まるという関係）に沿ってインフレ率が加速していくケースである（図表7）。近年のフィリップス曲



⁸ Alberto Cavallo (2018) “More Amazon Effects: Online Competition and Pricing Behaviors”, August 10, 2018.

⁹ Óscar Jordà, Chitra Marti, Fernanda Nechio, and Eric Tallman (2019) “Inflation: Stress-Testing the Phillips Curve”, FRBSF Economic Letters, February 11, 2019.

線はフラット化しているものの、失業率が極めて低い水準となった場合は、フィリップス曲線が急勾配になる（労働市場のスラックの減少に対するインフレの感応度が高まる）という見方がある。実際、歴史を振り返ってみると、失業率が足許と同水準の3%台後半まで低下した1960年代後半には、それまで安定していたインフレ率が上振れした前例がある。こうした状況が生じた場合、FRBは利上げを再開することになる。現在の市場では、当面利上げなしがコンセンサスになっているため、FRBは利上げを行うに際して市場の見方を慎重に軌道修正していくが必要になる。FRBが市場との対話に失敗すれば、再び株式市場やクレジット市場が不安定化することとなろう。

当然のことながら、警戒しなければならないのは、多くの市場参加者が準備できていない状況でインフレ率が加速する二つ目のシナリオである。スラックの解消は、インフレ加速の可能性を確実に高める。1月末のFOMC以降、世界経済や金融市場は米国の利上げなしを前提に動き始めているが、今後のインフレ動向を注視し、FRBの利上げ再開に備えておく必要がある。

以上