



米国の賃金・物価動向

調査研究部 古金 義洋

○賃金上昇率は徐々に高まっていく可能性

11月の米雇用統計によれば、賃金（全従業員の平均時給）は前年比3.1%と2か月連続で3%台に乗せた。今のところ上昇ピッチはまだ緩やかではあるが、賃金上昇率は着実に加速している。

雇用統計以外の賃金統計からも、これと同様に賃金上昇率が加速する様子が窺われる（図1参照）。

雇用コスト指数は、3か月に1回発表される統計で、業種や職種のウェイトが固定されているため、産業構成の変化（例えば、相対的に低賃金の小売業などに従事する雇用者が増加すると、平均賃金は下落する）などの影響が除外される。また、企業が負担する賃金以外の付帯給付なども含まれるコスト全体を集計しているため、実態を把握するための有用な指標として、FRBも重視していると言われる。

この雇用コスト指数上昇率は、17年12月の前年比2.6%から、18年3月2.7%、6月、9月がいずれも2.8%と上昇ペースが徐々に加速している。6月と9月は前年比で見ると2.8%と同水準だったが、前期比上昇率で見ると、6月が0.6%、9月が0.8%と、上昇率が加速している様子が窺われる。

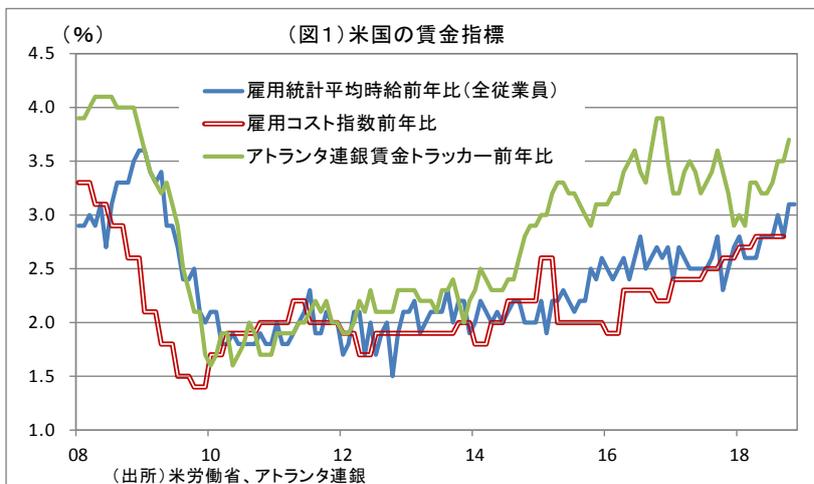
アトランタ連銀の賃金トラッカーは、個人の賃金を追跡調査したもので、雇用コスト指数同様、業種や職種の構成変化の影

響を受けにくい。この賃金トラッカーは16年年末頃にかけて一時、急加速した時期があったが、その後、18年初め頃にかけて上昇率は鈍化した。しかし、最近は再び上昇テンポが加速し、10月の上昇率は前年比3.7%に高まっている。

同じ賃金指標でも、これまでは、上向くものとそうでないものがあったが、今回はどの指標も一様に上昇テンポの加速を示している。

しかも、9～11月の失業率は3.7%に低下し、広義の失業率であるU6失業率（フルタイム希望なのにやむを得ずパートタイム労働に従事する人などを含めた失業率）も7月以降7.4～7.6%で推移し、リーマンショック前のボトム水準（2006年12月の7.9%）を下回る。失業率の数字からみると、労働需給が逼迫していることは明らかだ。

過去、失業率が4%割れとなり、賃金上昇率が加速していった1960年代後半の経験を試みよう。失業率が4%を割り込んだのが





1966年2月だった。一方、同年1～3月の賃金の前年比上昇率は3.9%だったが、1年後の1967年1～3月には4.2%と緩やかに加速し、さらに2年後の1968年1～3月には5.5%と急加速していった(図2参照)。

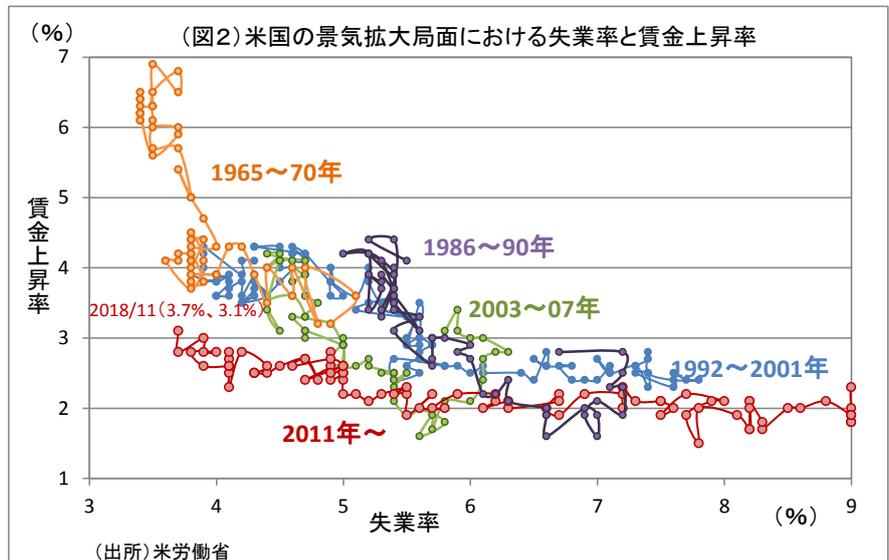
現在の米国経済は減税効果などにより絶好調の状態だが、来年はその効果が剥落する。そのため成長率は鈍化し、来年の10～12月頃に米国の潜在成長率とされる2%近くまで鈍化するという見方がコンセンサスだ。

その際、成長率鈍化が失業率を上昇させ、労働需給は緩和に向かうという見方もあろうがそう単純ではない。実際には、成長率が潜在成長率を上回り続けている間は、需給ギャップからみた需要超過幅は拡大し、失業率低下も続くだろう。景気拡大テンポが鈍化しても労働需給逼迫が続き、賃金上昇率は加速していくだろう。

今回、失業率が4%のラインを割り込んだのが今年4月だ。1960年代後半の経験を当てはめると、今後しばらくは賃金上昇テンポは緩やかに加速していく可能性が高いし、さらに、来年半ば以降は上昇テンポが急加速していく可能性がある。

○賃金上昇下で物価が落ち着いているのは生産性向上でコスト転嫁の必要性が薄いため

一方、賃金上昇率が上向き始めているのに、現在、物価上昇率は2%程度で安定している。このために、今のところ金融政策面では利上



げを急ぐ必要がない。利上げは、FOMC会合一回おきに様子を見ながら、段階的、漸進的に実施されている。

企業サイドからみると、雇用コストが増加し始めているのに、そのコストを物価に転嫁しなくても良いのは、やや逆説的ではあるが、景気が良すぎるためだ。すなわち、景気が絶好調で、そのために労働生産性が高まっており、生産性上昇がコスト増を吸収している。

名目GDP×労働分配率＝雇用者報酬、であり

この式の左辺は、

$$\text{名目GDP} = \text{実質GDP} \times \text{GDPデフレーター} \times \text{労働分配率}$$

＝雇用者数×1人当たり労働生産性×GDPデフレーター×労働分配率、と書ける (GDPデフレーターは国全体の物価水準を示す指標)。

一方、右辺は、

$$\text{雇用者報酬} = \text{雇用者数} \times \text{1人当たり賃金}$$

となるため、両辺から雇用者数を取り除いて、

$$1 \text{人当たり労働生産性} \times \text{GDPデフレーター}$$



タ×労働分配率＝1人当たり賃金、と書ける。

そして、これは

GDPデフレータ＝（1人当たり賃金÷1人当たり労働生産性）÷労働分配率、と書きかえられる。

労働分配率が一定であるとした場合、物価指標であるGDPデフレータは、賃金が高ければ高いほど上昇し、労働生産性が高ければ高いほど低下する、という関係になる。

「1人当たり賃金÷1人当たり労働生産性」は、「単位労働コスト」と言われ、この「単位労働コスト」の増減が長期的に物価の動きを左右する。逆説的だが、現在、物価が比較的落ち着いているのは、減税効果などによって景気が絶好調であり、そのために足もとの労働生産性が高くなっているからではないかと思われる。

7～9月の実質GDPは前年比3.0%で、雇用者数の前年比増加率は1.7%であるため、差し引き労働生産性の上昇率は1.3%だ。これに対して、GDP統計から計算した7～9月の1人当たり雇用者報酬の前年比増加率は2.7%だ。結果として、単位労働コストは1.4%と低く、物価はほとんど上がらずに済んでいる。

ただ、景気拡大テンポはおそらく鈍化に向かうだろう。実質GDPの前年比は現在の3.0%から来年10～12月には2%近くに減速する可能性がある。仮に、成長率が2～2.5%に鈍化し、雇用者数の伸びが現在のままで1.7%だとすると、労働生産性上昇率は差し引き0.3～0.8%に鈍化する

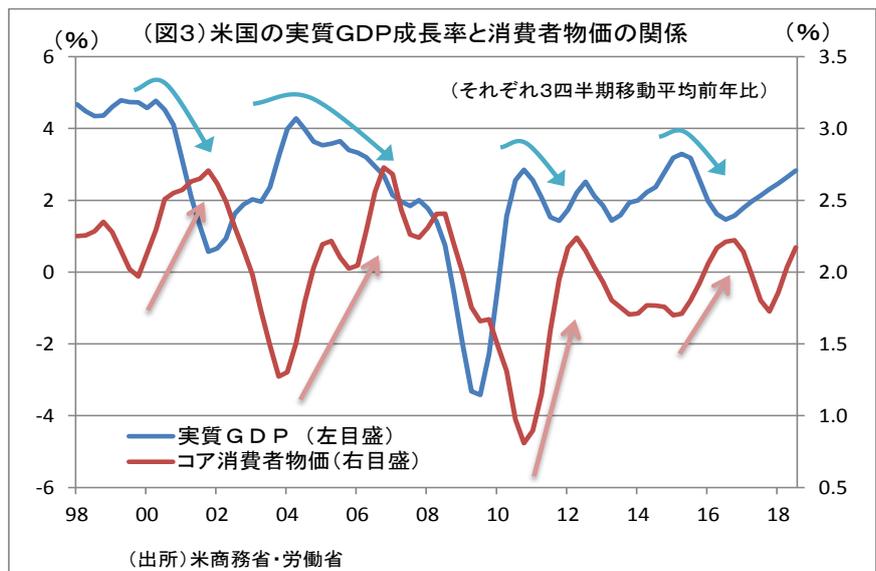
ことになるが、この数字はさほど低い水準ではない。

リーマンショック以降の米国の労働生産性上昇率は均してみると1%未満の水準に落ち込んだ。ちなみに、過去5年間（2013年7～9月から18年7～9月）の年平均労働生産性上昇率も0.6%であり、来年の労働生産性上昇率が再び1%未満に低下したとしても、決して不思議なことではない。

○来年は、物価上昇率加速による利上げ加速か、それとも企業収益悪化か

では、そうなった場合、物価上昇率はどうか。足元で3%程度に加速してきた賃金上昇率は、1960年代後半以降の経験を考えると、来年末に向けて3.5～4.0%まで加速していく可能性がある。労働生産性上昇率が0.3～0.6%に鈍化するとすれば、単位労働コスト増加率は現在の1.4%から2.9～3.7%に高まっていく計算になる。

現在の物価上昇率は落ちついているが、もし、この単位労働コスト増分を企業が最終製





品価格に転嫁できるような環境なら、この価格転嫁により、景気減速局面であっても物価上昇率は加速していくだろう。実際、過去において景気減速が始まる初期の局面では物価上昇テンポが高まることはしばしばみられた（図3参照）

反対に、企業がコスト分を価格転嫁しにくい状況なら、企業はこの単位労働コスト増分を自腹で負担しなければいけなくなる。すなわち、企業収益が悪化することになる。図4でみるように、過去、十分な価格転嫁ができず、GDPデフレーター上昇率が単位労働コスト増加率を下回る局面（1990年代前半、2000年代初め、2016～17年頃）では、企業収益が悪化し、労働分配率が上昇した。

結局は以下のようなことになる。

企業が単位労働コスト増分をスムーズに最終製品価格へ転嫁できれば物価が上昇するが、もしそうなら、FRBは利上げを継続、

あるいは利上げペースを加速しなければいけないおそれもある。金利上昇は株式投資環境を悪化させる。一方、企業が単位労働コスト増分を最終製品の価格に転嫁できなければ、そのコスト増分が企業収益を悪化させる。

現在の賃金上昇がホンモノであり、しかも、現在の絶好調の景気が減税などの効果による一過性の要素が大きい、という前提で考えるなら、企業のコスト転嫁がどうあれ、いずれにしても米国の株式市場については、慎重にみていく必要がある。

