

米国の雇用と賃金、過去比では利下げに制約 過去利下げ6カ月平均15万人と賃金4%割れ、現状上振れ

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/12/13 (水)

米国の非農業部門雇用者数と平均賃金の最新 11 月動向では、過去比で利下げへの制約が示された。過去の利下げ開始は雇用者数の前月比が 6 カ月平均で +15 万人割れ、平均賃金の前年比が 4% 割れとなり、しかも一定の時間差を経て利下げとなってきたが、現状はいずれも上回っている。昨年 6 月にはバイデン米大統領が「インフレ抑制につながる目安」として +15 万人という数値を挙げていたのに対し、最新 11 月は前月比が +19.9 万人、6 カ月平均が +18.6 万人という上振れ継続となっていた。

バイデン氏「インフレ抑制の目安 15 万人」

「適切な政策が行われることで、米国は回復から安定的かつ着実な成長へと移行し、インフレを抑え込むことができる」、「(インフレ要因である) 記録的だった雇用創出は減少するだろうが、それは懸念材料にはならない。むしろ、向こう 1 年間の平均的な月間雇用創出が現在の 50 万人 (昨年 6 月時点) から 15 万人ほどの水準に近づくのであれば、それは回復の次のフェーズにうまく移行している証拠だ」――。

バイデン米大統領は高インフレが政治問題化していた昨年 6 月、米ウォールストリート・ジャーナル紙に「インフレと戦う計画」というこのような寄稿を行った。同氏は「物価上昇を抑えつつ、米経済を安定的で着実な成長に導く」と強くアピールしたが、インフレ抑制と巡航速度化の目安として「月間雇用創出 15 万人」という目安を掲げている。

その中で最新 11 月に非農業部門雇用者数は、前月比 +19.9 万人となっている。前月はちょうどバイデン氏が挙げていた +15.0 万人へと減速し、同時進行で FRB による利上げ終了や先行きの利下げ観測が高まった。しかし、11 月の再増加により、「インフレを抑え込む」証拠の確保は先送りとなっている。平均時給も前年比 +4.0% と高止まりとなり、FRB の利下げ開始は市場で期待が高まる来年 3 月や 5-6 月よりも遅延の可能性がある。

おりしも 11 月雇用統計が発表された直後の前週末 8 日、サマーズ元米財務長官 (米ハーバード大学教授) は底堅さを示した雇用者数や時給に関して、「良好な数字で、少なくとも 11 月時点で経済がまだかなり堅調だった」と指摘。そのうえで「米金融当局はインフレが制御下に戻ったか、あるいは経済が低迷しつつあるとの証拠が決定的に示されるまで、利下げ方向へのシフトをとどまるべき」といった考えを示している。

過去 FRB の利下げ転換ではバイデン氏の目標は別にしても、雇用者数・前月比の 6 カ月平均が +15 万

人割れ以降という傾向が見られてきた。その点、直近 11 月の同平均は +18.6 万人と、まだ上回った状態にある。

過去には 2008 年のリーマン・ショックと雇用急悪化のあと、FRB は現在と反対の雇用回復と緩和努力を続けていた。当時 2012 年時点で FRB 幹部からは、「労働市場に人々を復帰させ、高止まりする失業率を引き下げるには、月平均 15 万から 20 万人の雇用者増が必要」(コーン元副議長など) という分析が示されている。その点で現状の雇用者数は、「金融緩和局面での改善目標」水準の強さという状況にある。

前回 2015 年以降の利上げ局面では、雇用者数・前月比の 6 カ月平均が 2018 年 11 月と 12 月に +15 万人を割り込む場面があった。結果論ながらも、FRB は同月 2018 年 12 月の利上げを最後に様子見へと移行。そこから「7 カ月後」となる 2019 年 7 月から利下げを開始している。雇用者 6 カ月平均は、利下げ月に +12.8 万人へと冷却されていた。

その前の利下げ開始は、2007 年 9 月から開始された。当時の 6 カ月平均は、その「10-12 カ月前」や「3 カ月前」などで +15 万人割れへ減速するという前提の環境があった。

労働時間や失業期間は改善、利下げ判断の障害に

一方、米国の平均時給は、最新 11 月に前年比 +4.0% となっている。より長期の統計がある時間あたり平均賃金・名目前年比では、+4.3% となった。過去の FRB 利下げ開始は、FRB による物価目標 +2% との見合いもあり、「賃金の +4% 割れ以降」というパターンが目立っている。しかも +4% 割れから時間差を経ての利下げ傾向があり、この点でも来年の利下げは後ズレの可能性がある。

前回利下げ開始の 2019 年 7 月の場合、利下げ前月の平均時給は +3.4%、ピークは 7 カ月前の +3.6% となっていた。現在は直近 11 月で +4.0% であり、「7 カ月後」である来年 6 月からの利上げ開始も微妙なところだ。

米国の平均時給や平均賃金の前年比 (11 月は +4.0% と 4.3%) は、過去に米 10 年債金利と一定の相関性を有している。その点で現状の 10 年債金利 4.1% から 4.3% 前後は程良い水準である一方、現状からの一段の金利低下は尚早や行き過ぎとなる可能性もある。

さらに米国では、賃金と相関性の高い「週平均労働時間 (全雇用者民間合計)」が下げ渋りとなってきた。11 月は 34.4 と、前月の 34.3 から小幅な再増加となっている。今年 3 月以降は 34.3 から 34.4 での

横這いが定着しており、先行き賃金の下げ渋り要因として注視されるものだ。

2021 年前後からは人手不足やコロナ反動後の景気改善、供給・輸送等の稼働正常化などもあって、労働時間は 2022 年 3 月にかけて 34.7 方向へと増加した。連動して賃金も急上昇となっている。その後は人手不足の改善や需要減などもあり、労働時間は減少。連動して賃金は低下となっている。しかし、3 月以降は労働時間の下げ渋りが続いており、一定の需要残存のほか、「余剰人員増＝一人あたり労働時間減少」がまだ抑制されているという、雇用環境の底堅さが示唆されている。

FRB の利下げ転換について、関連実績のある指標には米国の「平均失業期間（週次）」がある。これは米労働市場の改善・悪化度合いや、失業者や無職者の就労参加意欲、就労希望者の失業脱却に向けた難易度などを示す尺度だ。

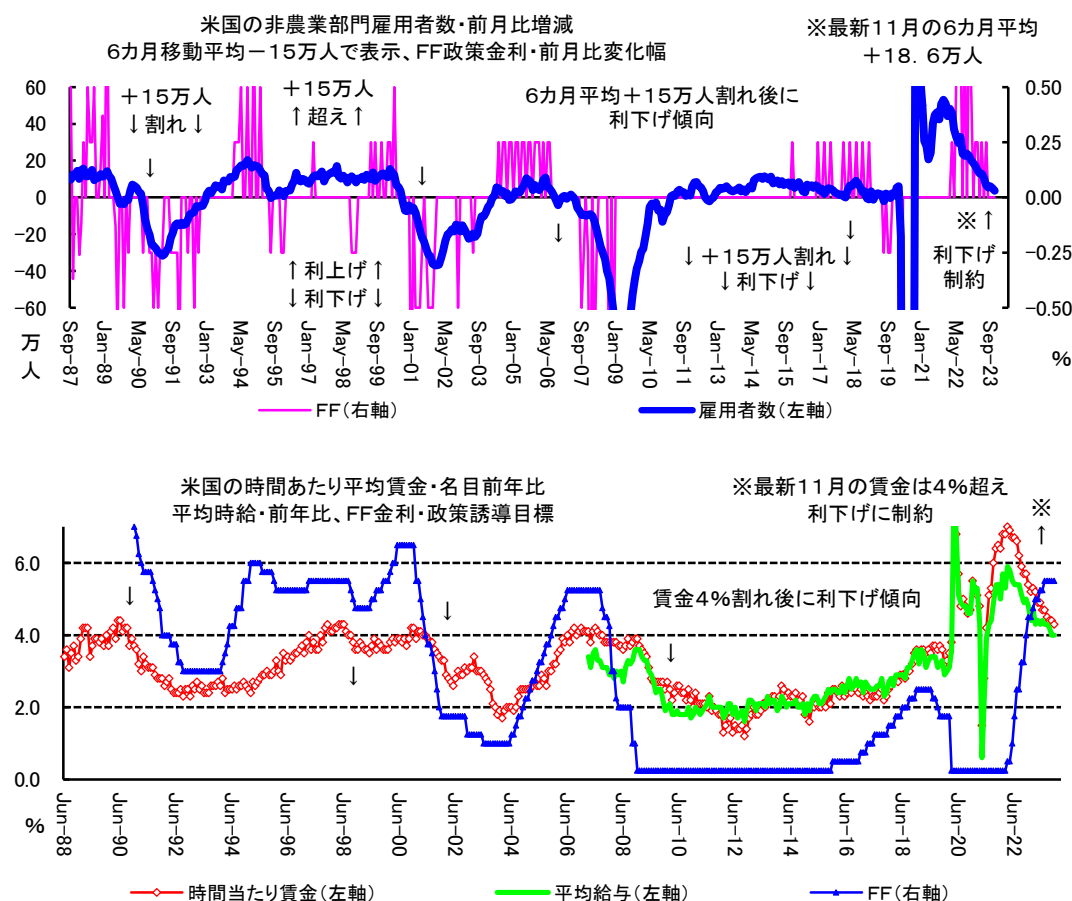
最新 11 月には 19.4 となり、10 月の 21.6 や 9 月の 21.5 からは減少の改善となっている。自動車・ハリウッド関連のストライキ終了といったテクニカル要因は無視できないが、2021 年 7 月の 29.8 週が直近最長となる形で、改善の減少基調（期間短縮化）

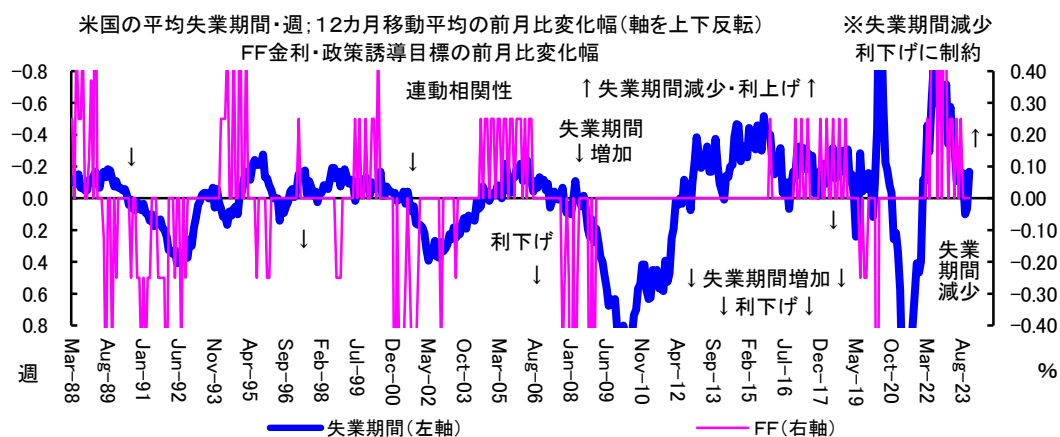
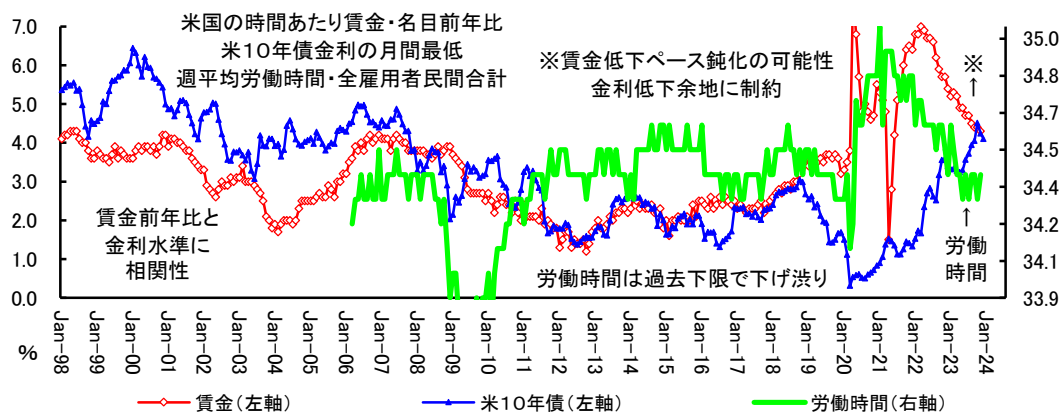
が続いている。一定の求人残存や、失業者の職場復帰ハードル低下は、維持された状態だ。コロナ危機や 2007－08 年の金融危機時を除くと、2006 年以来の低水準となっている。

失業期間のトレンドを示す 12 カ月移動平均は 20.4 となり、前月の 20.6 から減少となっている。9 月と 10 月に増加方向への転換場面があったが、12 カ月移動平均の方向角度は昨年 1 月以降の減少トレンドが維持されている（下向き化。雇用は改善基調）。

昨年 1 月といえば、その 2 カ月後の 3 月から FRB がインフレ警戒での利上げをスタートさせた。そこから失業期間のトレンド方向は現在も改善基調を保っており、過去実績に沿えば利下げ判断には障害となる。

ちなみに 2019 年 7 月の利下げ開始の場合、失業期間の 12 カ月移動平均は「3 カ月前」から上向きの増加（悪化）トレンドへと転換していた。その他、過去の利下げ開始時でいえば、2007 年 9 月は「6 カ月前」、2001 年 1 月は「1 カ月後」、1990 年 7 月は「1 カ月前」から上向き化が見られるという、利下げ開始との関連パターンが目立っている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。