

2015年1月21日 全9頁

米国経済見通し 賃金上昇は偏っているのか

原油価格の変動で実態が把握しにくいがインフレ圧力は限定的

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 土屋 貴裕

[要約]

- 新たな連邦議会が始まった。オバマ大統領による一般教書演説と予算教書発表を経て、財政論議が本格化することになる。最初の課題となるのは、2015年度の暫定予算のうち、国土安全保障省関連の予算が2月末で切れることである。
- 金融政策については、2014年の12月のFOMC(連邦公開市場委員会)で声明文を変更し、2会合程度先のFOMCまでは政策変更「忍耐強くなれる」とした。1月のFOMCでは政策変更の可能性は極めて低い。今後、雇用環境の改善が賃金を上昇させ、インフレ率の押し上げにつながるか議論されることになろう。
- 雇用環境は緩やかな改善を続けているが、賃金は伸び悩んでおり、個人消費を上振れさせるような改善には至っていない。賃金の上昇圧力は一部に偏っていることで、内生的なインフレ圧力は抑制され、住宅販売が伸び悩んでいると考えられよう。
- 原油価格の急落によって、経済の実態を把握しにくくなっている。インフレ率が大きく下振れするほか、エネルギー利用者と供給者側で影響はまちまちであるためだ。原油価格が落ち着きを見せるまでは、プラス、マイナスの両面がそれぞれ時間を置いて発現し、公表される経済指標も振れやすくなると考えられよう。

政策要因の先行きと景気循環

2014年秋の中間選挙の結果を受けた新たな連邦議会が始まった。オバマ大統領による一般教書演説と、2月2日の予算教書発表を経て、財政論議が本格的に始まることになる。2013年10月に生じた連邦政府機関の一部閉鎖を経て、民主・共和両党の歳出の大枠が合意されていたので、2014年は、結果的に財政問題は大きな話題にならなかった。だが、2015年10月から始まる2016年度予算について何ら合意はなく、ゼロから議論を積み上げていく必要がある。

最初の課題となるのは、2015年度（2014年10月～2015年9月）の予算のうち、オバマ大統領の移民政策に共和党が反発したことで、所管する国土安全保障省関連の暫定予算が2月末で切れることである。次いで、3月15日には連邦政府の債務上限問題がある。連邦政府の債務残高の上限額は議会が定めるが、これを一時撤廃していた期限を迎える。連邦政府は新たに債務を増やせず、しばらくは財務省によってやり繰りできても、いずれ限界を迎えることになる。

任期中の選挙がないオバマ大統領と2016年大統領選を視野に入れた議会指導部とのやりとりは、互いに実績作りを目指して活発化することになる。移民政策に関するオバマ大統領と共和党の対決姿勢はすでに鮮明になりつつあり、オバマ大統領が富裕層への増税や大規模金融機関から新たな手数料を徴収するアイデアを表明したことで、対立は深まる可能性がある。ただ、会期冒頭の下院ではベイナー議長が再選されたが、共和党の一部の議員は他の候補に投票し、上下両院で多数党となった共和党も一枚岩ではないことが示され、構図は複雑である。争点となる政策だけではなく、政治的妥協が可能な政策も停滞する可能性がある。最低限の政府機関の運営予算は必要であり、財政論議が注目される時期が到来した。

一方、金融政策については、2014年12月のFOMC（連邦公開市場委員会）で声明文を変更し、2会合程度先のFOMCまでは政策変更「忍耐強くなれる」とした。1月のFOMCでは政策変更の可能性は極めて低い。雇用者数の増加や失業率の低下が賃金を上昇させ、インフレ率の押し上げにつながるか、議論されることになる。また、経済動向の評価と同時に、FRB（連邦準備制度理事会）が保有する資産を、利上げ開始後にどう縮小させるかなど、手段とその伝達方法について議論すべき課題がある。

経済動向は、雇用環境は緩やかな改善を続けているが、賃金は伸び悩んでおり、個人消費を上振れさせるような改善には至っていない。賃金の上昇圧力が一部に偏っていることで、内生的なインフレ圧力は抑制され、また低価格帯の住宅販売が伸び悩んでいると考えられよう。ただし、原油価格の急落によって、経済の実態は把握しにくくなっている。当面はインフレ率が大きく下振れするほか、エネルギー利用者側の負担は軽減されて個人消費拡大などが期待される一方で、エネルギー供給者側では負担が増す場合があるなど、影響は個別の主体や地域によってまちまちであるためだ。ほぼ一本調子で低下してきた原油価格が落ち着きを見せるまでは、プラス、マイナスの両面がそれぞれ時間を置いて発現し、公表される経済指標も振れやすくなると考えられよう。

雇用者数は着実に増加したが賃金は低下¹

2014年12月の非農業部門雇用者数は25.2万人増加し、市場予想（Bloomberg調査：24.0万人増）を上回った。過去分は合計で5.0万人分、上方修正された。部門別では、政府部門、民間部門ともに雇用が増加した。民間部門で増加した24.0万人の雇用のうち、サービス業が17.3万人を占めるが、その増加ペースは鈍化し、2014年2月以来の増加幅にとどまった。主に企業向けサービスと教育・医療で雇用が増えた。生産部門では、建設業の雇用が増えたことなどを背景に6.7万人の雇用が増えた。総じて幅広い業種で雇用が増加したと言える。

失業率は5.6%と前月から0.2%ポイント低下し、事前の市場予想（Bloomberg調査：5.7%）も下回った。労働参加率は前月から0.2%ポイント低下し、失業率の低下は雇用者の増加もあるが、主に労働市場から退出した人が増えたことに因る。失業者数は38.3万人減少し、このうち長期失業者数は減少したが、より失業期間が短い失業者の減少率ほどではなかった。失業理由では、前月増加していた会社都合での失業者が再び減少に転じ、前向きな転職活動が含まれると考えられる自己都合での失業者も減少した。

経済的理由でパートタイム就業者となっている人の数は、緩やかながら6ヵ月連続で減少している。職探しを諦めた人や、フルタイムの職を得られないパートタイム就業者を含めた広義の失業率（U-6）は、前月の11.4%から11.2%に低下した。民間部門で雇用されている人々の週平均労働時間は、金融危機後では最も長期化した前月の34.6時間と変わらず、平均時給は前月から5セント減って24.57ドルとなった。時給が前月から減少したのは2013年7月以来で、時給の前年比伸び率は1.7%と、2012年10月以来の低い伸び率となった。

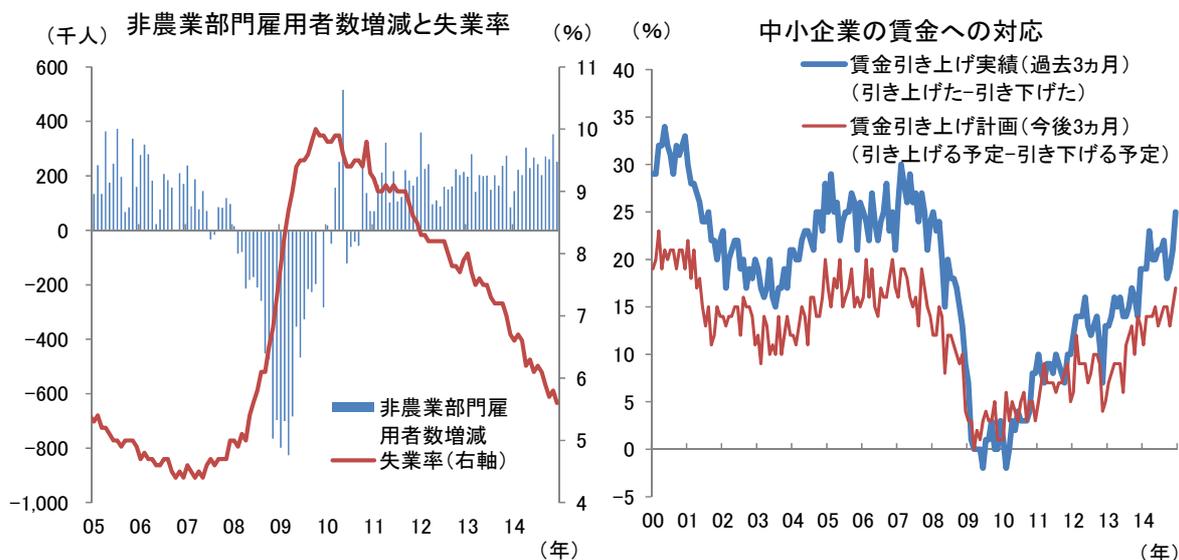
雇用者数の増加が続き失業率は低下し、長期失業や労働参加率の低下という問題はあるが、雇用環境は緩やかに改善していることが示された。一方で、賃金は低下し雇用環境の改善は一部にとどまる。12月分の雇用者数の増加や失業率の低下その他の指標と、時給の減少は整合的ではなく、アトランタ連銀のロックハート総裁は、時給の減少は統計上のノイズとの考えを示した。

中小企業の業界団体であるNFIB（全米独立事業者協会）の調査によると、2014年12月に、過去3ヵ月に賃金を引き上げたとの回答は引き下げたとの回答との差し引きで25%と2008年1月以来の水準に上昇し、今後3ヵ月の間に賃金を引き上げる予定との回答も引き下げる予定との回答との差し引きで17%に上昇した。

2014年11月の求人件数は497万件で、2001年1月以来の水準に上昇した。しかし、比較的高水準ながら、新規雇用者数と前向きな退職者が含まれていると考えられる自主退職者数、そして解雇者数は減少した。労働移動が活発化し始めた可能性があったが、労働市場の先行きへの信頼はまだ十分ではないということだろう。もうしばらく、雇用関連の統計を確認する必要があるが、ただちにインフレ率が大きく上昇する可能性は低そうだ。

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「米雇用者数は着実に増加し失業率は低下」（2015年1月13日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150113_009335.html

図表1 雇用環境の概要と中小企業の賃金への対応



(出所) BLS, NFIB, Haver Analytics より大和総研作成

個人消費は底堅く改善

2014年12月の飲食サービスを含む小売売上高は、前月から0.9%減少した。悪天候で大幅に消費が抑制された2014年1月の同1.3%減以来の減少幅である。主だった業種別では、自動車・同部品が同0.7%減となり、建材・園芸が同1.9%減となるなど、幅広い業種で売上が減少した。ガソリン価格の下落を映じて、ガソリンスタンドの販売が同6.5%減少し、7ヵ月連続で前月比マイナスとなった。

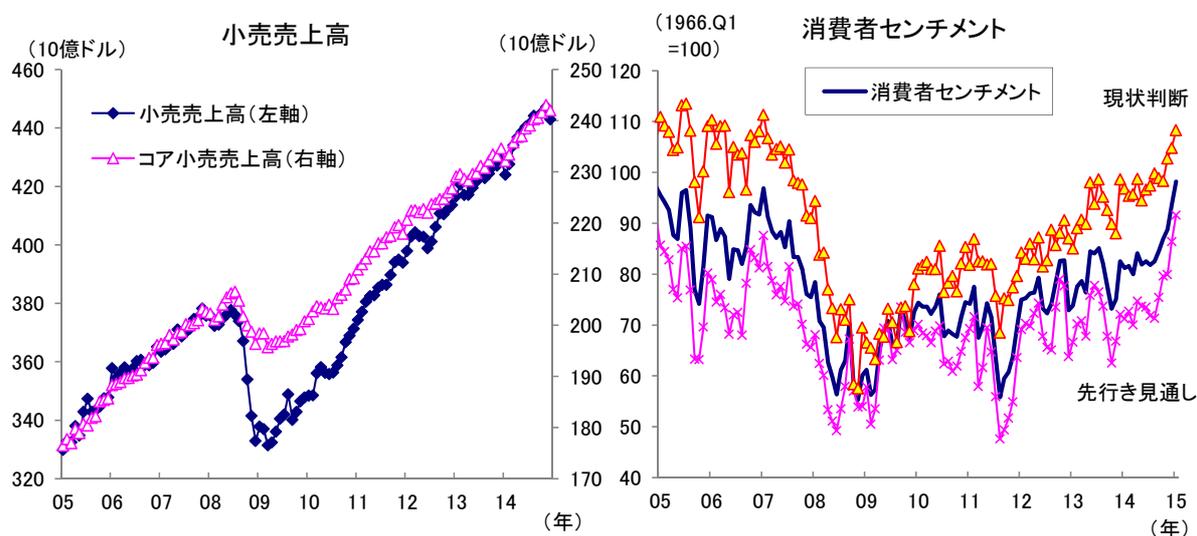
自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除くコア小売売上高は、同0.4%減と2014年1月以来の減少となった。ただし、11月と12月の合計では、飲食サービスを含む小売売上高は前年比3.9%増、コア小売売上高は同3.7%増であり、11月と12月の平均のコア小売売上高は、10月を0.4%上回る。NRF（全米小売連盟）によると、11月から12月にかけての年末商戦の売上高（自動車、ガソリン、飲食サービスを除く）は、前年同期比4%増になったとし、事前のNRFの予想をわずかに下回ったものの、小売業界の成長トレンドが続いているとした。また、1月14日に公表されたFRBのベージュブック（地区連銀景況報告）では、多くの地区で消費が緩やかに回復していることが報告され、年末商戦について、シカゴ地区では予想を上回り、ニューヨーク地区では予想を下回るなど、まちまちな状況とされている。

年末商戦は期待を上回ることにはなかったが、年末商戦の開始時期が前倒しされたことで、12月の売上高の落ち込みは割り引いて考える余地があるだろう。

ロイター／ミシガン大調査の1月の消費者センチメント（速報値）は98.2と、12月の確報値から4.6ポイント上昇し、2ヵ月連続の大幅上昇で、2004年1月以来の水準になった。雇用・所得環境の改善に加えて、ガソリンなどのエネルギー価格の値下がりもマインドを改善させた

と考えられる。雇用・所得環境の緩やかな改善傾向や、ガソリン価格の低下による家計の負担軽減を踏まえれば、消費回復のトレンドが腰折れしたと判断するのは早計で、底堅く改善が続いていると考えられよう。

図表2 小売売上高と消費者センチメント



(注) コア小売売上高は、自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除く。

(出所) Census, ロイター/ミシガン大, Haver Analytics より大和総研作成

伸び悩む物価と賃金上昇のばらつき

2014年12月のCPI（消費者物価指数）は、前月比0.4%低下し、前年同月比では0.8%上昇にとどまった。ガソリンが前月比9.4%低下するなど、エネルギー価格の低下が目立つ。変動が激しい食品とエネルギーを除くコア指数は前月比横ばいで、前年同月比では1.6%上昇した。

原油価格の低下に加えてドル高もあって輸入物価も低下傾向にあり、インフレ率の上昇を抑制する要因になっている。EIA（エネルギー情報局）の短期エネルギー見通しによると、原油価格は2015年平均のWTIが54.58ドル、2016年平均が71.00ドルと、いくらかは持ち直すものの、予想期間中に急落前の水準を回復することはなく、しばらくは大きく上昇しない見通しになっている。前年同月比でWTIがプラスに転じるのは2015年12月以降という見通しで、原油以外の国際商品市況も低下傾向であることから、当面はインフレ率の上昇は抑えられるだろう。

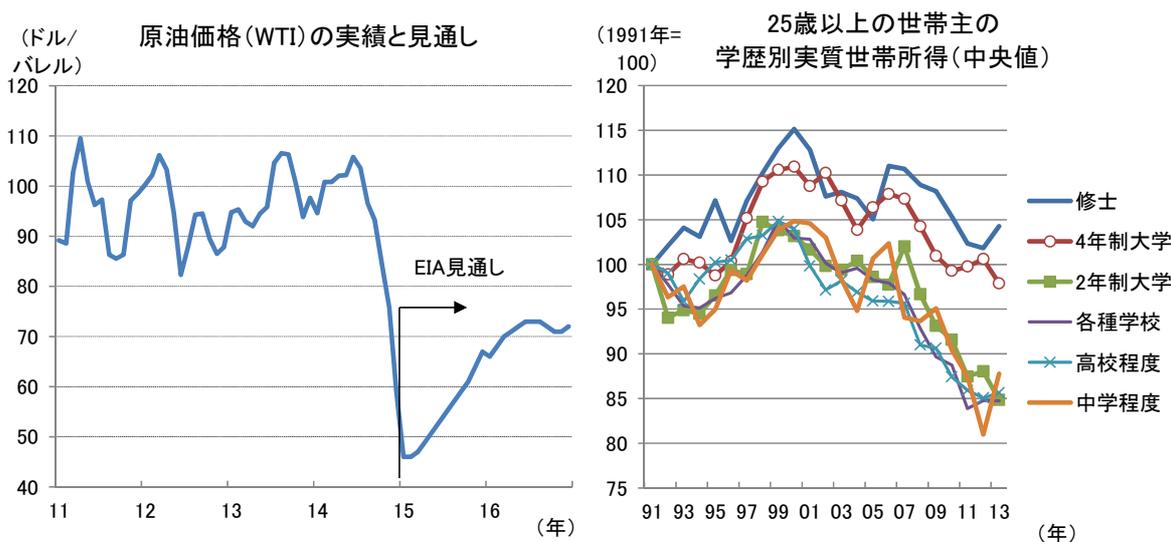
食品とエネルギーを除くコア指数でもインフレ率が伸び悩んでいることは、賃金上昇が緩やかであることも一因であろう。ベージュブックで賃金上昇圧力は、「専門技術を持つ労働者」において報告されている。これまでも熟練労働者の不足が指摘されてきたが、労働需給が引き締まってくるにつれて、個人のスキルの違いによって賃金上昇がばらついていることが指摘されている。

スキルを定量化することは困難だが、世帯主の学歴別では、世帯所得の格差が広がっている

ことが確認できる。金融危機によって学歴にかかわらず実質所得は低下したが、高学歴であるほど落ち込み幅は小さく、格差は拡大した。低賃金業種で雇用が増えてきたこと、パートタイムでの職しか見つからないことでの賃金格差と、世帯主の学歴別の世帯所得の格差は、部分的に原因と結果という面があるだろう。だが、授業料の上昇で、より高い教育を受けるためのコストも上昇しており、親などからの支援がなければ、自ら学生ローンを借りる必要がある。多くのローンを抱えたままでは住宅ローンなどの新たな借り入れは困難となり、住宅購入時期が遅れば、世帯形成ペースも鈍化し、耐久財需要も伸び悩むことになるだろう。

労働力の深化を促すため、職業訓練に雇用主も参加するプログラムを含む連邦レベルの法案が成立しているが、実績があがるまでに長い時間が必要だと考えられる。前述したNFIB調査による賃金引上げを計画する企業が増えていても、引上げ幅は限られるのではないかと。量的な雇用環境の改善は、失職することを含めて所得が減少する可能性を低減させたが、広範に所得が増える可能性を高めるまでは至っていないと考えられる。賃金の上昇は一部に偏り、賃金上昇からのインフレ圧力上昇は限定的なままとなるだろう。

図表3 原油価格の見通しと学歴別世帯所得



(注1) 左図は、2015年1月以降はEIA見通し。

(注2) 右図は、2013年のCPIで実質化。日本の学制に沿った表記で、全ての学歴は記載していない。

(出所) EIA, Census, Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場は横ばいに近い

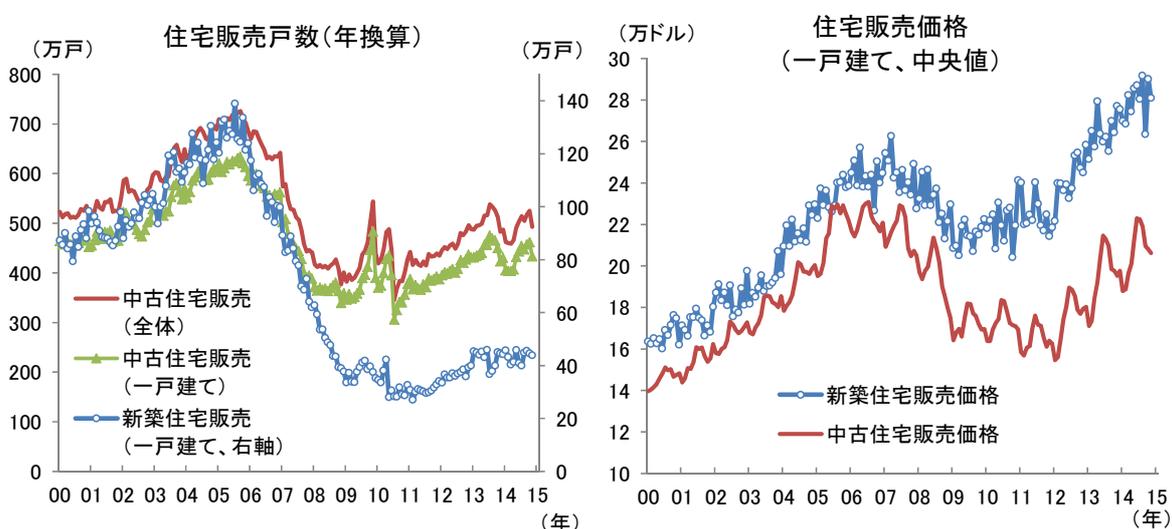
2014年11月の中古住宅販売（一戸建て）は、前月比6.3%減の433万戸（年換算）と3ヵ月ぶりに減少した。NARは、「10月の株式市場の下落が心理的影響を与えた」可能性があるとしている。在庫も減少して、販売価格の中央値は前年比5.0%上昇した。中古住宅販売仮契約指数は、11月に前月比0.8%上昇したが、前月の落ち込みをカバーできず、ここ半年ほどを均せば横ばいに近い推移と言える。一方、2014年11月の新築住宅販売は、43.8万戸と前月から1.6%

減少した。前月分が下方修正され、2ヵ月連続で前月を下回ったことになる。販売価格の中央値は大きく上昇した10月を下回ったが、9月の水準は上回った。

住宅市場では、低価格物件の販売の伸び鈍化が指摘されており、販売価格の上昇傾向はボリュームゾーンである低価格物件の販売不振の結果と考えられる。低所得者層などは、信用力が劣ることで住宅ローンが組みにくいことや、頭金の用意が困難であることが指摘される。中低所得者層の住宅購入の一助とすべく、オバマ大統領は、FHA（連邦住宅局）が提供する住宅ローン保険の保険料引き下げを表明した。

NAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の2015年1月の景況感指数は57で、高水準ながら前月の58から低下した。

図表4 住宅販売動向と価格



(出所) Census, NAR, Haver Analytics より大和総研作成

企業活動はまちまち

2014年12月の鉱工業生産指数は前月比0.1%低下した。例年よりも気温が高かったため暖房需要が少なく、電力・ガスが同7.3%低下して全体を押し下げた。製造業は同0.3%上昇し、業種別では、一次金属が同2.2%上昇し、コンピューター・電子機器なども上昇したが、自動車・同部品は同0.9%低下した。衣料品関連など非耐久財製造業の上昇が目立った。一方、鉱業は同2.2%上昇した。設備稼働率は79.7%と0.3%ポイント低下し、うち電力・ガスの稼働率が大きく低下しており、製造業の稼働率は78.4%で前月と変わらなかった。電力・ガスが前月に続き天候要因に左右されていたことを除くと、緩やかな回復傾向が続いていると言えよう。

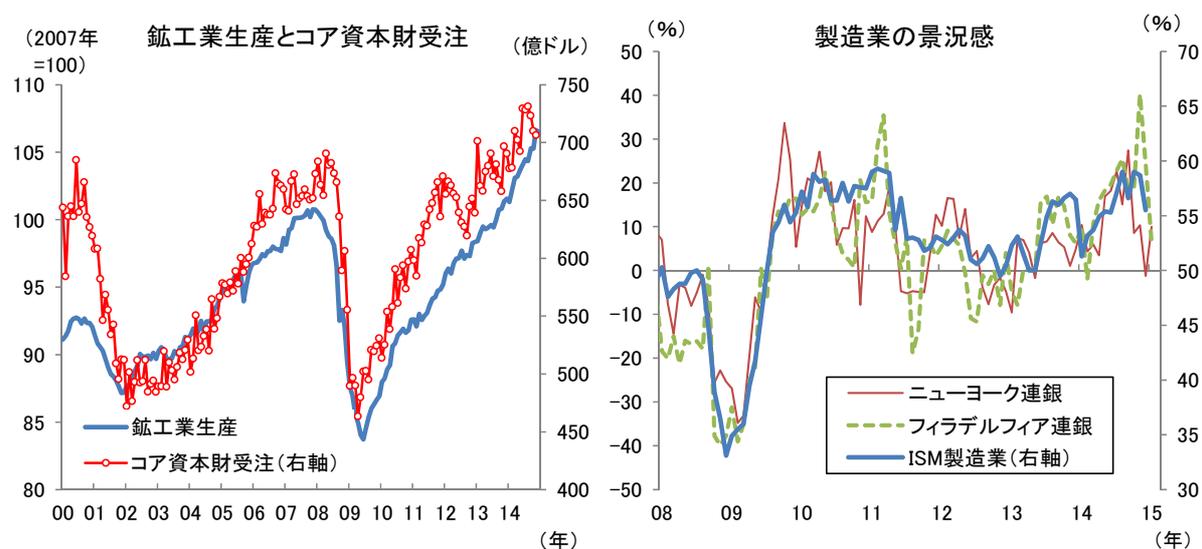
11月の耐久財受注は前月比0.9%減少した。国防関連の航空機の受注が前月に急増した反動で落ち込み、自動車・同部品の受注は増えたものの、輸送用機器の受注は減少した。コンピューター・電子製品、一次金属の受注も減少し、設備投資の先行指標となるコア資本財受注（国

防・民間航空機を除く)は、同0.5%減と3ヵ月連続で減少した。

マインド面では、12月のISM製造業景況感指数が55.5%と前月から3.2%ポイント低下した。構成指数の多くが低下したが、雇用指数は上昇した。ISMによると、原油価格低下のプラスの影響とマイナスの影響がそれぞれ出ているとされ、西海岸の港湾作業の遅れの影響も指摘されている。ISMの非製造業景況感指数は前月から3.1%ポイント低下して56.2%となり、構成指数は全て低下した。12月の中小企業のマインドは上昇しており、まちまちの結果となった。1月前半の動向を含む、ニューヨーク連銀による製造業の景況感は大きく上昇した。

非在来型の原油であるシェールオイルを開発していた企業の破綻が報じられるなど、エネルギー価格の低下は、利用者と供給者で事情が異なる。企業活動について指標はやや軟調さがうかがわれるが、10月に金融市場の乱高下があり、原油価格の急落局面を迎えていることから、もう少し様子を見る必要があるだろう。

図表5 企業活動と景況感



(注) コア資本財受注は国防・民間航空機を除く資本財受注。

(出所) FRB, Census, ISM, NY 連銀, フィラデルフィア連銀, Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

3次推計値(確報値)における2014年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率3.9%増から同5.0%増に上方修正された。1次推計値(速報値)は同3.5%増だった。需要項目を2次推計値(改訂値)と比較すると、主に個人消費と設備投資が上方修正され、在庫投資のマイナス寄与度も縮小して成長率にほぼ中立となった。国内の民間需要(個人消費、設備投資、住宅投資の合計)は、より堅調さを増したことになる。

7-9月期のGDP成長率が上方修正され、原油価格が低下したことで、2014暦年と2015暦年の成長率見通しを上方修正したが、見通しのシナリオに変更はなく、個人消費を中心とする内需

は、総じて底堅さを保つことを想定する。リスクに転化し得る不透明要因は、FRBの利上げを巡って金利が急騰することや、海外経済の減速や地政学的リスクとなるが、海外発の金融不安が発生する可能性もあるだろう。政府機関の閉鎖のような事態は想定しにくい、財政関係の問題もリスクに転化し得る。米国内発の話題は、財政問題と金融政策となる。

図表6 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	前年比(%)			
	前期比年率(%)												前年比(%)			
国内総生産	-2.1	4.6	5.0	3.0	2.9	2.8	2.6	2.6	2.7	2.7	2.9	2.6	2.2	2.4	3.2	2.7
<前年同期比>	1.9	2.6	2.7	2.6	3.8	3.4	2.8	2.7	2.6	2.6	2.7	2.7				
個人消費	1.2	2.5	3.2	3.8	3.0	2.8	2.7	2.6	2.6	2.7	2.7	2.6	2.4	2.5	3.0	2.6
設備投資	1.6	9.7	8.9	6.9	5.9	6.2	5.4	6.6	6.1	5.3	5.2	5.1	3.0	6.5	6.7	5.8
住宅投資	-5.3	8.8	3.2	6.1	7.1	7.8	6.1	6.4	5.8	6.5	5.5	6.0	11.9	1.7	6.5	6.2
政府支出	-0.8	1.7	4.4	-0.4	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-2.0	-0.1	0.6	-0.1
輸出	-9.2	11.1	4.5	6.2	3.3	4.0	4.3	4.9	4.6	5.1	4.6	4.1	3.0	3.3	4.8	4.6
輸入	2.2	11.3	-0.9	9.7	3.6	4.3	4.4	5.4	4.6	4.6	3.0	3.8	1.1	3.9	4.9	4.5
鉱工業生産	3.9	5.7	4.1	5.6	4.0	3.5	3.3	3.1	2.8	2.2	4.0	3.0	2.9	4.3	4.2	3.0
消費者物価指数	1.9	3.0	1.1	-1.2	-1.9	1.8	2.3	2.3	3.2	1.7	0.8	0.8	1.5	1.6	0.4	2.1
失業率(%)	6.6	6.2	6.1	5.7	5.7	5.6	5.5	5.3	5.4	5.3	5.3	5.2	7.4	6.2	5.5	5.3
貿易収支(10億ドル)	-125	-131	-124	-117	-97	-104	-111	-119	-123	-124	-122	-119	-476	-498	-431	-489
経常収支(10億ドル)	-102	-98	-100	-92	-69	-75	-81	-87	-91	-90	-86	-82	-400	-393	-312	-349
FFレート(期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	0.25	0.25	0.50	1.50
2年債利回り(期中平均、%)	0.37	0.42	0.52	0.54	0.66	0.89	1.07	1.34	1.53	1.66	1.79	1.92	0.31	0.46	0.99	1.73
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	2.39	2.61	2.78	3.02	3.20	3.36	3.53	3.70	2.35	2.54	2.70	3.45
国内最終需要	0.7	3.4	4.1	3.6	3.0	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	1.9	2.5	3.2	2.7
民間需要	0.9	4.0	4.1	4.5	3.6	3.5	3.2	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1	2.8	3.1	3.8	3.3

(注) 網掛けは予想値。2015年1月20日時点。

(出所) BEA, FRB, BLS, Census, Haver Analytics より大和総研作成