



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd
Economic Research Group (New York)
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

Satoko Ura 浦 賢子
Economist

+1(212)782-5710, sura@us.mufg.jp

来週・再来週の Weekly は出張のため休刊となります。どうぞよろしくお願ひ致します。

April 11, 2014

<FOCUS>

求人データが示す長期金融緩和の奏功

- 今週公表された雇用動態統計 (JOLTS) は、労働市場の需給が緩やかながら引き続き回復トレンドにあることを示した。イエレン FRB 議長が注目する 3 指標では、入職率と離職率が前回の回復局面と比べ依然低水準にあるが、求人率は前回利上げ開始期の水準を既に上回ってきている。FRB が利上げの妥当性を判断する際、こうした指標を雇用最大化と物価安定の観点から総合的に判断するため、これらの労働需給を示す指標と賃金の関係は重要だ。
- 求人率及び離職率と時間当たり賃金の関係をみると、足元の 3% 超の求人率は賃金上昇率が今後ラグを伴って前年比+3%程度まで上昇してもおかしくないことを示している。他方、離職率が今後 2% を上回ってくれば、賃金をさらに押し上げる要因になるだろう。こうした相関関係は緩やかではあるが、5 年弱の景気回復により労働需給は賃金上昇が相応に見込めるところまで改善してきていると判断される。
- 企業サーベイからも賃金上昇に向けた動きが確認出来る。今週公表された NFIB の統計では、過去 3~6 ヶ月に賃金を引き上げた企業割合 (「引き上げた」 - 「引き下げた」) が 23% と、2008 年春以来の水準へ大幅に上昇した。労働市場における需給が改善に向かうなかで、企業による賃金引き上げの動きは徐々に拡大している。
- この間、求人率と失業率の関係を示す UV 曲線は左下方へ徐々にシフトしてきた。UV 曲線の動きと賃金の関係は必ずしも明確ではなく、労働スキル面のミスマッチが大きければ人材不足による賃金上昇に繋がる可能性がある一方、企業の雇用スタンス慎重化が主因であれば賃金の押し下げ要因となる。これまでのパートタイム比率高止まりや失業率が高くなかで賃金が抑制されてきたことを踏まえると、後者の影響が相対的には大きかったのかもしれない。いずれにせよ、求人関連指標の改善傾向、賃金上昇に向けた動き、UV 曲線の下方シフトは、これまでの FRB の長期に亘る金融緩和の奏功を示すものであろう。

<INDICATOR OF THE WEEK> ごく緩やかな低下示す家計債務の可処分所得比率・・・P4.

<FOCUS> 求人データが示す長期金融緩和の奏功

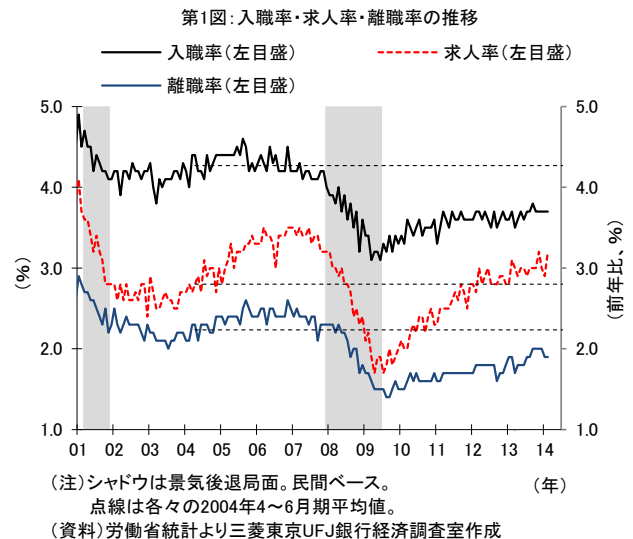
求人率は前回利上げ時の水準を回復

今週公表された雇用動態統計（JOLTS、2月データ）は、労働市場の需給が緩やかながら引き続き回復トレンドにあることを示す内容だった。

イエレンFRB議長が注目するとした雇用動態統計の中の3指標でみると（民間ベース）、入職率と離職率は悪天候も影響したとみられ、横這いとなった一方、求人率は3.2%と、昨年11月と並び今回回復局面で最も高い水準へ回復した（第1図）。

前回の回復局面と比較すると、入職率と離職率は回復基調にあるものの水準はまだ低めである。一方、求人率は順調に回復してきており、足元は前回の利上げ開始期にあたる2004年第2四半期の水準を既に上回ってきている。

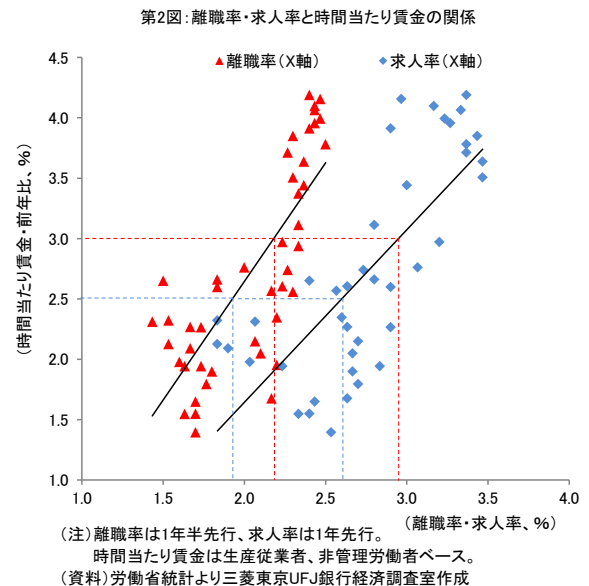
当然ながら、FRBが利上げの妥当性を判断する際、こうした指標全ての回復を機械的に待つということではない。あくまで、雇用最大化と物価安定確保の観点から総合的に判断することとなる。したがって、これらの労働需給を示す指標と賃金の関係は重要だ。労働需給の改善が賃金上昇に繋がることが展望出来れば、低インフレへの懸念払拭・物価安定達成が視野に入るためである。



賃金上昇に必要な改善幅は意外と小さい

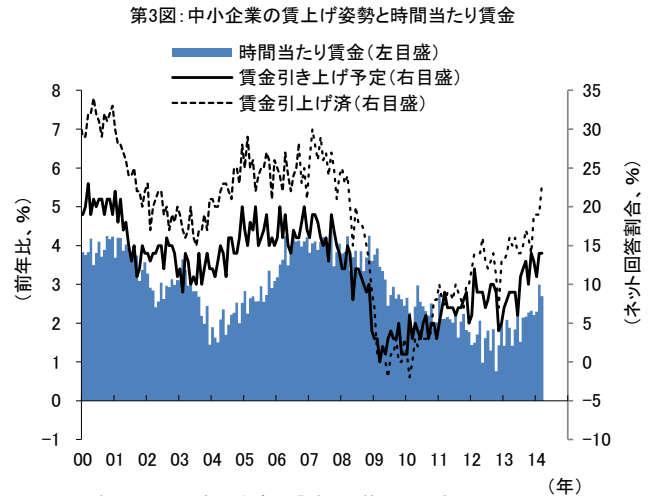
求人率・離職率・入職率はいずれも賃金に対し先行性を有するが、賃金への影響度が相対的に高いのは求人率と離職率である。これは、前者が労働市場の需給を直接的に表していること、後者はより高い賃金を求めた転職活動を表す指標であるためと考えられる。

時間当たり賃金との関係を見ると（第2図）、まず、足元の3%超の求人率は経験則的には、賃金上昇率が今後1年半程度のラグを伴って前年比+3%程度まで上昇してもおかしくないことを示している。他方、足元2%弱となっている離職率は、同+2%台半ばの賃金上昇率を示唆しているが、今後、2%を上回ってくれば、賃金をさらに押し上げる要因になることがみてとれる。賃金の決定要因は複合的であり、こうした相関関係は緩やかであることは割り引く必要があるものの、5年弱の景気回復により、労働需給は賃金上昇が相応に見込めるところまで改善してきていると判断される。



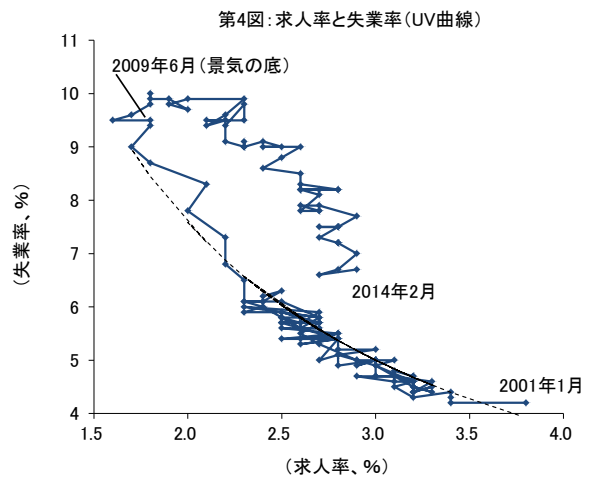
賃金引上げに動く企業サイド

企業サーベイからも賃金上昇に向けた動きが確認出来る。今週公表された NFIB（全米独立事業者協会、中小企業が対象）の統計では、過去 3～6 ヶ月に賃金を引き上げた企業の割合（「引き上げた」－「引き下げた」）が 23%と、2008 年春以来の水準へ大幅に上昇した（第 3 図）。今後賃金を引き上げるとの回答割合（同）も、当月は前月から横這いの 14%にとどまったものの、引き続き緩やかな増加トレンドにある。労働市場における需給が改善に向かうなかで、企業による賃金引上げの動きが徐々に拡大している公算が大きい。



緩やかに下方シフトする UV 曲線

この間、求人率と失業率の関係を示す UV 曲線は左下方へ徐々にシフトしてきている（第 4 図）。今回回復局面における UV 曲線は右上方にシフトし、労働市場のミスマッチ拡大を示唆してきたが、失業率の低下が進み、ごく緩やかながら従来の求人率と失業率の関係に戻りつつある。



UV 曲線の動きと賃金の関係は必ずしも明確ではない。労働スキル面のミスマッチが大きければ人材不足による賃金上昇に繋がる可能性もある一方、企業の雇用スタンス慎重化やそれに伴うパートタイム雇用への労働需要シフトなどが主因であれば、賃金の押し下げ要因となる。ただ、これまでパートタイム比率が高止まりしてきたことや、失業率が高いなかで賃金の伸びが抑制されてきたことを踏まえると、後者の影響が相対的には大きかったのかもしれない。いずれにせよ、求人関連指標の改善傾向、賃金上昇に向けた動き、UV 曲線の下方シフトは、これまでの FRB の長期に亘る金融緩和の奏功、経済の正常化に向けた歩みを示すものであろう。

(岩岡聰樹)

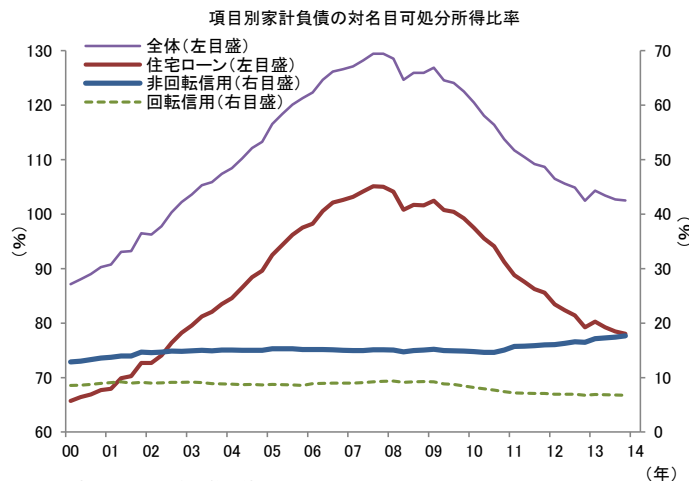
<INDICATOR OF THE WEEK> ごく緩やかな低下示す家計債務の可処分所得比率

今週発表された2月の消費者信用残高は前月比年率+6.4%と、引き続き大幅な増加が続いている。内訳ではクレジットカード等の回転信用は1月に続き減少した一方、自動車や学生ローン等の非回転信用が同+10%を超える伸びとなり消費者信用残高を押し上げている。米国の家計は、住宅バブル崩壊後、住宅ローンを中心に負債の圧縮を進めてきたが、非回転信用残高の増加はこれと対照的な動きとなっている。

負債残高を対名目可処分所得比率で見ると（下図）、非回転信用残高は2010年頃から上昇基調が鮮明となり、足元は17.7%まで高まっている。この増加分のうち、特に学生ローンの伸びが目立つ。足元の学生ローン残高は1.2兆ドル（季節調整前）と、2009年以降は自動車ローン残高（直近0.9兆ドル）を上回る状態が続いている。他方、住宅ローンと、クレジットカードが中心の回転信用の対可処分所得比率は一貫して低下してきているが、ここ1年程度は低下ペースが緩やかになっている。

この結果、家計が抱える負債全体の可処分所得比率は足元では小幅の低下にとどまっている。同比率は、住宅ローンやクレジットカード負債の減少によって足元は住宅バブル前の2000年代前半の水準まで低下していることや、景気回復持続に伴って家計所得が増加を続けるとみられることを踏まえると、家計負債、特に学生ローンが個人消費の下押し圧力になる懸念は現時点では小さいと言える。一方で、仮に学生ローンが教育費高騰や進学率上昇などの構造的要因を背景に今後も急増し続ける場合、やや長い目で見れば負債の増加が家計の消費行動へ影響する可能性もゼロではなさそうだ。

（浦賢子）



(注) 住宅ローンは季節調整前値。
 (資料) FRB、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.