

APIR Commentary No.33

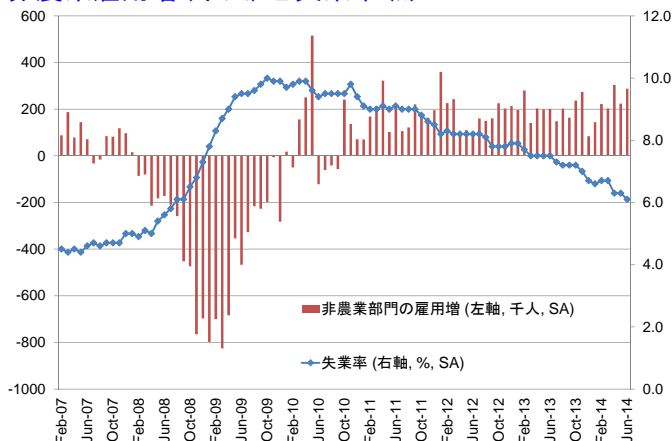
バブル形成に導く Yellen 連銀議長の異常な労働市場へのペシミズム

2%インフレ、6月の雇用統計にも動かない Janet Yellen 連銀議長

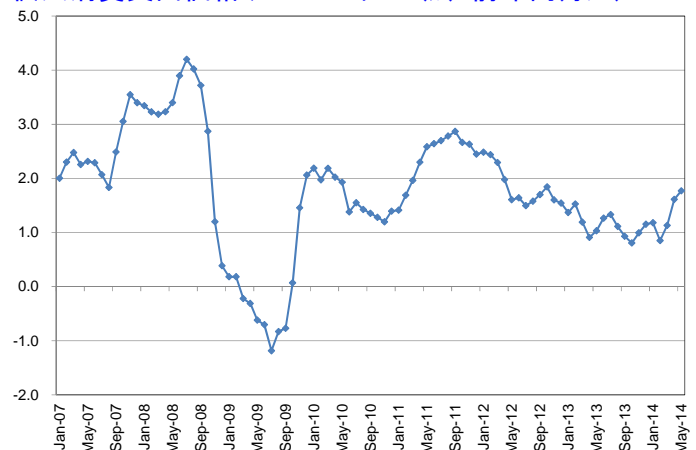
6月の民間非農業部門の雇用増が288,000と市場のコンセンサス(210,000)を大幅に超えた。図表1に見るように、年初6か月の月平均の雇用増は231,000となった。これは経済成長率が4%近くあった1999年前半の月平均249,000増以来の高い雇用増である。一方、失業率も6.1%と連銀が金融緩和政策の見直し始めるとしたthreshold(しきい値)の6.5%を大きく下回った(図表1)。6.1%の失業率というのは、リーマンブラザーズが破たんした前月の2008年8月の失業率と同じである。連銀が注目するヘッドラインインフレ率(個人消費支出価格デフレーター)も5月には前年同月比で1.8%となっている(図表2)。前月比年率では、5月のヘッドラインインフレ率は2.8%にまで上昇している。7月4日のCQM予測でも2014Q2(4-6月期)のヘッドラインインフレ率(前期比年率)は2%を超えた。連銀の2%インフレ目標は達成されていると考えられる。

このような経済統計に加えて、市場は冬の悪天候による2014Q1の経済の落ち込み(-2.9%)から2014Q2には3%以上の経済成長のリバウンドを予測している。従って、景気拡大に楽観的になった市場は政策金利(フェデラルファンドレート)の引き上げが早まると予想し始めた。しかし、労働市場に経済のslack(余剰)をみるYellen連銀議長は金融政策の正常化を早める様子はない。

図表1
非農業雇用増(千人)と失業率(%)



図表2
個人消費支出価格デフレーター(%, 前年同月比)



Yellen 連銀議長がこだわる労働市場

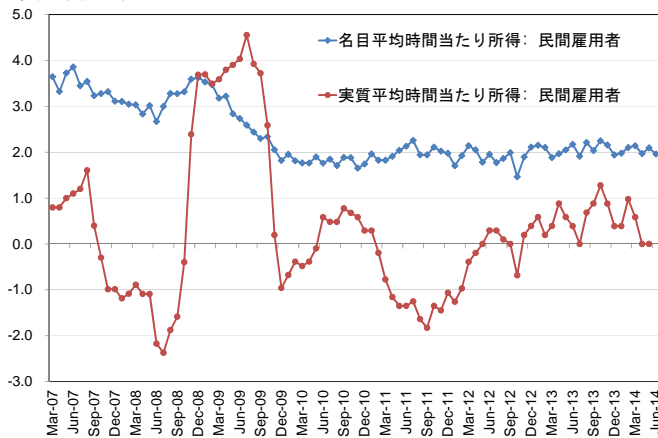
Yellen 連銀議長がどのように経済を見ているかを知るには、4月16日のNYエコノミッククラブでの“Monetary Policy and the Economic Recovery”の講演が手掛かりになる。彼女は2016年末には失業率が5.2%~5.6%になり、インフレ率は1.7%~2%になると予想し、リーマンショック後ほぼ10年して最大雇用と物価安定が達成できると述べている。しかし、その講演後3か月もしないうちに、失業率は6.7%から6.1%にまで急速に低下した。1%程度だったインフレ率も2%程度にまで急上昇し始めた。この最近のインフレの上昇をYellen連銀議長は何故か“noise(雑音)”と簡単に片づけ、連銀の2%インフレがまだ達成されていないことを

暗示している。もちろん、2%インフレを認めてしまえば、物価抑制の観点から異常なゼロ金利政策の維持に対して説得力がなくなるからだ。

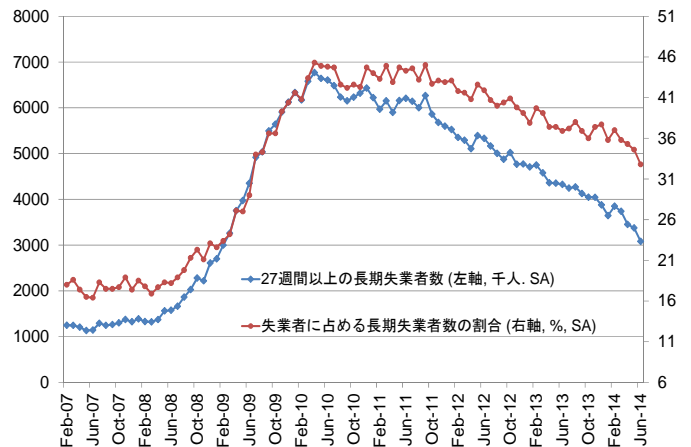
彼女が異常なゼロ金利政策にこだわる理由には“雇用の最大化”の目標達成が未だ程遠いと考えていることにある。彼女は労働市場にはまだ slack があるからだという。労働市場の slack を表す最も良い指標は失業率であるが、彼女は次のような労働市場の指標に言及し、まだまだ“雇用の最大化”は達成されていないと考えている。

- 低い名目賃金率の上昇（図表 3）
- 多い長期失業者数（図表 4）
- 多いパートタイム労働者（図表 5）
- 低い労働参加率（図表 6）
- 低い自発的離職率（図表 6）

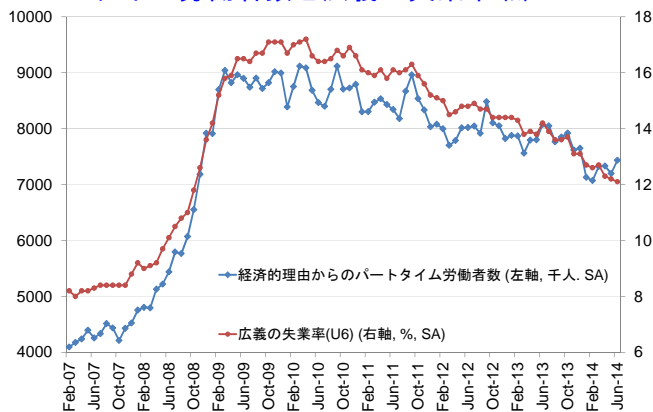
図表 3
名目・実質平均時間当たり所得、民間雇用者(%, 前年同月比)



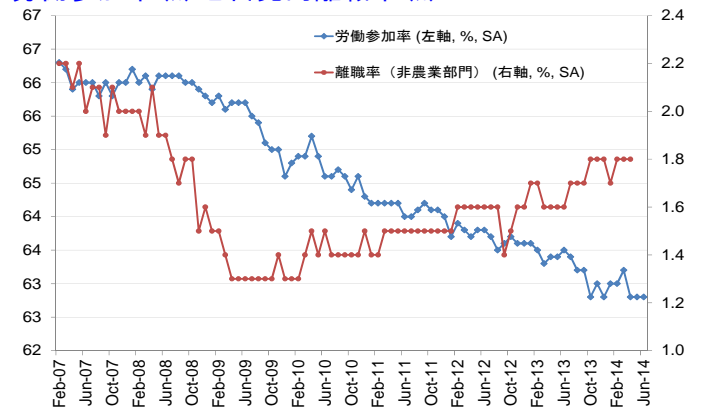
図表 4
27 週間以上の失業者数と失業者数に占める比率(%)



図表 5
パートタイム労働者数と広義の失業率(%)



図表 6
労働参加率(%)と自発的離職率(%)



低い名目賃金率の上昇

Yellen 連銀議長が最も懸念しているのは名目賃金率がリセッション前の 4% (前年同月比) から 2%程度にまで落ちていることである (図表 3)。連銀の物価安定が 2%のインフレ率であることから、彼女が満足するには名目賃金率が少なくとも 3%の伸び率にならなければならないだろう。彼女はゼロ金政策の維持による労働

市場の逼迫により名目賃金が上昇すると考えている。図表 3 に見るように、物価安定をわざわざ 2%にすることなく、1%で満足していれば実質賃金率は少なくとも 1%は上昇しているのである。そもそも、物価安定とはインフレ率をある一定の範囲(0%~2%)に抑え、インフレ(デフレ)がその範囲を超えて加速するのを防ぐことである。

長期失業者数の増加

長期失業者数がリセッション前の約 100 万人から 2010 年初期のピークには約 700 万人まで増加したが現在では 300 万人程度にまで減少してきている(図表 4)。失業者数全体に占める長期失業者数の比率はリセッション前の 18%からピーク時には 45%にまで上昇したが、現在では 30%程度にまで低下してきている(図表 4)。Yellen 連銀議長は急増した長期失業者が最終的には労働市場に戻ることはできず、労働参加率の低下となることを懸念している。今の経済の IT エコノミー化を考えると、IT についていけない労働者が労働市場から取り残される可能性は十分にある。問題は、金融政策において構造的な問題を抱える長期労働者を減少させることは無理だということである。

パートタイム労働者の増加

実際にはフルタイムジョブを得たいにも関わらず、経済的な理由からパートタイムについている労働者の増加も Yellen 連銀議長は労働市場の slack の一つの指標とみている。このパートタイム労働者数はリセッション前の約 400 万からピーク時には 900 万を超えたが、今では 700 万程度にまで低下してきた(図表 5)。長期失業者に比べて改善の度合いは悪い。通常の実業者に“就業を希望しているが仕事がなく職探しをあきらめた人”、“フルタイムの就業をあきらめてパートタイムで働く人”を加えた広義の失業率(U6)でみると、U6 はリセッション前の 8%程度からピーク時には 17%程度になり、今では 12%程度にまで低下してきている(図表 5)。U6 失業率のほうが通常の実業者よりも経済の実態をより良く表すという見方もある。

労働参加率の低下

当初連銀は景気の拡大、雇用増、失業率の低下という非常にシンプルな発想をしていた。それ故、毎月 200,000 の雇用増の状況になれば、徐々に連銀の想定している失業率の threshold の 6.5%になると計算していた。しかし、労働参加率の急速な低下により、失業率も低下することから、想定した以上の速さで失業率が低下してきた。それ故、threshold を 5%~5.5%に変えるなどの意見も連銀エコノミストから出された。労働参加率はリセッション前の 66%からほぼ一貫して下降トレンドを形成し、今では 63%程度にまでなっている(図表 6)。労働参加率というのは労働人口において、職を持つ労働者、職探しをする労働者の割合である。すなわち、労働参加率の低下が異常ならば現在の 6.1%という失業率が労働市場の改善を過大に評価しているということになる。

低い自発的離職率

労働市場が改善するにつれて、自発的な離職率が高くなる。すなわち、失業への懸念なくより良いジョブ探しができる。自発的離職率はリセッション前には 2.2%程度であったが、失業率が 9%を超えた 2009 年 4 月には 1.3%にまで低下し、現在では 1.8%程度にまで改善をしている(図表 6)。

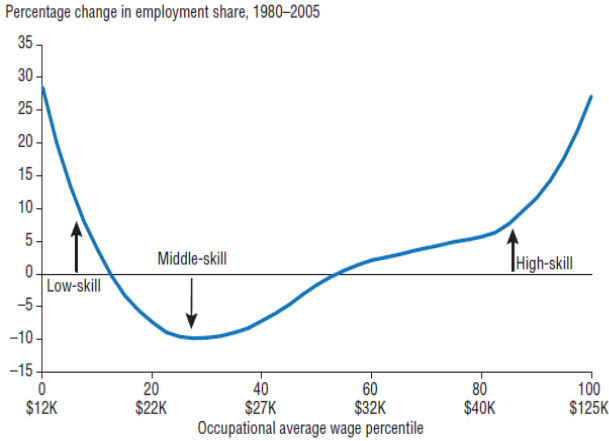
金融政策の限界

Yellen 連銀議長が労働市場に slack を見出すのは良いが、問題は金融政策がそれらの解決に役立つかどうかである。まして、市場が少なくとも 3%以上の経済成長を予想し、インフレ率が 2%に達している時に、労働市場の slack に執着し、異常な低金利政策を維持すれば、インフレの加速化、投資家を一層のリスク資産に向かわせバブルの形成を促すことになる。金融政策が Yellen 連銀議長が注目する労働市場の slack の解決に

効果的に働くとは思われない。例えば、元 Obama 政権の経済アドバイザーであったプリンストン大学の Alan Kruger 教授は長期失業者対策には彼らを雇う雇用者への優遇税制、政府によるジョブサーチ援助などの金融政策とは異なる対策が必要と述べている。彼は、Milton Friedman 教授がかつて金融政策者に警告したように“連銀は金融政策の限界に気づくべき”と言っている(注 1)。

経済政策者は IT 革新により、経済構造が大きく変化していることに気づくべきである。ダラス連銀の Economic Letter “Middle-Skill Jobs Lost in U.S. Labor Market Polarization”はこのことを実証的に裏付けている。

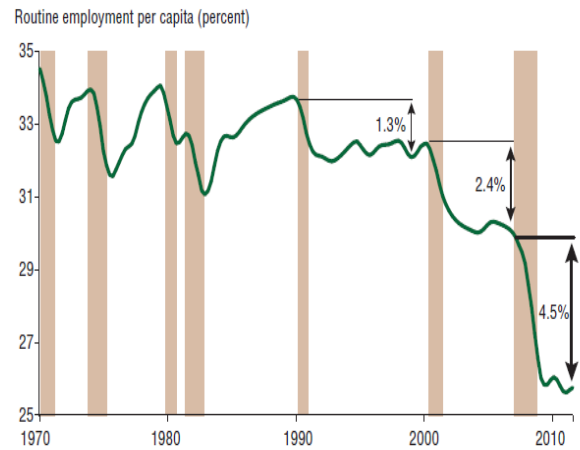
図表 7
1980 年以降のミドル・スキル職シェアの減少



NOTE: Dollar amounts are annual income in 2004 dollars.

SOURCE: Adapted with permission from “The Growth of Low-Skill Service Jobs and the Polarization of the U.S. Labor Market,” by David H. Autor and David Dorn, *American Economic Review*, vol. 103, no. 5, 2013, pp. 1553–97.

図表 8
リセッション後に落ち続けるルーティーン職



NOTE: Shaded bars indicate National Bureau of Economic Research dated recessions.

SOURCE: Adapted with permission from “The Trend Is the Cycle: Job Polarization and Jobless Recoveries,” by Nir Jaimovich and Henry E. Siu, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper no. 18334, August 2012.

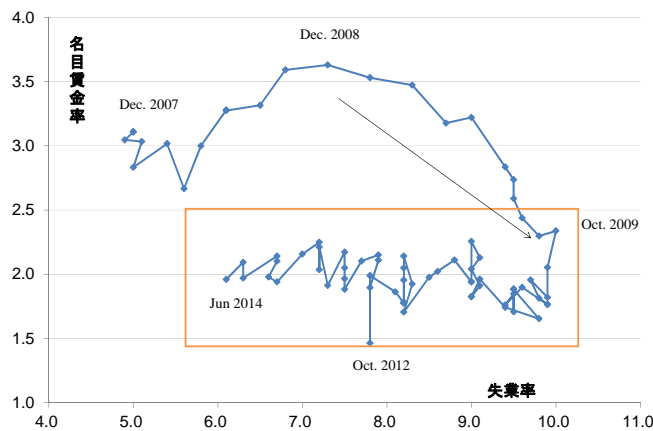
(出所) Economic Letter “Middle-Skill Jobs Lost in U.S. Labor Market Polarization” Vol. 9, No. 5, May 2015, Anton Cheremukhin, Chart 1 and Chart 6

図表 7 は Middle-Skill 職が 1980 年以降減少していることを示している。Middle-Skill 職には管理職、事務仕事などのルーティーンな仕事が多いことから、コンピューター化されやすい。一方、Middle-Skill 職についていた特に教育年数の少ない男性が Low-Skill 職に移行していると言う。図表 8 はリセッション後に失われたルーティーンな職が元のように回復しないことを示している。これは IT による労働との代替である。このような具体的な事例は事欠かない。専門職などの High-Skill をもつ労働者にとって、IT は労働と補完的な傾向が強い一方、Middle-Skill, Low-Skill 労働に関して、IT は労働と代替的な傾向が強い。IT 投資コスト、IT の収穫逓増の性格を考えると、Middle-Skill 職の代替が最も容易である。多くの旅行社が Expedia.com, Agoda.com にとって代わられたことを考えれば理解できる。規模の小さなレストランでは IT 化のコストよりも低賃金労働者を雇うほうがコスト安だが、規模が大きくなれば IT 化による労働コストの低下が可能になる。例えば、テーブル数が 30 程度ある居酒屋では、店案内、会計の従業員を 3-4 人に抑え、顧客にはすべて注文をテーブルに備えたディスプレイからさせ、大幅に人件費のコストダウンができる。

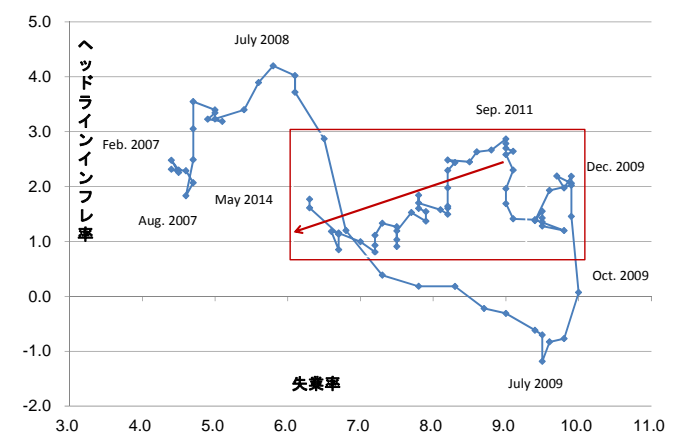
名目賃金の上方硬直性

Yellen 連銀議長は異常な金融緩和政策を維持し、労働市場が逼迫してくれば賃金は上昇すると考えている。もちろん、物価上昇以上に名目賃金が上がらなければ、連銀の金融政策は失敗に終わる。

図表 9
名目賃金率 (%、年同月比) vs. 失業率 (%)



図表 10
ヘッドラインインフレ率 (%、年同月比) vs. 失業率 (%)



図表 9 はリセッションが始まった 2007 年 12 月から 2014 年 6 月までの失業率と名目賃金率(前年同月期)の関係を示している。2008 年 12 月から 2009 年 10 月において、失業率が高まるにつれて、名目賃金率も低下している。しかし、2009 年 10 月に失業率が 10%にまで上昇した後、2014 年 6 月に 6.1%にまで低下したが、名目賃金は上昇せず、ほとんど 2%の伸び率となっている。あたかも、“名目賃金の上方硬直性”の状況となっている。この名目賃金の上方硬直性を説明する仮説として、IT コストの急速な低下が考えられる。すなわち、IT 化のコストが急速に低下していることから、小規模な Low-Skill 職に関しても労働との代替が可能になっていると考えられる。このような状況においてインフレが 2%を超えるようになれば、実質賃金はマイナスとなり金融政策の失敗からリセッションに陥るだろう(注 2)。

自然失業率の考え方は今も有効か

図表 10 は失業率とヘッドラインインフレ率(フィリップス曲線)の関係を示しているが、失業率が 2011 年 9 月の 9.0%から 2014 年 5 月には 6.3%にまで低下したが、予想に反してインフレ率が下方トレンドにあったことを示している。典型的なフィリップス曲線を示しているのは 2008 年 7 月から 2009 年 7 月の期間だけである。おそらく、連銀は自然失業率を信じて、失業率の threshold を決めていたとすれば、大きな間違いを犯す。これも IT 革新が影響しており、IT 化により大幅なコストダウンが日夜なされているのである。Google などによるサーチコストの大幅な低下を考えれば理解できる。

バブル懸念の少ない Yellen 連銀議長

金融政策の労働市場対策への限界が警告される一方、Yellen 連銀議長は 7 月 2 日の IMF における講演 “Monetary Policy and Financial Stability”において、彼女はバブル潰しに金融政策を使うことに大きな限界があると述べている。彼女は今の米国経済に対して“金融安定上の問題に対処するために、物価安定と雇用の最大化という主な目的から金融政策を逸脱させる必要性は、現時点においては無い”と述べている。彼女の金融安定化対策(バブル対策)への考え方はマクロプルーデンス政策(金融機関の規制と指導)によって金融が不安定化した時、金融政策よりもより直接的に、またより効果的に対応できるというものである。Yellen 議長は最近の雇用拡大から市場が景気に非常に楽観的になっているにも関わらず、ゼロ金利政策から脱出する気配を毛頭みせてはいない。このような状況において、投資家が利回りを追求し、リスク資産への投資に向かうのは当然である。Jeffrey Lacker リッチモンド連銀総裁は最近のインフレの上昇を”noise”とは認めてないが、Yellen 連銀議長は最近のインフレの上昇も “noise”と無視し、投資家のリスクテイクへの抑制に

はあまり関心を示さず、労働市場の slack に拘り、ゼロ金利政策の維持への意志は固い。まさに、バブルへの下地ができたと言える。もしも、2014Q2 の経済成長率が市場・連銀エコノミストが予想しているような 3%を大きく超える成長率にならず、単に 2014Q1 の-2.9%の経済成長率を丁度相殺する程度に終わり、その成長率に在庫が大きく寄与していることを知った時、市場は今の株価上昇をもたらすほどの持続的な高経済成長率になっていないことに気づくかもしれない。その時には、以外と早く株価のコレクションが生じるだろう。7月10日の時点で Shiller P/E (株価収益率)は 25.9 と過去の平均水準の 16.6 をすでにかなり上回っている。ノーベル経済学者のコロンビア大学の Joseph Stiglitz は“最近の強い株価はある意味では弱い経済の兆候であり、今後の実体経済への強い回復をもたらすという兆候ではない”と述べている。

(注1) Milton Friedman 教授が彼のアメリカ経済学会のプレジデント就任時の講演(1967年12月29日)で次のように述べている:

“...we are in danger of assigning to monetary policy a larger role than it can perform, in danger of asking it to accomplish tasks that it cannot achieve, and, as a result, in danger of preventing it from making the contribution that it is capable of making.”

(注2) Yellen 連銀議長は次のように言っている:

“My own expectation is that, as the labor market begins to tighten, we will see wage growth pick up some to the point where ... nominal wages are rising more rapidly than inflation, so households are getting a real increase in their take home pay,” she said last week, adding: “If we were to fail to see that, frankly, I would worry about downside risk to consumer spending.” Howard Schneider, “Yellen may be poised to rewrite Fed’s rule book on wages, inflation” ロイター2014年6月25日

参考文献

Anton Cheremukin “Middle-Skill Jobs Lost in U.S. Labor Market Polarization” *Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Letter*, Vol. 9, No. 5, May 2014, Vol. 9, No. 5, May 2014

Janet Yellen “Monetary Policy and Financial Stability” Board of Governors of the Federal Reserve System, July 2, 2014

Janet Yellen “Monetary Policy and the Economic Recovery” Board of Governors of the Federal Reserve System, April 16, 2014

Joseph Stiglitz “Last Words” U.S.A. Today July 8, 2014

Milton Friedman “The Role of Monetary Policy” *American Economic Review* 58 (March 1968): p. 5

<ITeconomy Adviors 社 CEO 熊坂侑三 contact@apir.or.jp 06-6485-7690>

- ・本レポートは、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当研究所の見解を示すものではありません。
- ・本レポートは信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された内容は、今後予告なしに変更されることがあります。