

経済を読む眼

米国の NAIRU が上昇している可能性とその金融政策への含意*

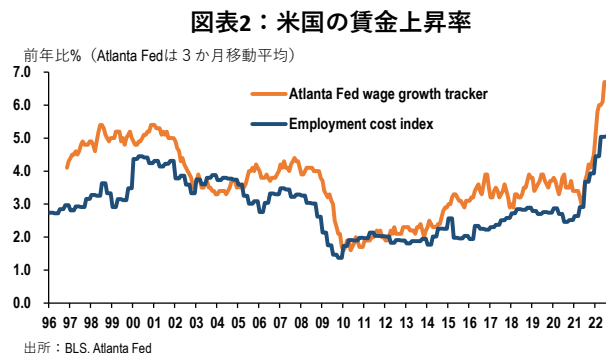
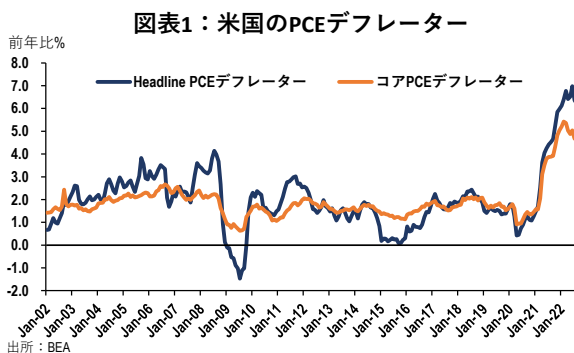
2022 年 11 月 10 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

1. 米国労働市場の NAIRU は上昇しているのか？

米国では、現在でも 9 月コア PCE デフレーター上昇率がピークからやや鈍化したとは言え、前年比 5.2% と依然として非常に高く、2% のインフレ率に向けて明確に鈍化しているとは判断できない（図表 1）。しかも、労働需給の逼迫から賃金もここ数十年で最も高い伸び率にまで上昇しており、財の需給逼迫からバトンタッチされる形でインフレ率上昇の牽引役としてサービス価格を押し上げている（図表 2）。



市場の注目は、Fed がどこまで利上げを行うかに集中している感があるが、この賃金に牽引される国内インフレを抑制するためには、労働市場の過熱の程度、言い換えれば NAIRU（インフレ率を加速させない失業率、Non-accelerating inflation rate of unemployment）¹がどの水準にあり、現実の失業率がそこからどの程度乖離しているか、の判断が重要となる。NAIRU が高ければ、現在の失業率が労働市場の相当な逼迫を示唆し、今後失業率を大きく上昇させないと、労働市場の需給が緩まないからだ。米国の失業率は 10 月時点で 3.7% まで低下しているが、Fed は米国の longer-run の失業率を 4.0% とみなしているので、NAIRU からの乖離幅は小さいことになる。しかし Fed は、金利ドット中央値で政策姿勢を示しているとすれば、9 月には FF 金利を 4%

* 本稿は、11 月 5 日現在のデータに基づいている。

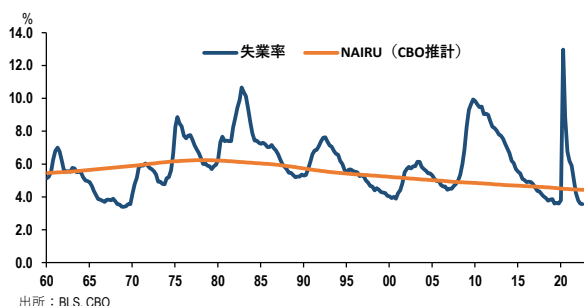
¹ NAIRU は自然失業率と同義に使われることが多いが、厳密には、自然失業率は長期的にみて、インフレ率に関係なく、一定の水準で構造的に存在する失業率の概念であるのに対し、NAIRU は、インフレ率を加速させずに維持できる失業率の下限を指す、より短期的な概念である。

台半ばまで引き締めることによって、2023 年末に失業率をこの 4.0%を上回る 4.4%まで上昇させることで、インフレ率を 2%近辺に軟着陸させることを狙っていたと読める。

そもそも NAIRU の水準の特定は難しく、議会予算局（以下、CBO）の推計でも、NAIRU は 4.4%と Fed の longer-run 失業率よりもやや高い。もしも CBO の推計が正しければ、Fed は失業率を NAIRU 近辺に戻すことしか狙っていないことになる。しかも、CBO 推計をもってしても、最近の失業率の NAIRU からの乖離幅は小さい（図表 3）。この乖離幅は、高インフレを経験した 1960～70 年代のみならず、2000 年頃の IT バブル期の過熱と比べても小さく、現在の賃金上昇率がこの数十年間で最も高いこととは整合性がとれていないように見える（前掲図表 2）。

ここからは、実際の NAIRU がもっと高く、現在の失業率との乖離幅がもっと大きい可能性が示唆される。実際、コロナ禍を境に経済活動が変質するに伴い、労働市場が構造変化を起こしている可能性があることには注意したい。米国の学界においても、NAIRU、あるいは金利に引き直した概念である自然利子率（経済・物価に対して

図表3：米国の失業率とCBO推計NAIRU

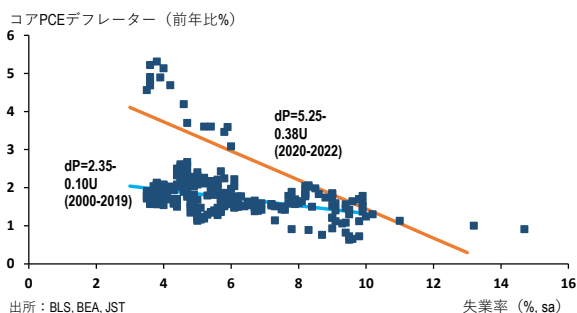


引き締めの的にも緩和的にも作用しない中立的な実質金利水準）が最近では上昇しているのではないかと、との問題意識に基づく研究が盛んになっている。以下では、NAIRU は CBO や Fed が想定しているよりももっと高いとみるべきかを考察し、その帰結が Fed の金融政策に及ぼし得る影響を考える。

2. 米国のフィリップス曲線のスティープ化は NAIRU 上昇を直接映じてはいない

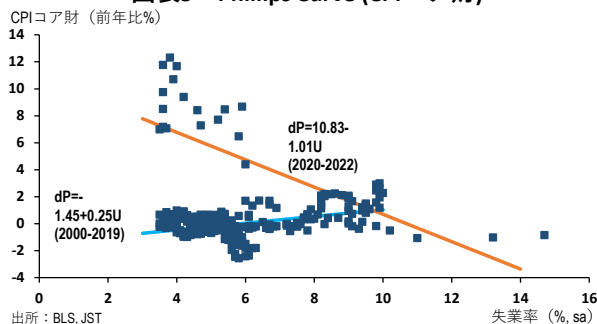
まず、NAIRU がコロナ禍以降に上昇しているとすれば、いずれは失業率とインフレ率の関係を表すフィリップス曲線はコロナ禍を境に形状がスティープ化するか、上方にシフトする筈だ。この点、確かに、2000 年以降のフィリップス曲線をコロナ禍以前（2000～19 年）とそれ以後（2020 年～現在）に分けてトレンドをひくと、コロナ禍以降にその傾きが明らかにスティープ化している（図表 4）。ここから、NAIRU が大きく上昇していると論じるエコノミストが最近は増えているようだ。

図表4：Phillips Curve (コアPCEデフレーター)

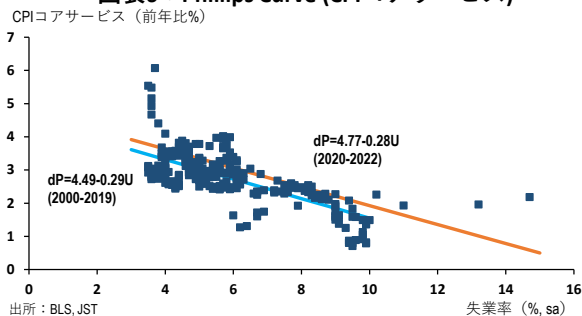


しかし、フィリップス曲線を更に細かく見ると、財価格の方で傾きがステイプ化しているのであって、サービス価格にはステイプ化がみられていない（図表5、6）。賃金上昇の影響は主としてサービス価格に出るのであって、財価格は、コロナ禍で財需要が急増する中で供給制約が一時的に深刻化した影響を主として受けているとみられるため、このフィリップス曲線のステイプ化をもってNAIRUが上昇したと結論付けるには無理があろう。たとえ実際にNAIRUが上昇しているとしても、賃金上昇率の加速は最近の現象なので、フィリップス曲線の形状に明確に現れるには時間がかかると思われる。

図表5：Phillips Curve (CPIコア財)



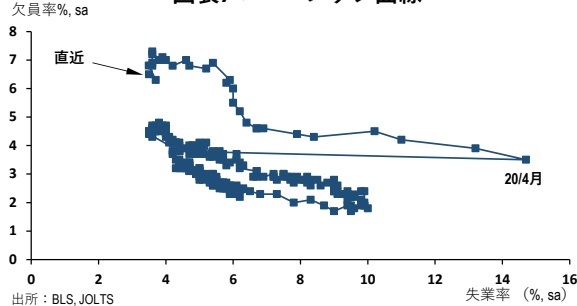
図表6：Phillips Curve (CPIコアサービス)



3. コロナ禍以降の産業間雇用ミスマッチ増加がNAIRUを押し上げ

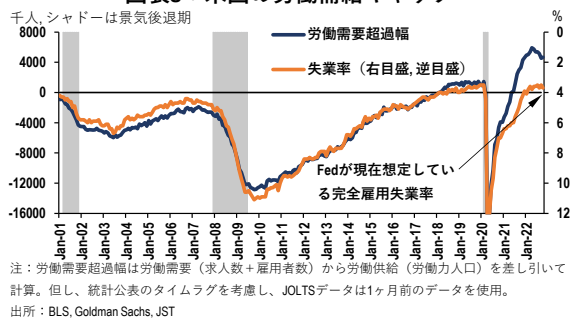
そこで、労働市場を直接見ていくことにしよう。NAIRUが上昇するとすれば、雇用の需給にミスマッチが拡大している場合である。まず、この観点から、2000年以降の欠員率と失業率の関係を示すベバリッジ曲線を描いてみると、コロナ禍が明確になった2020年4月を境に、最近に至るまで明らかに右上にシフトしている（図表7）。これは世界金融危機時（2008～09年）にもみられなかった現象であり、コロナ禍を契機に、雇用のミスマッチも拡大していることが示唆されている。

図表7：ベバリッジ曲線



さらに、米国の労働需要（雇用者数と求人数の合計）と労働供給（労働力数）のギャップを推計し、労働の需給が一致する点とFedが推計しているlonger-runの4%の失業率が整合的かを確認すると（図表8）、今次局面では、労働の超過需要幅がこの20年にない程大きくなっている。これは、現在の

図表8：米国の労働需給ギャップ



失業率（3.5%）が longer-run の失業率からそれほど大きくは離れていないとの見方では説明できない。このように、どちらの分析からも、NAIRU は 4% 近辺から大きく上昇している可能性が高いことが示唆されている。

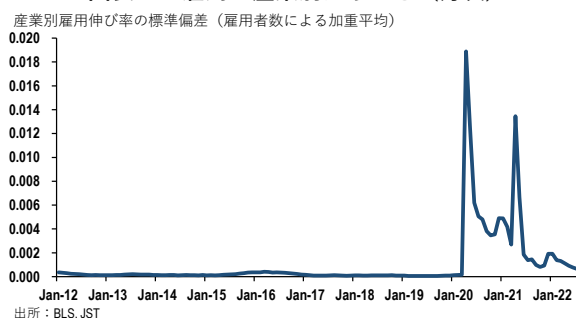
こうしたミスマッチは、雇用需要の伸びのばらつきが産業別に大きくなったり、これまでの雇用需要の伸びのパターンが産業別に大きく変わった時に生じ易い。労働にはその産業に適した技術が必要なので、労働力がこうした雇用需要の変化に柔軟に応じられない可能性が高いからである。産業毎の雇用のばらつきをみるために、Lilien index と呼ばれる、雇用の伸び率について産業毎に標準偏差をとり、雇用者数で加重平均した index を作成し、部門間ショックの大きさを計算した（図表 9）²。結果をみると、コロナ禍における雇用需要のばらつきは、1960 年代以降でみると最大となり、第 1 次石油危機時、世界金融危機時がこれに次ぐ規模となっている。コロナ禍の発生によって、人々が外出できなかったことによって、レジャーや外食をはじめとするサービス産業の需要が急減するとともに、耐久消費財の需要が歴史的な高まりをみせたことで、雇用需要がサービスから財へと大きくシフトしたためとみられる。

では、ここで示唆された NAIRU の上昇は、いつまで続くのであろうか。まず、ベバレッジ曲線のコロナ禍以前のエリアへの回帰はまだみられていない（前掲図表 7）。さらには、雇用のばらつきを月次ベースでやや細かく見れば、2020 年のコロナ禍発生直後に急上昇した後、一旦低下したが、コロナ禍が薄れていく 2021 年春から再上昇している。これは、2021 年から雇用需要が財関連の産業からサービス業へと再シフトしてきているため、現在でもコロナ禍前の水準には戻っていない（図表 10）。いずれからみても、NAIRU は、将来は雇用のミスマッチの解消に連れて低下する可能性があるものの、それには今暫く時間がかかりそうだ。

図表9：雇用の産業別ばらつき（年平均）



図表10：雇用の産業別ばらつき（月次）



² Lilien, David (1982), “Sectoral shifts and unemployment”及び Lilien, David (1982) “A Sectoral Model of the Business Cycle” が提唱したばらつき指標（Lilien index）の有用性についてはいろいろな議論があり、その後様々な拡張が行われている。ここでは、あくまでも当たりをつける目的で、Lilien index の簡便な作成方法を使用した。なお、今回の分析に Lilien index を使用するという視点は、Feroli, Michael (2022), “US: It’s only natural to expect higher unemployment”を参考にした。ただし、計算方法は異なる。

4. NAIRUの上昇は金融政策の引き締め強化を促す

本稿の分析結果では米国のNAIRUは4%を大きく上回っている可能性が高く、Fedの金融政策は現在の失業率（3.7%）を4.4%までの上昇にとどめるのではなく、もっと高くなるまで引き締めなければならないことを示唆している。

なお、金融政策への含意を考えるうえでは、NAIRUの上昇が自然利子率（経済・物価に対して引き締めのにも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準）に及ぼす影響も、併せて考慮しなければならない。現実の実質金利と自然利子率の乖離幅が金融引き締めの程度を決めるからである。議論の詳細は省略するが、自然利子率が潜在成長率に近い推移をし、失業率と需給ギャップの間にオークンの法則が成立するとの前提に立てば、NAIRUの水準は自然利子率に影響しないものの、NAIRUの変化率は自然利子率を変動させる³。米国が、コロナ禍の開始直後のようにNAIRUが上昇している途上と思われる時期には自然利子率を引き下げ、当時の金融緩和効果を幾らか弱める方向に働いた可能性がある。しかし、現在のように、NAIRUが少なくとも上昇過程を終えている局面では、自然利子率を下げることはないので、NAIRUの変動が当面の利上げの効果を損なうことはないだろう。

現在のFedは、インフレ率の上昇への対応がbehind-the-curveとなった結果、インフレ抑制に失敗するリスクを回避するため、金利上昇の効果がタイムラグを伴って実際に顕在化するところを十分に見届ける余裕もなく、引き締めに対して前傾化しているように見える。Fedは9月金利ドットの中央値が政策の指針であったとすれば2023年中にFF金利4.6%を目指していたことになるが、パウエル議長は11月FOMC後の記者会見において、今後の利上げペースの鈍化を示唆しつつも、FF金利のターミナルレートが9月時点の予測よりも高くなるだろうと述べており、引き締め姿勢を強めている。その際、パウエル議長はこの後の記者会見において、米国はベバレッジ曲線上の傾きが急なところにいるので（前掲図表7の左上）、今後労働需要が減退する場合、過去の平均に比べて求人数が大きく下がる（図表7では下方に移動）一方で、失業率の上昇幅は小さい（図表7での右方への移動が限定的）という意味で、通常よりも好ましい雇用環境にある、と述べていた。しかし、かなり短期の景気サイクルとしてはそうであるとしても、Fedがどこまで引き締めを行うかを判断するうえで本稿の分析の通りNAIRUが想定より高い可能性が高いのであれば、いずれは失業率をもっと高める必要性が議論されるのではないか。ただ、本稿の考察の範囲外であるが、Fedの金融引き締めが金利上昇のみならず為替変動や資産効果等の経路も通じて予想以上に強い効果をもたらす場合には、失業率が結果的に大きく上昇する可能性も否定はできないだろう。したがって、Fedが金利ドットで想定してきた以上にどこまで引き締めを強化するかを考える際には、労働市場の逼迫度の先行きを考えるうえで、NAIRUがどこまで高くなっているのかと、現在の金融政策姿勢の下で実際の失業率がどのようなスピードでNAIRUに向かっていくか、という両方の判断が鍵になるだろう。

³ 廣瀬・鎌田（2002）、「可変NAIRUによるわが国の潜在成長率」を参照。

著者紹介：鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年のFinancial Stability Board発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月までJPモルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくはURL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容はJSTの管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。