

経済を読む眼

米国で失業率の上昇を伴わないインフレの収束は達成できるか？¹

2024 年 1 月 29 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 関東享佑

要旨

1. 米国での最大の懸案である、失業率の大幅な悪化を伴わずに賃金上昇率の鈍化を通じてインフレを収束させられるのかを、on-the-job search モデルに基づいて賃金決定メカニズムまで包含して考察した。
2. まず世界金融危機以降コロナ禍の直前までは、自発的な転職（on-the-job search）が長期間減少を続け、企業間賃金競争（interfirm wage competition）が強まらなかったことが、失業率が低下しても低インフレを醸成した背景にあると示唆される。
3. コロナ禍後の雇用の動きは、(a)コロナ禍でのロックダウンに伴い雇用需要が大幅に減少するとともに雇用のミスマッチも生じて失業率が大幅に上昇した後、(b)経済のリオープニングに伴い雇用需要・ミスマッチともに元の方向に戻って失業率が大幅に下がり、更に(c)2021～22 年春になると雇用需要の増加と共に自発的な転職が増えた。労働の再配分が進捗し、企業間賃金競争を急速に強めたことが、賃金の大幅上昇に繋がった。(d)2022 年春以降は、雇用需要が緩やかに減退すると共に、自発的な転職もコロナ禍前の水準にほぼ戻っているため、失業率の悪化を伴わないまま欠員率が急降下。企業間賃金競争も強まらなかったため、フィリップス曲線が下方にシフトしたことが、賃金上昇率の急速な鈍化をもたらした。
4. 今後も、暫くは経済成長率が鈍化し労働需要が緩やかに減退する下で、転職志向がさらにある程度弱まり、企業間賃金競争の弱まりを通じてインフレの鈍化が続く可能性が高いと考えられる。但し、経済の先行きに対する不確実性が低下しており、これが自発的な転職インセンティブを高めるならば、企業間賃金競争がそれほど弱まらない可能性に注意したい。
5. また、現在 5.3%の欠員率が 4.5%近辺を下回ると、失業率が大幅に悪化するリスクが高い。欠員率の低下をそこまですとどめるよう、金融政策を注意深く運営すれば、経済のソフトランディングを展望できるだろう。

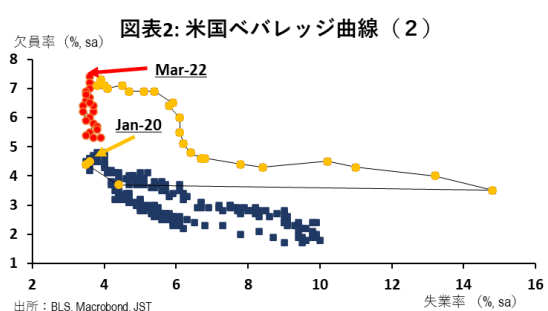
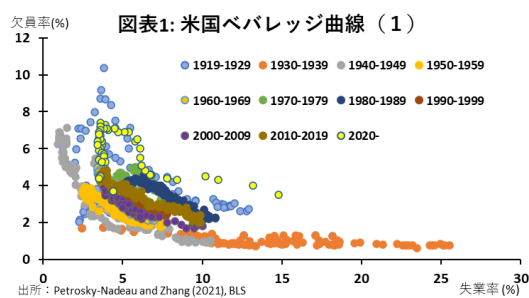
¹ 本稿は、2024 年 1 月 18 日現在のデータに基づいている。

1. はじめに

我々は昨年秋²、労働のベバレッジ曲線を基に、米国の失業率が大幅に悪化することなしにソフトランディングする可能性を論じ、経済が相当なナローパスを辿る必要がある、金融政策には難しい舵取りが要求されることを論じた。それから4ヶ月が経ち、失業率が悪化することなしに賃金上昇・インフレ率の鈍化が顕著になってきている。前回のノートでは雇用需給のマッチングには踏み込んだが、賃金上昇率の形成メカニズムには踏み込まなかった。本稿では、on-the-job search モデルを用いて転職とその賃金への影響まで踏まえた、同モデルで説明し切れない点には他の分析手法も交えることで、インフレ率の収束へのインプリケーションを考察し、経済のソフトランディングの道筋が一定の条件下でみえてきたとの推論を示すこととしたい。

2. 失業率と欠員率の関係～最近は上昇しない失業率

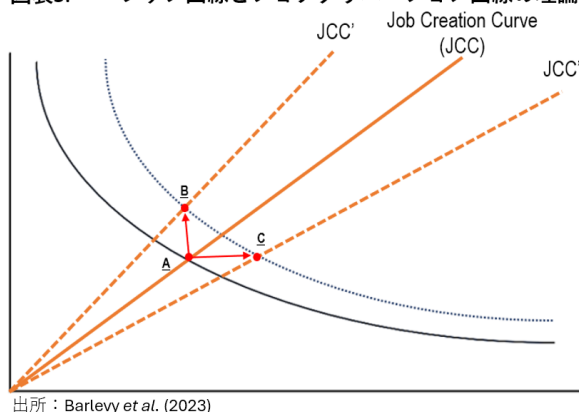
まず、米国の欠員率と失業率の関係を表すベバレッジ曲線を 1920 年代から現在までを 10 年刻みで確認しておこう（図表 1）。欠員率（求人率）がコロナ禍後の今次局面並みにまで上昇したのは 1920 年代と 1940 年代だけで、いずれも 6% 以下まで低下している局面では低水準程失業率も上昇する関係がみられる中であって、最近 2 年間は失業率の上昇を伴わずにまっすぐに降下しているのが、一つの特徴である。実際、コロナ禍後だけを採り上げて拡大してみると、コロナ禍の発生に伴い、失業率の大幅な悪化をみせた後、失業率の再低下とともに欠員率が上昇し、2022 年 3 月を欠員率のピークとして、最近に至るまで失業率の上昇を伴わずに低下を続けている（図表 2）。



さて、これまではベバレッジ曲線と一口に説明してきたが、厳密には、雇用のミスマッチが増えれば右上にシフトしていくベバレッジ曲線（欠員率と失業率の右下がりの関係）と、雇用需要が強まれば上方にシフトするジョブクリエーション曲線（雇用需要を表す欠員率と失業率の右上がりの関係）の交点が様々に変化することで発生している関係を表している（図表 3）。今後は、両者の交点によって形作られたこの関係をベバレッジ空間と呼ぶことにする。

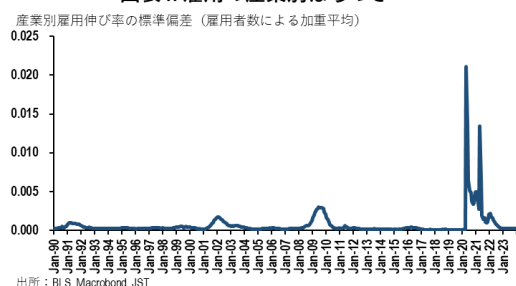
² 鶴飼・丸山・関東 (2023)「米国のベバレッジ曲線からみたソフトランディングの可能性」経済を読む眼第 15 回、科学技術振興機構を参照。

図表3: ベバレッジ曲線とジョブクリエーション曲線の理論的關係

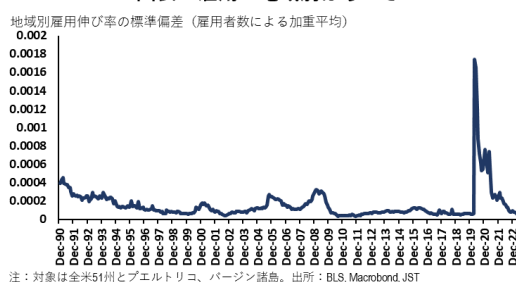


この間に、以前のノートでも提示したように、雇用の産業別、地域別のばらつきが一旦大きく拡大したが、最近はこのばらつきが完全になくなっている³（図表4、5）。しかし、これはその背景について何も語っていない。労働者の技術のミスマッチが大きく拡大した後解消したのか、それとも雇用者の転職志向（on-the-job search）が増加した後解消したとしても、こうした現象は生じ得るからである。

図表4: 雇用の産業別ばらつき



図表5: 雇用の地域別ばらつき



3. On-the-job search モデルでみた雇用動向

そこで、以下では on-the-job search モデルを用いて、こうしたベバレッジ空間の推移の背後にある雇用者の動向をみていこう。モデルは Faccini and Melosi (2023)によって構築された、労働者が仕事を探し、企業はそうした労働者を採用するか維持するために賃金で他企業と競争する、ニューケインジアン型の on-the-job search の一般均衡モデル⁴を使用する。

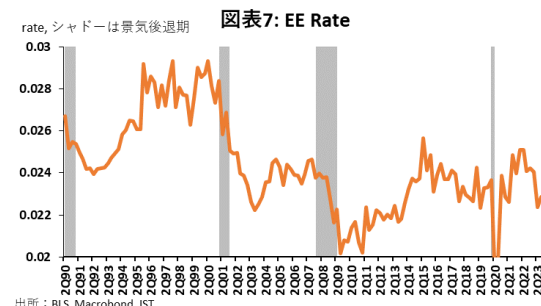
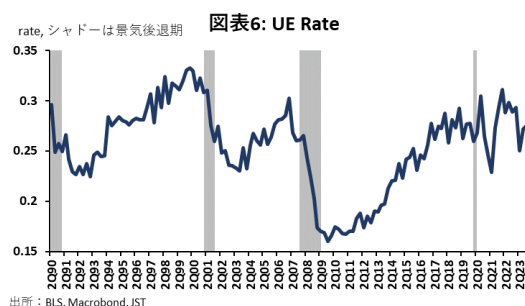
やや話が複雑になるが、失業者は全員職を探す一方で、雇用者も自発的に転職先を探すことがあり、転職して前職を退職する確率を転職率（on-the-job search rate）と呼ぶ。そして転職する、しないを問わず、仕事のマッチングのクオリティが悪い場合を

³ 前掲の鶴飼・丸山・関東 (2023)を参照。

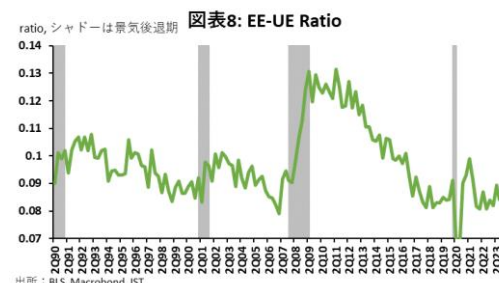
⁴ モデルの詳細や、カリブレーションの詳細については、Faccini, R., and L. Melosi (2023) “Job-to-Job Mobility and Inflation,” Working Paper 2023-03, Federal Reserve Bank of Chicago を参照。

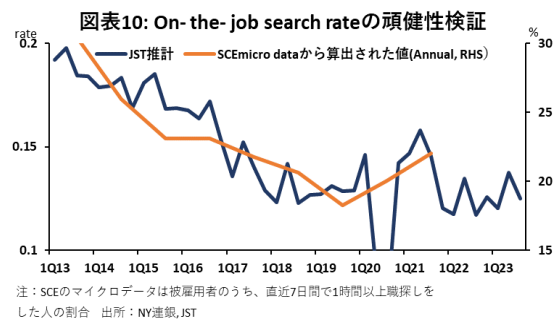
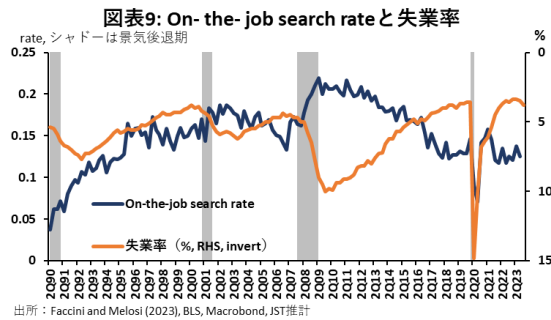
bad match、マッチングのクオリティが良い場合を good match と呼び、後者の方が前者よりも生産性が高い。Bad match rate + good match rate + 失業率 = 1 となる。失業者が新たな仕事を求める場合、企業間賃金競争（interfirm wage competition）が弱く、賃金は上がりにくいが、既に雇用されている者が新たな仕事を求める場合、企業間賃金競争が強く、賃金は上がり易い。

以上の関係を表したモデルにマクロデータをあてはめ、Faccini and Melosi (2023)の方法でカリブレーションを行った結果をみていこう。失業者が雇用者になる率（UE Rate）と雇用者が別の企業の雇用者に移る率（EE Rate）を雇用の Current Population Survey 統計から計算すると、図表 6、7 のように推移している。



後者を前者で割ったのが EE-UE Ratio であり、失業者が雇用者になるよりも雇用者が別の企業の雇用者になる方がどれだけ多いかがわかる。これをみると、世界金融危機（GFC）以降、2018 年まで長期にわたって低下してきたことが見て取れよう（図表 8）。この低下は、自発的な転職率が動かない中で生じるのであれば、労働者が既に効率的に配分されていることになるため、賃金上昇圧力がかかり、インフレ率にも上昇圧力がかかる。しかし、これが自発的な転職率が低下することによって生じるのであれば、賃金上昇圧力が低下し、インフレ率には下方圧力がかかることになる。そこでこの自発的な転職率（on-the-job search rate）をモデル内で推計すると、GFC 以降は長期にわたって低下を続けてきたことが見て取れ、これが賃金上昇圧力を低下させていることになる（図表 9）。さらには、Faccini and Melosi (2023)も指摘している通り、これが bad match の増加をもたらせば、さらに生産性とインフレ圧力を低下させ得る。なお、カリブレーションによって得られた自発的な転職率が実態をどの程度表しているかを確認するため、NY 連銀の Survey of Consumer Expectations 内でマイクロデータである転職活動状況（年 1 回実施）と突き合わせてみると、同じ方向性であり、ある程度頑健であることが確認される（図表 10）。

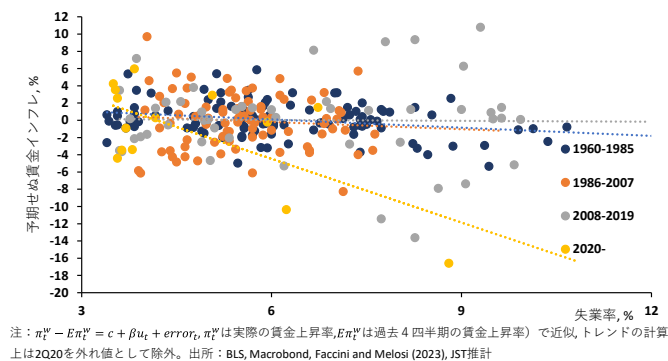




4. 失業率と安定的な関係にはない労働コスト

次に、以上を念頭におくと、自発的な転職率の動向次第で労働需給と労働コストの関係が変わることになる。この点を予期せぬ賃金インフレと失業率の関係を計測することで、現在の両者の関係を確認しておこう。ここでは、予期せぬ賃金インフレを当期の賃金上昇率と過去4四半期の賃金上昇率から予想された当期の賃金上昇率の差で示し、失業率の関係を時代別にみた（図表11）。

図表11: 米国非農業部門の賃金上昇と失業率の関係



両者の関係は、1960～2007年までは右下がりの傾きが認められるが、2008～2019年はこれがフラット化し、インフレを招来しなかった。この頃は、なぜ米国のフィリップス曲線がフラット化したのかが論争的であった。インフレ率は、Faccini and Melosi (2023)のモデルからは、失業率（その上昇がインフレ率を低下）、bad match rate（その上昇がインフレ率を低下）、on-the-job search rate（その上昇がインフレ率を上昇）によって決まる。GFC以降コロナ禍の直前までは、失業率が改善していったにも拘らず、on-the-job search rateが長期にわたって低下を続けたため、企業間賃金競争が十分に強まらず、低インフレを逃れられなかったと解釈することが可能である（前掲図表9）。

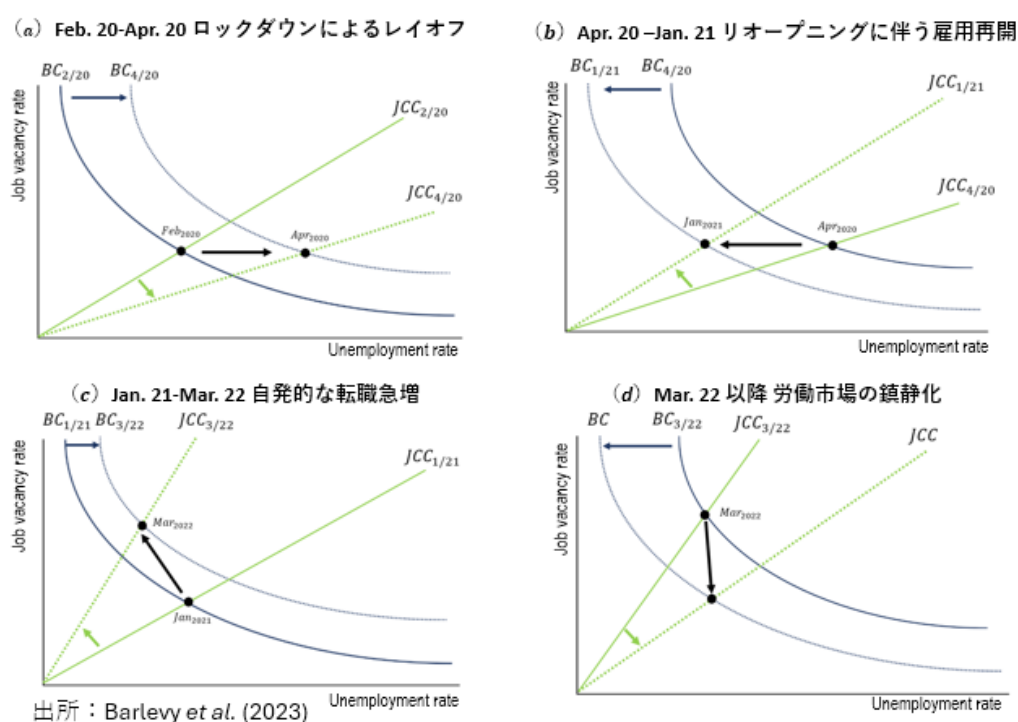
これが2020年以降（コロナ禍後）には、過去にもないような右下がりの傾きに変化している。これは傾きがスティープ化したのか、それとも下方にシフトしたのかまでは判別できないが、失業率の僅かな変化で賃金がこれまでにない規模で予想以上の変

化をしていることが確認される。次章において、このメカニズムをやや詳細に考えることとする。

5. コロナ禍後の労働市場と物価の変化

では、いよいよコロナ禍後に絞って、労働需給の変化と労働コスト、インフレ率の関係をみていこう。コロナ禍後と一口に言っても、実際には4つの局面に分けられる。ベバレッジ空間の推移を、Berlevy *et al.* (2023)⁵のロジックに沿って解釈していこう(図表 12)。具体的には、コロナ禍後の動向は4局面に分けられる。

図表12: コロナ禍後のベバレッジ空間



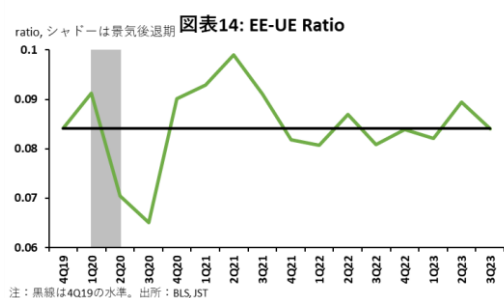
- 第1局面はロックダウンによりレイオフが生じた2020年2月～2020年4月である(図表 12 (a))。ベバレッジ曲線の右上シフトとジョブクリエーション曲線の下方シフトが同時に生じ、欠員率の大幅な変化を伴わずに失業率が大幅に上昇した。

⁵ 詳細は Barlevy, G., Faberman, R. J., Hobbijn, B., and A. Şahin (2023) "The Shifting Reasons for Beveridge-Curve Shifts," NBER Working Paper 31783 を参照。

- 第2局面は経済のリオープニングにともなって雇用が再開された2020年4月～2021年1月である（図表12(b)）。リオープニングによってどちらの曲線も元の方にシフトし、欠員率の大幅な変化を伴わずに失業率が大幅に低下した。
- 第3の局面は雇用需要が増える中で自発的な転職が急増した2021年1月～2022年3月である（図表12(c)）。ジョブクリエーション曲線が上方にシフトする中、ベバレッジ曲線が自発的な転職の増加によって再び右上にシフトしたため、欠員率が失業率の更なる低下を伴って急上昇した（図表13）⁶。
- 第4の局面は第3局面の部分的な反動がみられ、雇用需要が鈍化する中で自発的な転職が勢いを落とした2022年3月以降である（図表12(d)）。ジョブクリエーション曲線が下方シフトする中、ベバレッジ曲線が自発的な転職を含む離職が減って再び左下にシフトバックし、欠員率が失業率の上昇を伴わずに急降下している。



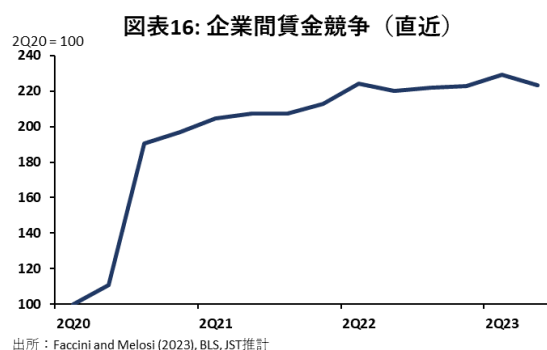
この第3局面は、Berlevy *et al.* (2023)の言葉を借りれば”Great resignation”⁶とも呼ぶべき時期で、この時期にはEE-UE Ratioも推計した自発的転職率（on-the-job search rate）も、これまでになく急激に上昇している（図表14、15）。



第3局面で自発的転職率が上昇すると、生産性とインフレ圧力を上昇させる。それが、第4局面に移ると、労働市場がクールダウンする下で、EE Rateや自発的転職率にみられるように、転職の動きも一服している。転職の動きはコロナ禍前の水準にほぼ戻っており、実際これを、失業率、bad match rate、on-the-job search rateで構成される企業間賃金競争の強さで表しても、2020年央以降急激に強くなっていき、2022年春に

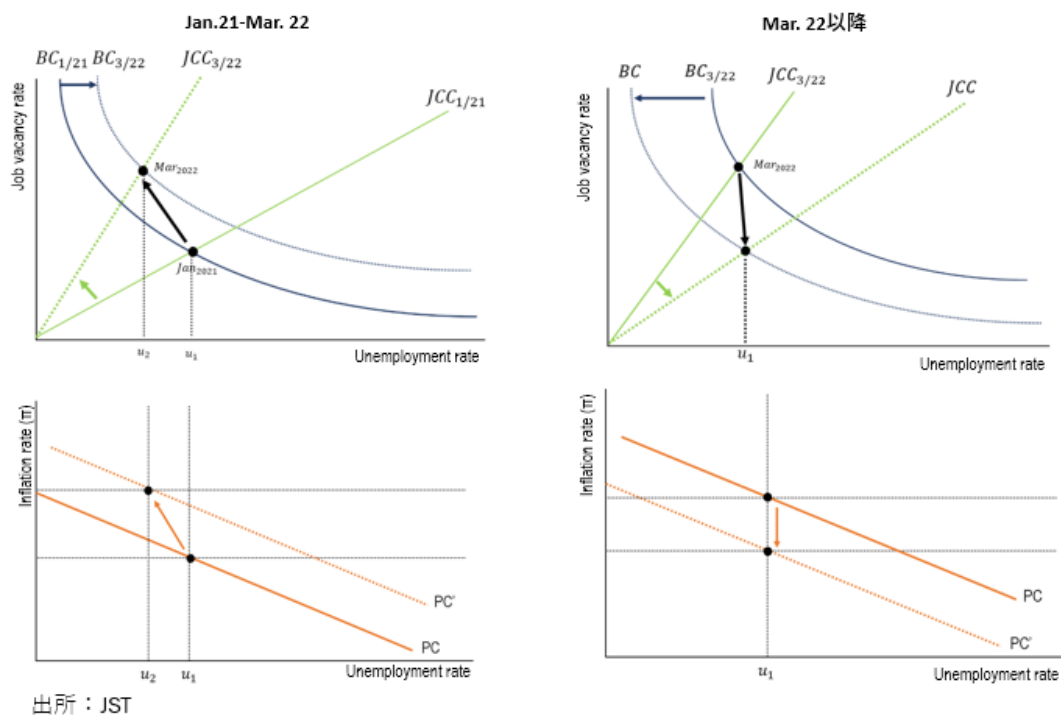
⁶ 図表13は厳密には離職率であり、自発的な転職だけでなく、自発的に仕事を辞めた人も含まれる。特にコロナ禍の下では、自発的に仕事を辞めた人も増加していた。ここでは既存の統計でできるだけこの時期の特徴を表している統計としてこれを用意したが、現職の動きとしては、やや幅を持ってみる必要がある。

労働の再配分がかなり進捗し、それ以降は横這い圏内で最近に至るまで推移している（図表 16）。



こうした動きがインフレ率に及ぼす影響を整理しておこう。第3局面ではジョブクリエーション曲線の上方シフトに伴ってインフレ率がフィリップス曲線に沿って上昇したが、自発的転職によるベバレッジ曲線の右上シフトによってフィリップス曲線が更に上方にシフトしたため、両者の相乗効果でインフレ率が大幅に上昇したと解釈できる（図表 17 左）。それが第4局面に移ると、ジョブクリエーション曲線の下方シフトと自発的転職の減少に伴うベバレッジ曲線の左下シフトが見合う形で、結局はフィリップス曲線が下方にシフトしている（図表 17 右）。このために、失業率がなお歴史的に低い水準にあっても、インフレ率が鈍化していることを説明できる。

図表17: ベバレッジ空間とフィリップス曲線の関係

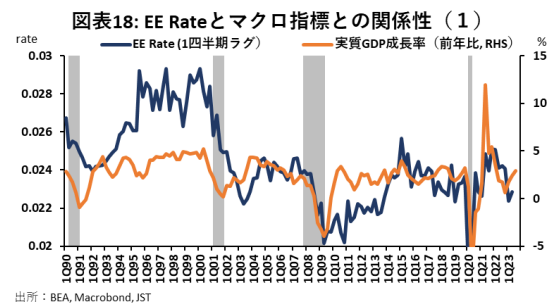


6. 今後の展望

最後に、今後の展開を考察する。実は、on-the-job search モデルでは労働者が自発的な転職を行うインセンティブがどのようなマクロ要因によって変化するのが、十分に確立されていない。そこでここからは試論になるのだが、まず、労働者の転職意欲も企業の採用意欲も、やはり企業の成長、ひいては経済成長の強さの影響を受けると考えられる。確かに、実質 GDP 成長率と EE Rate の関係をみると、明確な正の相関がみられる（図表 18）。ここから on-the-job search の行動を解析するには至っていないが、こうした傾向からは、今後、経済成長率がさらに減速していけば、転職志向がさらにある程度弱まり、企業間賃金競争の弱まりを通じてインフレ率の鈍化が続く可能性を示唆しているのではないかな。

但し、労働者の転職意欲も企業の採用意欲も、転職にはサンクコストが存在するため、先行きに対する不確実性が高まれば、先延ばしするリスクがある⁷一方で、不確実性が低下すれば、再び増す可能性がある（図表 19）。この見方がある程度適用できるのであれば、最近では特に経済政策に関連してこの不確実性が低下しているので、自発的な転職や企業間賃金競争がそれほど弱まらない可能性に注意したい。

また、転職志向が低下し続け、それでいて低い失業率がいつまでも続くとは限らない点には注意が必要である。筆者らの昨年秋のノートでは、雇用需給のマッチング効率性と離職率の分析から、欠員率がコロナ禍直前の水準である 4% 台半ばを下回ると、失業率が大幅に悪化するリスクが高いことが判明している⁸。したがって、金融政策を、欠員率が現在の 5.3% から低下しても 2020 年 1 月の 4.5% 程度までにとどめるよう、言い換えれば引き締め過ぎにならないように注意深く運営すれば、経済のソフトランディングが展望されるのではないかと考えられよう（前掲図表 2）。



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）。

関東享佑

福岡県警察科学捜査研究所を経て、2018年から科学技術振興機構に入構。現在、同資金運用本部に在籍し、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

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。