

みずほマーケット・トピック(2017年10月3日)

## 「賃金と雇用の断絶」に関する IMF 分析について

先週9月27日、IMFが公表したブログ(IMFBlog)において『賃金と失業の断絶(The Disconnect Between Unemployment and Wages)』といったテーマが取り上げられている。現状の米国がそうであるように、賃金と失業の関係が不安定化している理由を理解することは、マクロ経済政策運営(とりわけ金融政策)のみならず、所得の不平等問題などを削減する上で重要と考えられる。結論から言えば、IMFはその理由として 依然として労働市場にスラックがあること、生産性の伸びが鈍化していること、自動化が進展していること、中期的な成長期待が抑制されていること、危機後、国家間で賃金が相互連関するようになっていることなどを挙げている。特に はヘッドラインの失業率からでは正確なスラックを捕捉できない世の中になっていることを指摘するものであり、暗にFRBの拙速な正常化プロセスに警鐘を鳴らしたものと見受けられる。伝統的なフィリップス曲線に基づく正常化の危うさを浮き彫りにする論考である。

### ～対照的な欧米の現状～

昨日の為替相場ではドル相場が上昇した。米9月ISM製造業景気指数が60.8と13年ぶりの高水準をつけたことが好感され米金利およびドルが上昇する動きが見られており、ドル/円も112円台後半で堅調推移している。だが、同指数が60を超えて推移する時間は歴史的に見れば決して長いものではない。もはや改善が極まっていると考えるのが妥当だろう。一方、欧州ではカタルニア独立を巡る懸念がじわじわと拡がっており、これがユーロ相場の重石となっているように見受けられる。事の展開次第では、ECBの正常化プロセスにも一定の影響を及ぼす可能性も想定したい。

### ～『賃金と失業の断絶』に関する IMF 分析～

ところで、先週9月27日にはIMFが公表したブログ(IMFBlog)において『賃金と失業の断絶(The Disconnect Between Unemployment and Wages)』といったテーマが取り上げられている。IMFBlogはIMFスタッフやその高官がその時々で旬なテーマを議論するプラットフォームであり、比較的短めに注目のテーマが掘り下げられる。賃金と雇用の関係が安定しないことに関しては先進国を中心として全世界的なテーマとなっている感が強く、まさに旬なテーマである(なお、同テーマ自体は今秋公表の『世界経済見通し』で深堀りされた分析が披露されている)。現状の米国がそうであるように、賃金と失業の関係が不安定化している理由を理解することがマクロ経済政策運営(とりわけ金融政策)のみならず、所得の不平等問題などを削減する上で重要と考えられる。

結論から言えば、IMFは①依然として労働市場にスラックがあること、②生産性の伸びが鈍化していること(≒時間当たり生産量が抑制され企業の収益性が悪化し、賃上げに消極的になっていること)、③自動化が進展していること(≒資本の相対価格が労働のそれに対して安くなっていること)、④中期的な成長期待が抑制されていること、⑤危機後、国家間で賃金が相互連関するようになっ

ていること(=国際的に経済統合が進んだ結果、生産設備の再編成が置きやすくなっている、結果として全世界的に労働供給が増えやすくなっているとみられること)などが挙げられている。

これら①～⑤の論点はどれも示唆に富むものだが、短期的には①が注目されるだろう。ヘッドラインの失業率からでは正確なスラックを捕捉できない世の中になっていることを指摘するものである。労働者 1 人当たりの労働時間を見れば減少傾向であり、この背景としては幾つかの国において非自発的なパートタイム雇用や契約雇用の比率が高まっていることが指摘されている。結局のところ、こうした状況が意味するのは労働需要の弱さであり、煎じ詰めれば財・サービスに対する需要の弱さということになるため、マクロ経済政策に関しては、緩和的な状況に据え置くことが推奨される。

### ～拙速な正常化プロセスに警鐘～

そのほか③については、近年耳目を集める動きではあるが、今回の IMF 分析においては賃金停滞に対しそれほど大きく寄与していないと結論付けられている。より具体的には、その寄与は「国によって違う」というのが IMF の見解となっている模様である。例えば、失業率が依然として金融危機前の平均を上回っている国(イタリア、ポルトガル、スペイン)では高水準の失業率が 2007 年以降の名目賃金の減速の約半分を説明できると分析されている(そうした国々では非自発的なパートタイム雇用が重石となっている模様)。上述したように、そのような国々ではスラックが顕著に削減されるまで賃金は伸びそうになく、緩和的な政策によって総需要を加速し続けることが求められる。

片や、失業率が危機前の平均を下回っている国々(ドイツ、日本、米国、英国)では、2007 年以降の名目賃金の減速の約 3 分の 2 が労働生産性の伸び鈍化で説明できる。だが、これらの国々ですら、非自発的なパートタイム雇用が賃金の重石となっている事実が指摘されており、やはりヘッドラインの失業率が示すよりも大きなスラックが労働市場に存在する可能性がある。そして、この点が重要だが、IMF はそうしたヘッドライン上の失業率が良好な国に対する提言として「Assessing the true degree of slack in these economies will be important when determining the appropriate pace of exit from accommodative monetary policies」との認識を示している。暗に FRB の拙速な正常化プロセスに警鐘を鳴らしたものだろう(ユーロ圏の労働市場においてスラックが残っていることは周知の事実と思われる所以、この指摘は ECB ではなく FRB に向けたものと考えられる)。

筆者もこうした IMF の警鐘には同感である。本当に「人が足りない」という状況が極まっており、完全雇用状態が実現されているのであれば賃金は(少なくとも短期的には)加速が見られるはずである。この点、米国やユーロ圏、そして恐らくは日本も含め、労働市場には幾つかのスラックが存在していると考えられ、この解消に緩和策の継続が求められるのが実情なのではないかと考えたい。

### ～IMF の基本認識は「あまり多くを期待できない」～

もちろん、IMF は賃金の伸び鈍化に関し「雇用市場における幅広い変化という文脈」で捉えることの重要性も主張している。上述したように、景気循環に起因する需要の弱さが非自発的なパートタイム雇用を増加させている点に注目するならば、総需要を刺激する金融緩和や財政出動といった裁量的なマクロ経済政策が処方箋として検討されることになる。

一方、生産活動における自動化の流れや中期的な成長期待の停滞といったより緩やかに変動する要因(上述で言えば③や④)が賃金の伸び鈍化に寄与しているのだとすれば、それはマクロ経

済政策での対応が難しいという理解になる。IMF はこうした「緩やかに変動する要因」として企業と労働者の関係に持続的な変化が生じている点も指摘しており、特にギグエコノミー (Gig Economy: インターネットを通じて仕事を受注する働き方や、それにより成り立つ経済形態) の台頭や製造業に代表される伝統的なセクターの縮小傾向を挙げている。こうした状況を踏まえた上で、為政者はパートタイム労働者が直面する脆弱性に対処すべく一段の努力を進める必要があるとしている。具体的に考えられる方策としては最低賃金のカバー範囲をパートタイム労働者まで拡大することや、パートタイム労働者であっても賃金を日割りするなどしてフルタイム労働者と同様に家族や病気を理由とする離脱を認めたりすること、またはスキルの研鑽を目的として(パートタイム労働者の)高等・大学教育を強化することなどが挙げられている。

以上のような分析を総合すれば、IMF の基本認識は「需要不足を埋めることで労働市場のスラックを埋める余地はまだあり、それに応じて賃金が伸びる可能性もありそうだが、自動化の流れや中期的な成長期待の弱さ、企業と労働者の関係性の変化などを踏まえれば、あまり多くを期待できない」といったところになりそうである。いずれにせよ、伝統的なフィリップス曲線を前提に「物価はそのうち上がってくる」という思いを抱きながら、金融政策の正常化を進めることの危うさが正しく指摘されており、中期的な相場見通しを策定する上で有用なヒントを与える論考であったと言える。

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～寝た子を起こす、反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気の金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	ケーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まつたばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せ～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を運ぶるべく…～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各國中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしきじた模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーパー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
2017年6月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラーECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセッタされたトランプトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月24日	相次いで弱気化するFRB高官～動搖する唯一の支え～
2017年5月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景気～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～