

ジョン・ペロウズ PhD
ポートフォリオ・マネージャー／リサーチアナリスト

政策アップデート

インフレに関するイエレンFRB議長の見解

ジョン L. ペロウズ PhD

2012年～現在
ウェスタン・アセット・マネジメント・
カンパニー
ポートフォリオ・マネージャー、
リサーチ・アナリスト

2009年～2011年
米国財務省

経済政策担当財務次官補代理、
マクロ経済分析副次官補、
経済政策担当室シニアアドバイザー

学歴
カリフォルニア州立大学バークレー校
経済学博士号 Ph.D.

ダートマス大学 B.A.
(経済学 Magna cum laude 優等学位)

米連邦準備制度理事会 (FRB) は、雇用とインフレの見通しに基づき適切な金融政策スタンスを決定する。FRBの見通しはある程度直近の経済指標の動向に基づいているが、大半は明示的であれ、暗示的であれ、米国経済の動向に関するFRB独自のモデル、並びにテクノロジーの変化やグローバル化の影響など、米国経済に影響を及ぼすより広範なトレンドに対する見解を反映している。投資家がFRBの政策の変化を予想するためには、単に経済指標をモニタリングするだけでなく、一体どの要因がFRBの見通しに影響しているかを理解しなければならない。

幸いにも、FRBの透明性の向上を背景に、過去数年間で幾分ではあるがFRBの見通しを分析しやすくなっている。特にイエレンFRB議長はインフレ見通しの説明を非常に明確に行ってきた。インフレ見通しがFRBの決定に対して中心的役割を果たしていること、そして言うまでもなく、イエレン議長が連邦公開市場委員会 (FOMC) に対して圧倒的な影響力を持っていること踏まえると、同議長の見解は重要であり、詳細に検証する価値がある。

本稿では以下を含む、イエレン議長の最近の主張の要点を検討する。

1. 労働市場の弛みは賃金の上昇を引き続き抑制する。
2. 失業率とインフレ率の関連性は以前に考えられていたよりも弱まっている可能性があるため、労働市場が逼迫したとしても、インフレの急激な加速にはつながらない可能性がある(「フィリップス曲線がフラット化する可能性」)。
3. グローバル化は賃金とインフレに対する下方圧力となっている。
4. 労働生産性は改善する余地があり、これがインフレに対する一段の下方圧力となるだろう。
5. 期待インフレ率が引き続き安定的に推移する限り、エネルギーおよびコモディティ価格がインフレに及ぼす影響は一時的なものになる公算が大きい。

イエレン議長は、たとえ景気回復が続き、労働市場の改善が見られるとしても、インフレ率は低位にとどまるという説得力のある主張を展開している。この見解は弊社の見解と一致している。より重要な点として、インフレ率が低水準にとどまるというのがイエレン議長の見通しである限り、同議長は緩和的政策を支持する可能性が高く、先手を打つ形での金融政策の引き締めには消極的とみられる。

1. 労働市場の弛みは賃金の上昇を引き続き抑制する。

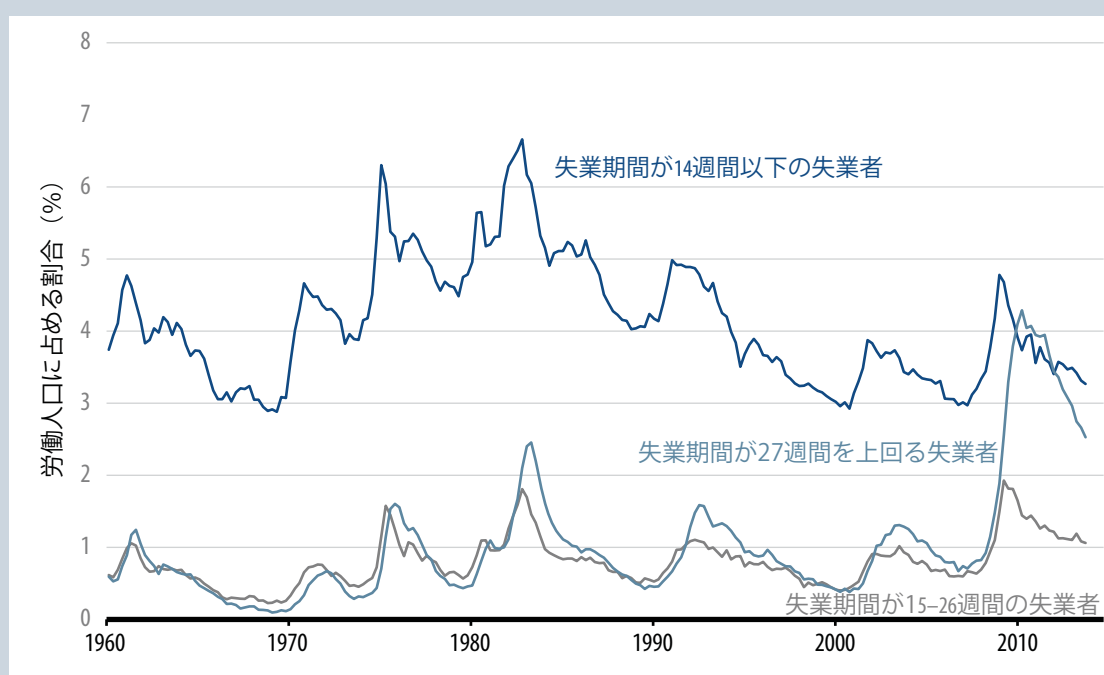
「失業率は高止まりし、不完全雇用と長期失業が引き続き重大な懸念だ・・・そして
いかなる施策を以てしても労働市場には大幅な弛みが残る」

2014年3月9日のイエレン氏の発言

イエレン議長はFRB議長としての初めての講演で、米国の労働市場には大幅な弛みが存在すると主張した。自らの立場を裏付ける際に、「不完全就業者」と報告されている労働者の多さ、失業期間が27週間を上回る失業者が占める比率の異例の高さ(図表1)、低水準の転職率、労働参加率の低下など、数多くの労働市場の統計データに言及した。

© Western Asset Management Company 2014. 当資料の著作権は、ウェスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社(以下「ウェスタン・アセット」という)に帰属するものであり、ウェスタン・アセットの顧客、その投資コンサルタント及びその他の当社が意図した受取人のみを対象として作成されたものです。第三者への提供はお断りいたします。当資料の内容は、秘密情報及び専有情報として取り扱い下さい。無断で当資料のコピーを作成することや転載することを禁じます。

図表1
失業期間別の失業者の割合



出所:米労働統計局 2013年12月31日現在

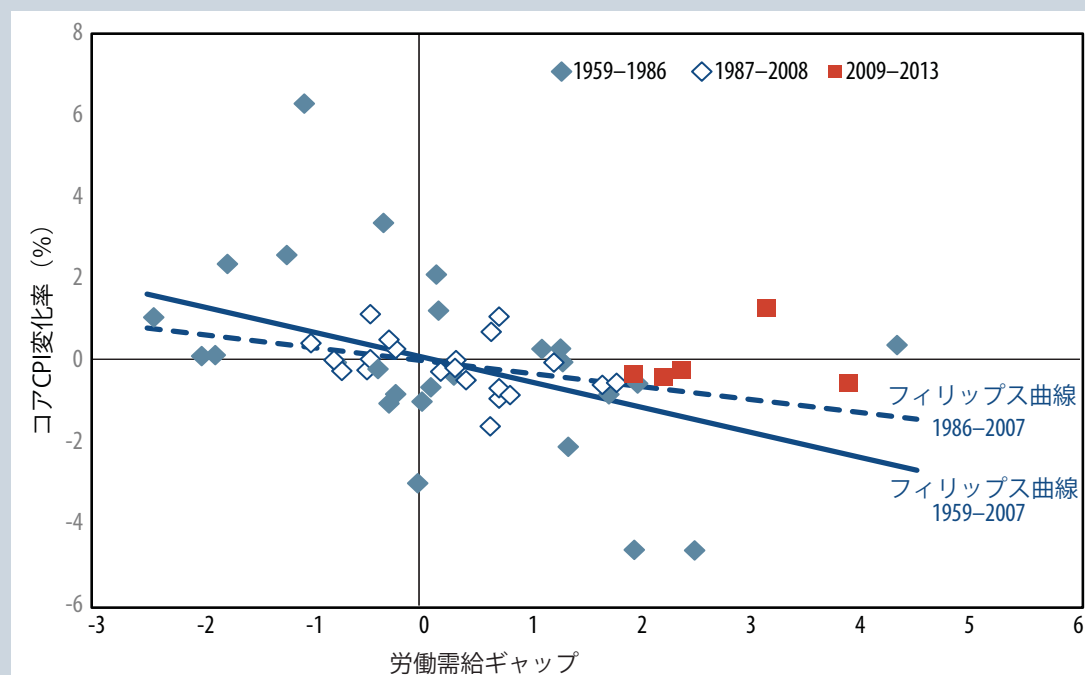
イエレン議長がFRB議長としての初めての講演で弛みを強調したのは偶然ではない。同議長によると、経済における弛みの程度を理解することが「FRBの同僚と私が金融政策を決定する際に考慮する最も重要な問題である」。弛みを強調したのは適切と言える。なぜなら、同議長が主張するように、経済に弛みが存在する限り、賃金の上昇が加速する可能性は低く、インフレ率が低水準にとどまり、FRBは緩和的姿勢を維持することになるからだ。

2. 失業率とインフレ率の関連性は以前に考えられていたよりも弱まっている可能性があるため、労働市場の逼迫はインフレの急激な加速につながらない可能性がある（「フィリップス曲線がフラット化する可能性」）。

「しかしながら、全国にわたる膨大な証拠からは、低インフレ環境のなか、労働市場の弛みによる下方圧力に対するインフレの感応度は、インフレが加速している時期に比べて著しく低い。言い換えれば、短期フィリップ曲線はフラット化する可能性がある」

2012年6月6日のイエレン氏の発言

失業率とインフレ率との関係はイエレン議長の見通しにとって中心的要素である。通常の関係（一般にフィリップス曲線と呼ばれる）では、失業率が低い時にインフレ率は上昇し、失業率が高い時にインフレ率は低下する。図表2は、幾つかの異なる時期におけるこの関係を示してある。1970年代と1980年代を含む事例では、この関係が極めて強固にみえる。すなわち、失業率が2%ポイント低下するとインフレ率は1%ポイント上昇する。しかし、図表で明確に示されるように、この推定は幾つかの異常値による大きな影響を受けている。つまり、1970年代には（失業率は低水準だった）インフレ率が急上昇し、その後、1980年代初頭にボルカーFRB議長が金融引き締めを実施した（失業率は高水準だった）際にはインフレ率は急反転した。しかし、1970年代と1980年代を除くと、失業率に対するインフレの感応度は大幅に低下する。さらに最近では、失業率がこれまでにない高い水準にある中で、インフレ率が予想されていたほどには低下しておらず、この関係は弱くなっているようにみえる。

図表2
フィリップス曲線

出所:米労働統計局、米議会予算局(CBO) 2013年12月31日現在

注:労働需給ギャップは、失業率とCBO推計のNRIRU(インフレを加速させない失業率)の差

イエレン議長が2012年の講演で主張したように、最近の経験からは、足元の環境下では失業率とインフレ率との関連性が弱いことが示唆される(「フィリップス曲線はフラット化する可能性がある」)。このフィリップス曲線の変化に対する一つの理論的根拠は、期待インフレ率が低位にあるため、結果的に、インフレ率のボラティリティ低下につながるという点にある。この点はイエレン議長のインフレ見通しにとって極めて重要となる可能性がある。同議長が正しいとすれば、労働市場の逼迫は必ずしもインフレの急激な加速につながることはないだろう。もちろん、労働市場の改善がインフレ率上昇の決定要因にならないと言うわけではないが、労働市場に対するインフレの感応度が一般に以前に考えられていたよりも低くなっているため、急激なインフレ・リスクも従来考えられていたよりも低下しているということだ。

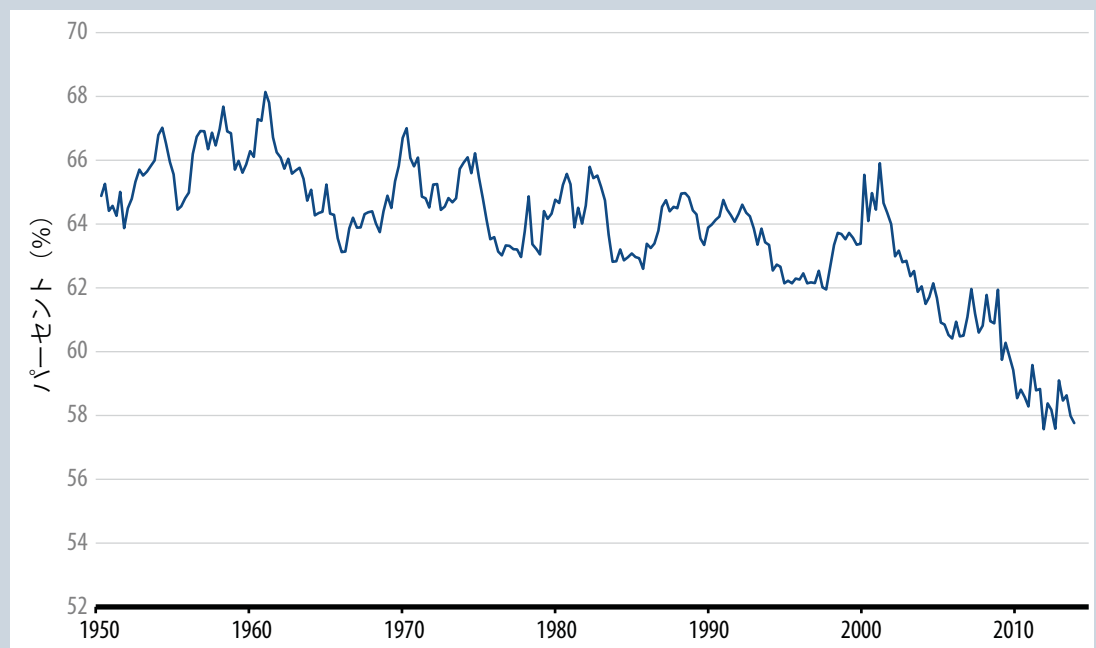
3. グローバル化は労働報酬とインフレに対する下方圧力となっている。

「大半の労働者にとって賃金の伸びは、グローバル化並びに経済活動のレベルを超えた他の要素によって、景気後退前の20～30年間にわたり緩やかに推移した。そして、それらの要素が依然として関連性があるのは間違いない」

2014年3月31日のイエレン氏の発言

労働市場の弛みは、賃金の伸びが低迷した唯一の理由ではない。図表3では、米国の生産に占める労働分配率が数年間低下した後、景気後退によってさらに低下したことが示されている。イエレン議長が最近の講演で指摘したように、この労働分配率低下の要因の一つとして、グローバル化が挙げられている。新興国市場と世界経済との結びつきが一段と強まるのに伴い、新興国の余剰労働力は米国の労働者と競合するようになり、それが米国の労働者の賃金交渉力の低下、ひいては生産シェア低下につながっている。当然のことながら、輸入との競争にさらされている度合いの高い産業や職業(例:製造業)は、労働分配率低下幅が最も大きい。

図表3
農業を除くセクターにおける労働分配率



出所：米労働統計局 2013年12月31日現在

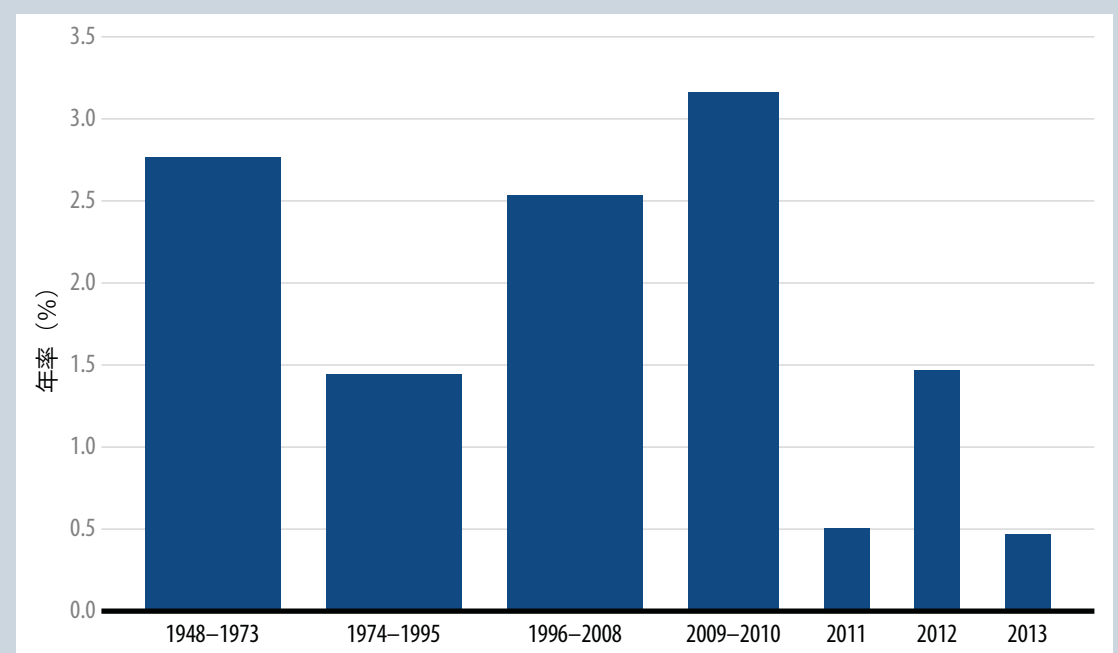
労働所得が相応に増加することなく、物価上昇を維持するのは難しい。直観的に言えば、労働所得の伸びが物価の伸びに追いつかない場合、物品の値ごろ感が徐々に薄れるため、消費の抑制を強いられ、最終的に経済活動の鈍化につながることになる。グローバル化による下方圧力を含め、労働報酬の長期的低下傾向が短期的に反転する可能性は低く、従って米国経済が維持できるインフレの水準は抑制され続けるとみられる。こうした労働報酬の長期的趨勢は、イエレン議長の「低水準のインフレが継続するとの見通し」の重要な根拠となっているのであろう。

4. 労働生産性は改善する余地があり、これがインフレに対する一段の下方圧力となるだろう。

「労働生産性が加速または減速する場合、インフレ率は現在の全般的水準と比較して低下または上昇し始める可能性がある」
2005年2月18日のイエレン氏の発言

今回の景気回復局面では、労働生産性の改善ペースは著しく緩やかである。具体的には、労働生産性の伸び率は過去3年間にわたり年率1%を割り込んでおり、長期平均の半分以上に相当する。労働生産性の伸び率の変化には前例があり、1970年代と1980年代に鈍化した後、1990年代に再び上向いたが、最近の低迷ぶりは極端な水準にあると言える。なお、FRBのモデルでは、今後数年間にわたり労働生産性の伸び率が長期平均まで加速すると予想される。

図表4
単位労働コストの変化



出所:米労働統計局 2013年12月31日現在

イエレン議長の上述の発言内容と一致する標準的経済モデルにおいては、労働生産性の改善がインフレに対する下方圧力になることが予想される。これは、労働生産性の改善によって単位労働コストが低減し、コスト節減の一部が物価の下落を通じて消費者に転嫁されるためである。従って、FRBによる労働生産性の改善予想の程度に対応する形で、FRBのインフレ予想が低下するとみられる。

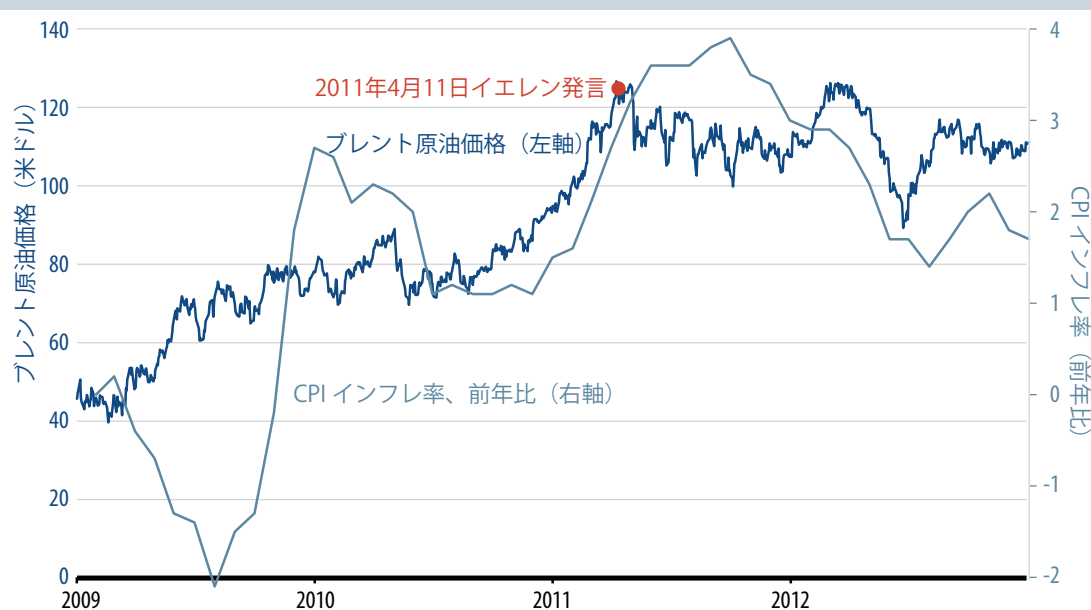
5. 期待インフレ率が引き続き低位に推移する限り、エネルギーおよびコモディティ価格がインフレに及ぼす影響は一時的なものになる公算が大きい。

「批判的に言えば、長期期待インフレ率が安定的に推移する限り、これまでのようにコモディティ価格および総合消費者物価の上昇が賃金および物価決定プロセスに影響を与える可能性は低く、従って、それによって金融政策スタンスの大幅な変更が正当化されることはないだろうというのが私の見解だ」

2011年4月11日のイエレン氏の発言

2011年にインフレ率は急上昇した。総合消費者物価指数（CPI）の上昇率は、2010年後半には1.1%の低水準にあったが、2011年9月には3.9%に達した。その期間、もちろん「コア」インフレ率も上昇したが、インフレ率上昇の主要因は原油価格の上昇によるものだった。当時、FOMC副議長だったイエレン氏は、2011年のインフレ率の上昇は一時的なもので、賃金および物価決定プロセスの変化を表すものではないと強く主張した。これと同じ講演の中で、イエレン氏はインフレ率が「当面、抑制基調」であるとの見通しを示した。結果的には、イエレン氏の見方が正しかったことが証明され、原油価格の上昇が停止するや否やインフレ率は低下した（ちなみに、当時は全員がイエレン氏の予想に同意したわけではなかった。実際、欧州中央銀行はインフレ率の上昇が一時的なものにとどまらないとする欧州政策当局者の懸念を反映して、2011年に金融引き締めを実施した）。

図表5
原油価格とインフレ率（2009年～2012年）



出所：ブルームバーグ、米労働統計局 2013年12月31日現在

イエレン氏の2011年の予想は、インフレ率が上昇しているにもかかわらず、長期期待インフレ率が変わっていないとの見方に大きく依拠していた。2011年の予想が当たったことを踏まえると、同氏は見通しを策定する際に期待インフレ率に引き続き注目するとみられる。足元、期待インフレ率に顕著な変化は見られていない（実際、期待インフレ率は今回の景気回復局面を通じて極めて安定的に推移している）。このことはイエレン議長がインフレの継続的な安定を予想するもう一つの理由と言える。そして、より重要な点として、期待インフレ率が安定しているため、イエレン議長はインフレの上振れがおそらく一時的なものになるとの確信を得ている可能性がある。

結論

イエレン議長は、インフレ率は低位にとどまる可能性が高いと主張している。これは、労働市場に大きな弛みがあるとの評価によるものだけではない。労働市場の弛みに加えて、インフレ率の失業率に対する感応度の低下、労働報酬の減少傾向、労働生産性の改善、期待インフレ率の低位安定、これら全てが、インフレの低位安定見通しの根拠となっているのである。

弊社はイエレン議長の主張の多くには価値があり、投資家は一つ一つの主張を注意深く検証する必要があると考える。さらに、イエレン議長の見通しを理解すれば、今後の経済指標に一喜一憂することなく、FRBの政策の方向性をより正確に予想できるであろう。簡潔に言えば、イエレン議長が持続的な低インフレ見通しを維持する限り、インフレ関連の経済指標がそれなりに上昇してきたとしても、実際に金融引き締めに動くまでには時間がかかるとみられる。

ただし、最後に、イエレン議長のこれらの主張の中で、今後も変化していかないものは一つとしてない点を強調しておく。投資家は、テクノロジーの発展やグローバル化などのより広範なトレンドを含む最新の情報を継続的にモニターし、FRBの見解が変化する兆候を見逃さないようにする必要がある。というのも最近、イエレン議長自身も「金融政策は経済の様々な状況に対応していく。そして、経済見通しが変化した際には、FOMCはそれに応じて柔軟に政策変更を行っていく可能性が高いことを一般の人々は理解する必要がある」と述べているのである。

© Western Asset Management Company 2014. 当資料の著作権は、ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社（以下「ウエスタン・アセット」という）に帰属するものであり、ウエスタン・アセットの顧客、その投資コンサルタント及びその他の当社が意図した受取人のみを対象として作成されたものです。第三者への提供はお断りいたします。当資料の内容は、秘密情報及び専有情報としてお取り扱い下さい。無断で当資料のコピーを作成することや転載することを禁じます。

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。当資料は情報の提供のみを目的としており、作成日におけるウエスタン・アセットの意見を反映したものです。ウエスタン・アセットは、ここに提供した情報が正確なものであるものと信じておりますが、それを保証するものではありません。当資料に記載の意見は、特定の有価証券の売買のオファーや勧誘を目的としたものではなく、事前の予告なく変更されることがあります。当資料に書かれた内容は、投資助言ではありません。ウエスタン・アセットの役職員及び顧客は、当資料記載の有価証券を保有している可能性があります。当資料は、お客様の投資目的、経済状況或いは要望を考慮することなく作成されたものです。お客様は、当資料に基づいて投資判断をされる前に、お客様の投資目的、経済状況或いは要望に照らして、それが適切であるかどうかご検討されることをお勧めいたします。お客様の居住国において適用される法律や規制を理解し、それらを考慮する責任はお客様にあります。

ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社について

業務の種類： 金融商品取引業者（投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業）

登録番号： 関東財務局長（金商）第427号

加入協会： 一般社団法人日本投資顧問業協会（会員番号 011-01319）、
一般社団法人投資信託協会