



ひとりごちてみる

米国雇用見通し：オークンの法則の適用

ブルーベイの米国成長率予測にオークンの法則を適用すると、失業率はFRBの予測よりも早く、さらに低下することになることが予想されます。来年末までに失業率が3%に低下し、インフレ率が2%を大幅に上回るなど、経済が「熱を帯びる」状態になれば、2022年後半に政策金利の「リフトオフ」が促され、先物市場や国債利回りに織り込まれているよりも多くの利上げが行われると、ブルーベイは考えています。

米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策の道筋を評価する上で、米国のインフレの動向に投資家の注目が集まっています。しかし、雇用の最大化と物価の安定を追求するというFRBのデュアル・マンデートの下で、雇用の見通しは金融政策の重要な決定要因となっています。

FRBは雇用の最大化が達成され、インフレ率がしばらくの間ターゲットの2%を緩やかに上回る軌道に乗るまで、政策金利を据え置くことを発表しました。

また、雇用やインフレ目標に向けて「より大きな実質的な進展」が見られない限り、月額1200億米ドルの債券購入プログラム（量的緩和、あるいはQE）の縮小を始めないと述べました。

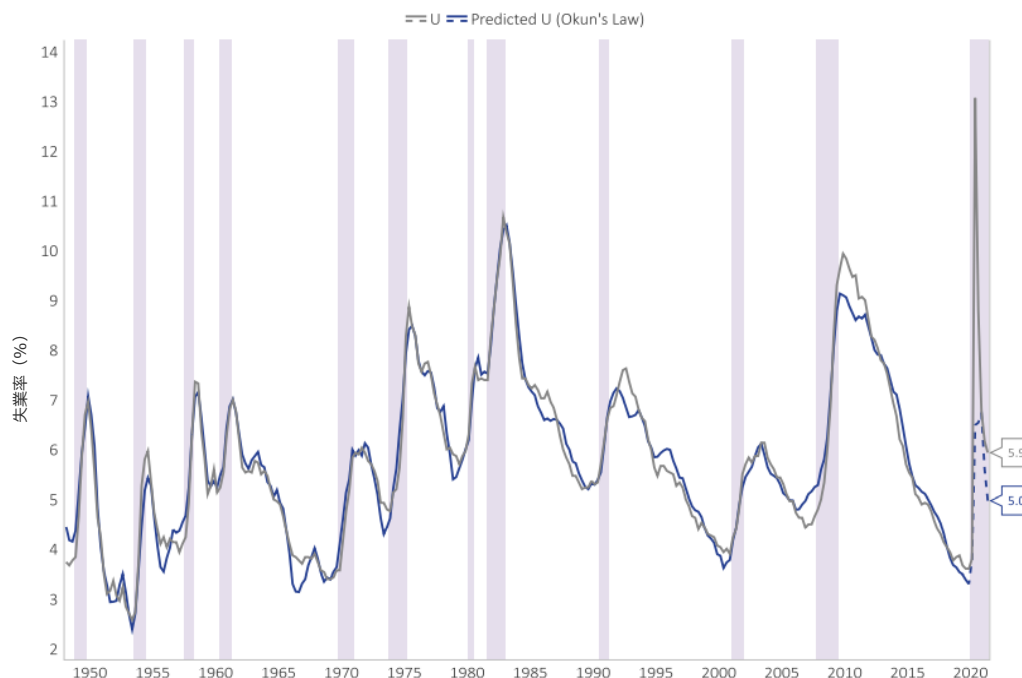
インフレ率は経済再開や供給問題による価格上昇が緩和されたとしても、年内、または2022年にかけてFRBの目標である2%を上回る水準に留まる可能性があります（詳細はひとりごちてみる：インフレさよなら、インフレ万歳もご参照ください）。

2021年7月8日



デビッド・ライリー
パートナー
チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

図1:実績及びオークンの法則から求めた予測の失業率



出所：Macrobond, ブルームバーグ予想、直近の四半期データは2021年4-6月
注：網かけ部分は全米経済研究所（NBER）判定のリセッション期

しかし、「雇用の最大化」の判断基準やこの点に関するFRBのマンデートにおいて「更に大きな実質的な進展」がいつ達成されるかについて、明確にはなっていません。

当レポートでは、経済成長と失業率の関係にオークンの法則を適用して米国の雇用見通しを考えたいと思います。

オークンの法則

1962年にアーサー・オークンが発表した、失業率と生産高の伸びとの経験則に基づく短期的な関係は、金融政策当局者が使用する多くの経済予測モデルに組み込まれています。これは、総生産（実質GDP）の「潜在的」生産高（長期的供給）からの乖離と、失業率と長期的あるいは「自然」（潜在的生産量によって示される）失業率からの乖離との間に負の関係があるとするものです。この関係はヒストリカルで見て比較的安定しており、多くの経済で確認されていることから、経済学では珍しく「法則」と呼ばれています。

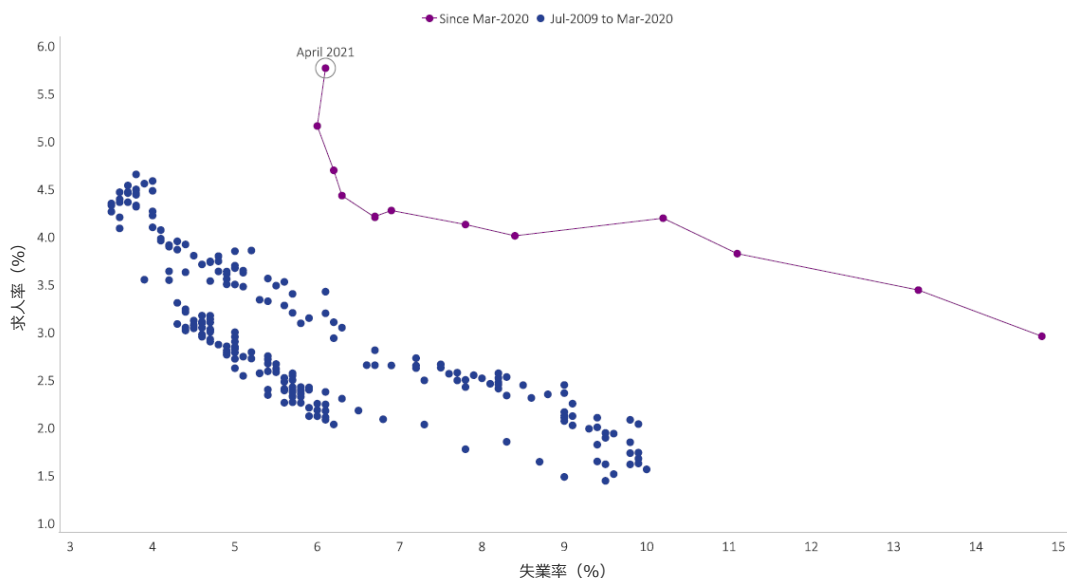
ブルーベイの失業率（および雇用）の見通しは、オークンの法則の関係を適用して独自に推定したものです。

この予想における難しい点は、「潜在的」生産高と長期失業率を導き出すことです。通常、ブルーベイでは、ビジネスサイクルに関連した短期的な変動を取り除くために、米国の実質GDPと失業率を平滑化するアプローチを採用しています。長期的に見ると、生産高と雇用は、技術や労働市場の構造などの構造的な要因にが変動要因となっています。

2019年10-12月期までの50年分の雇用及び実質GDPの四半期データを使用して、オークンの法則の係数は0.5と試算されました。これは、他の推計値や、実質GDP成長率がトレンドに比べて2%低下すると失業率が1%上昇するという経験則と一致しています（参考資料参照）。

図1が示すように、2008年の金融危機後のいわゆる「雇用なき回復」と呼ばれる時期や、Covid-19ショック前の米国失業率の推移は、オークンの法則の予測に合致しています。一般的な考えとは異なりますが、これはテクノロジーやグローバル化による雇用なき回復ではなく、リセッションから僅かな回復しかなかったために、失業率が緩やかな低下にとどまったことを示しています。

図2：ベバリッジ曲線の外側へのシフト



出所：Macrobond、2021年4月。求人率は求人労働異動調査（JOLTS）を参照、直近の月次データは2021年4月時点。失業率は月次雇用統計を参照。

しかし、2020年半ばに見られた失業率の急上昇は、オークンの法則による予測よりはるかに大きく、依然として高い水準にあることが明らかであり、政府の義務付けたロックダウンが労働集約型のサービス業に特に大きな影響をもたらしたという珍しい状況を反映しています。ソーシャル・ディスタンスといった制約によって保育サービスが利用しづらくなったこと、失業保険の期間延長や更に手厚い給付、さらには消費者行動の変化やデジタル化及びEコマース取引の加速に伴う労働需要の変化などが、成長と失業率の短期的な関係を弱めている可能性があります。

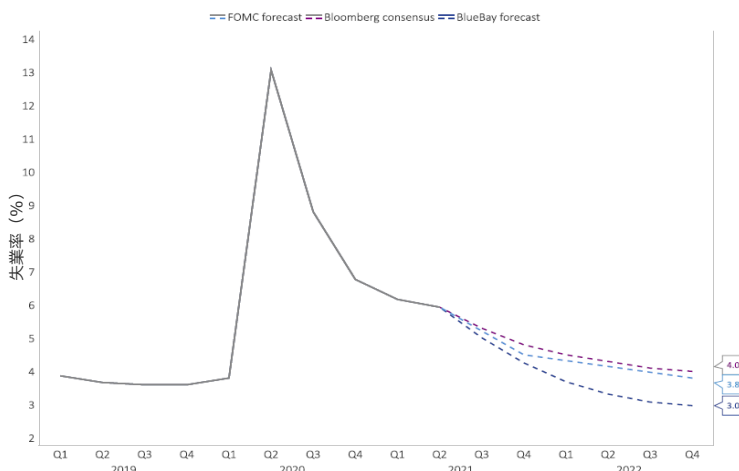
米国での求人数と失業率の関係を示すベバリッジ曲線が外側にシフトしているのは、労働需要と供給のミスマッチが大きくなっている証拠と言えます。この状態が続く場合、少なくとも短期的に、自然失業率がパンデミック前の水準を上回ることを示唆しています。

このミスマッチが続くと、月次で発表される失業率が示すよりも労働市場のスラックは小さくなり、失業率に対する賃金上昇圧力も、これまでより大きくなると考えられます。

ミスマッチが続くと、月次で発表される失業率が示すよりも労働市場のスラックは小さくなり、一定の失業率に対して賃金の上昇圧力が大きくなることを意味します。

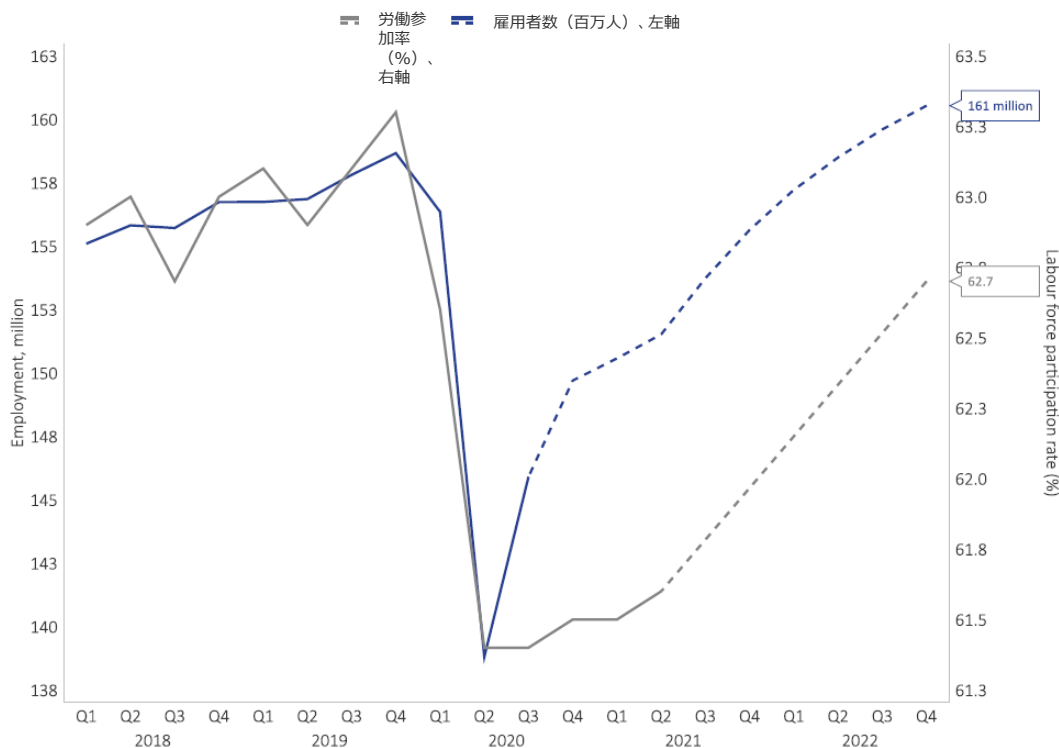
失業率はパンデミック前の水準を下回る見込み
ブルーベイが独自に予測した今年と来年の成長見通しを用いて、2019年以降の米国実質GDPにオークンの法則を適用し、失業率の見通しを導き出しました。失業率は、年後半に急低下し、2021年末に4.25%にまで低下する見通しとなっています。その場合、米連邦公開市場委員会（FOMC）の長期失業率の予想値である4%をわずかに上回る程度で、完全雇用または最大雇用の状態とほぼ一致することになります。

図3：失業率の見通し



出所：Macrobond、FOMC予測の中央値（2021年6月16日）、ブルームバーグコンセンサスの中央値（2021年7月2日）、ブルーベイ予測、直近の実績データは2021年4-6月時点。

図4: 実績及び推定の労働参加率及び雇用率



出所: Macrobond、ブルーベイ予測、直近の実績データは2021年4-6月時点

雇用面では、総雇用者数は、今年末までに155.6百万人に増加し、2022年7-9月期にはパンデミック前のピークである159.2百万人に達すると予想しています。

失業率だけを見れば、インフレ率がおよそ3%となり、10-12月期までにインフレ率と雇用最大化の目標に向けてかなりの進展があったとFRBは合理的に主張することができ、QEの縮小開始を正当化できると見えています。

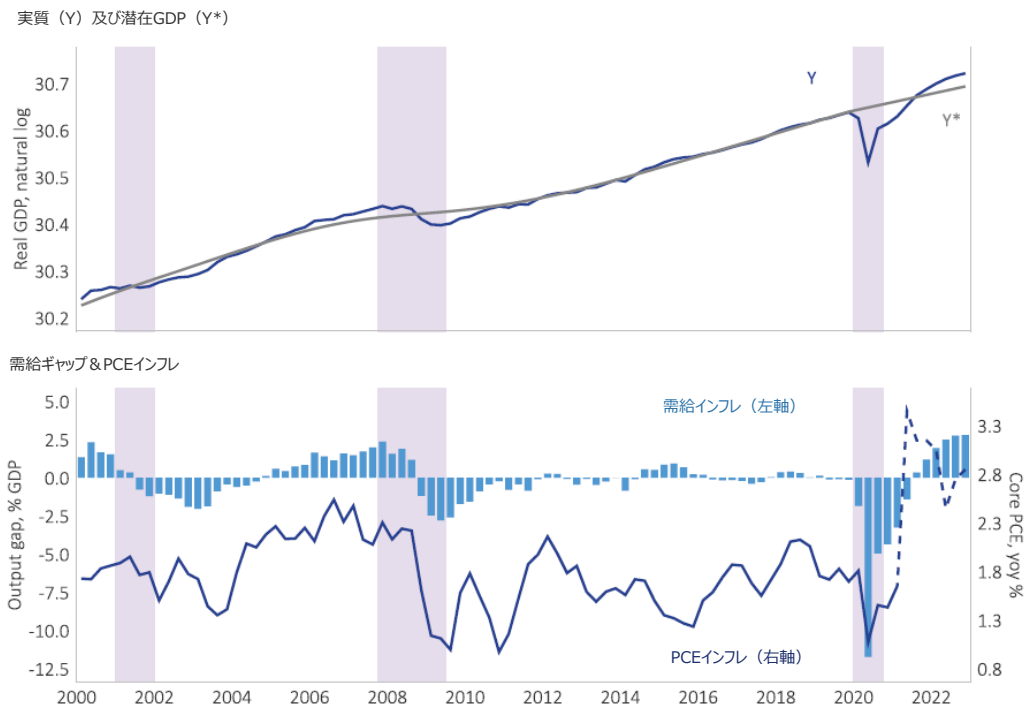
2022年まで米国経済が過熱気味であれば、オークンの法則では、FOMC予測の中央値の3.8%に対し、失業率は3%まで低下すると考えられます。パンデミックによる経済的ショックやそれに対する政策対応は前例のないものであるという特性から、当社を含むすべての予測は、通常よりも大きな誤差が生じる可能性があると考えています。しかし、今回の分析からは、パンデミックによる経済的な打撃が長引かなければ、失業率は2022年後半にパンデミック前の水準か、それを下回る可能性が高いと考えられます。

しかし、失業率だけが最大雇用の指標ではありません。FRBのパウエル議長によると、現在（2021年6月）の失業率5.9%には、労働力参加率がパンデミック前の水準よりも約3%低い61.6%となっているという継続的な雇用不足が反映されていない、ということ指摘しています。

早期退職が増加していることが、今後数年間の労働参加率の重石となる可能性があります。ゴールドマン・サックスの試算によると、退職者はパンデミック前に比べて120万人以上増加しており、これは労働参加率の0.5%の低下に相当し、さらに人口の高齢化は0.2%の押し下げ要因になる、としています。労働参加率は、パンデミック前の63.4%に対し、現在から2022年末までに1ポイント上昇し、62.7%になると予測しています。

雇用面では、総雇用者数（家計調査に基づくもので遅行するものの、民間の雇用調査より広範囲をカバーしている）は、今年末までに155.6百万人に増加し、2022年7-9月期にはパンデミック前のピークである159.2百万人に達すると予想しています。2021年前半の月次雇用者数の増加ペースが54万人だったのに対し、年内は月次で平均65~70万人のペースで増加すると予想しています。

図5: 実質及び潜在のGDP及びインフレ率



出所: Macrobond、ブルーベイト試算及び予測、直近の実績データは2021年1-3月時点

インフレ率が3%を超え、失業率が4%近くなると、FOMCは雇用及びインフレ目標に向けて十分な進展があると判断し、2021年末までにQEのテーパリングを発表し、場合によっては開始する可能性があると考えています。

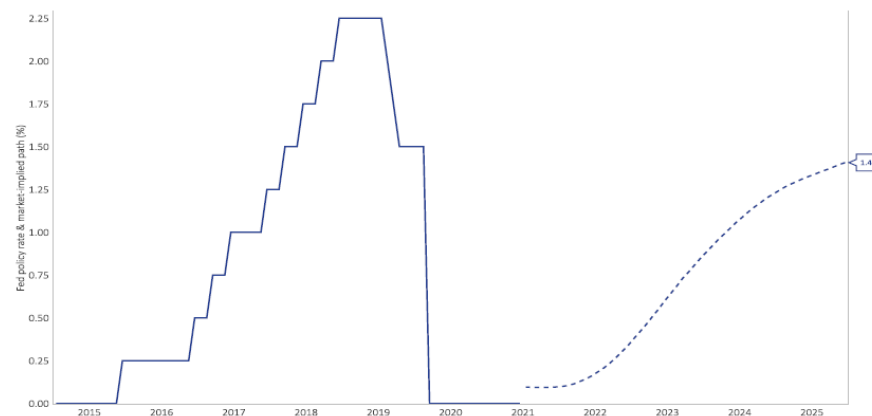
米国金融政策へのインプリケーション

財政刺激や超過貯蓄の取り崩し、本格的な経済再開に伴うサービス業への pent-up 需要、雇用や景況感の改善が、今年の残りの期間から2022年にかけて経済成長を押し上げる要因になると考えています。今年10-12月期及び2022年の成長率は、FOMC予測の中央値である前年比7%と3.3%の上昇に対して、それぞれ7.6%及び3.4%の上昇になると試算しています。当社の成長見通しでは、2021年末までに1%以上のプラスの需給ギャップが発生し、2022年末には3%近くまで

上昇することが予想されます。経済が「熱を帯びている」(需給ギャップがプラスで成長率がトレンドを上回る)状態では、インフレ期待が高まると、経済再開や供給問題がもたらす物価への「一時的な」影響が解消されても、2022年を通してインフレ率は2%ではなく3%に近い水準にまで上昇すると予想しています。

インフレ率が3%を超え、失業率が4%近くなると、FOMCは雇用及びインフレ目標に向けて十分な進展があると判断し、2021年末までにQEのテーパリングを発表し、場合によっては開始する可能性があると考えています。

図6: 市場に織り込まれた米政策金利見通し



出所: FRBによるFF誘導金利(下限) ; USDオーバーナイト・インデックス・スワップ(OIS) フォワード・レート; 2021年7月2日時点

月1,200億米ドルの債券購入プログラムのテーパリングのペースと優先順位は不確かですが、10ヶ月間で完了する可能性が高く（前回のQE期間が終了した2014年と同様に）、2022年後半に政策金利の「リフトオフ」の機会がもたらされると見えています。

後にFRBは利上げを行い、現在、先物市場や国債利回りに織り込まれている50bps以上の利上げが2023年内に行われると予想しています。

2022年に、米国経済がトレンドを上回るペースで拡大し、失業率はFRBが推定する長期トレンドを下回り、インフレ率が2%を持続的に上回れば、債券購入のテーパリングを終えた直

参考資料:オークンの法則

オークンの法則は、総生産（Y）の潜在生産（Y*）からの乖離と、失業率（U）と長期的もしくは「自然」失業率（U*）からの乖離との関係を示す経験的な法則を指しています。中央銀行の政策当局者などが使用する多くの経済予測モデルに組み込まれています。

$U_t - U_t^* = \beta (Y_t - Y_t^*) + \varepsilon_t$; $\beta < 0$ 、 β はオークン係数であり、負の値となります（失業率が長期失業率を上回ると、総生産が潜在生産を下回るようになります）。

1962年に発表されたアーサー・オークンの論文では、 $\beta = -0.3$ としており、この逆数を取り、失業率が1ポイント変化するとき、生産（実質GDP）は3%変化するという経験則を仮定しました。その後の研究では、 β は-0.4~-0.5の範囲となり、生産の変化は2~2.5%になるという法則が示されています。

未知変数であるU*とY*を推定する典型的な方法として、平準化された長期的な推定値を導き出すためにホドリック・プレスコット（HP）フィルターを用います（長期的に見て、失業率と生産は「自然」及び「潜在的」な水準になると仮定されます）。パンデミックの影響で長期的な推定値が歪むのを避けるため、オークンの法則の方程式は1948年4-6月期から2019年10-12月期の四半期データを使用しています。生産の変化が失業率に完全に反映されるにはタイムラグが生じるという点は考慮されています。

オークンの法則による試算、計測期間は1948年4-6月期から2019年10-12月期

$$U_t - U_t^* = \beta (Y_t - Y_t^*) + \varepsilon_t$$

		t 検定
Bt	-0.24029	-10.37
Bt-1	-0.13951	-4.04
Bt-2	-0.11997	-5.18

$$B_t + B_{t-1} + B_{t-2} = -0.49 = \text{オークンの法則の変数}$$

Adj.R2 =	0.85
SE	0.30

当レポートの予想値については、上記の計算式から得られた失業率の推定変化を、2021年4-6月期の実際の平均失業率に適用して算出しました。

ディスクレームー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下となります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上