

ソフトランディングかハードランディングか？

ベバリッジ曲線にまつわるウォラー・サマーズ論争



デビッド・ライリー

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

2022年8月

米連邦準備理事会（FRB）のウォラー理事とサマーズ元米財務長官の間に激しい論争が巻き起こっています。一方この論争は、米国経済がインフレを抑制することができるのか（そしてそれはソフトランディングになるのかハードランディングになるのか）ということを考えるうえで非常に有用です

この論争は改めて「労働市場」の重要性を際立たせており、

- 求人率¹の低下（求人数の減少はソフトランディング派にとって朗報）
 - 解雇報道の増加（ハードランディング派のシナリオに一致）
 - 賃上げの加速（いかに労働市場が逼迫し賃金インフレが起きているか）
- などへの注目が高まっています。

仮にサマーズ氏が主張するように、自然失業率（インフレなどに左右されることなく、労働人口において存在している失業者の割合）自体が上昇しているとすれば、賃金上昇圧力は当面続くことになり、失業率の急騰と景気後退が発生するそのときまで、コアインフレ率はFRBの目標を上回った状態が続くと見られます。

逆にウォラー氏が正しいとすると、求人数の減少を通して労働需要が減退することで、失業率を上昇させることなく賃金上昇圧力とインフレを抑制できることとなります。（FRBの示唆する「ソフトランディング」）

理想的には、労働供給が増加すれば、賃金インフレを抑制しながら雇用を増加させることができるはずですが。しかしながら、労働参加率が有意に上昇する可能性は低いと思われるため、労働需要の減少に焦点が当てられています。

ウォラー氏の議論は、求人率が一段と低下→賃金上昇圧力の低下→コアインフレ率がFRBの目標である2%に向けて持続的に低下、と繋がっていけば、FRBは「ハト派転換」できると示唆しています。しかし、サマーズ氏の指摘するように、自然失業率自体が上昇し、総需要が経済の供給能力を大きく上回っているとすると、FRBは失業率が少なくとも5%に達するまで利上げを続けざるを得ず、FRBのターミナルレート（利上げ終着点）は「ソフトランディング」シナリオよりも高くなると考えられます。

ウォラー氏とサマーズ氏の論争をもう少し詳しく見てみましょう

ソフトランディングかハードランディングかという論争の核心は、つまるところ失業率を大幅に上昇させることなく、余剰労働需要（失業者数を大きく上回る求人数）を削減できるのかということにつきまします。

歴史的には、失業率の3カ月移動平均が直近12カ月の最低水準から0.5%上昇すると景気後退に陥った可能性が高いとされています（サム・ルールと呼ばれています）。

労働市場が極端に逼迫しないようなバランスを取り戻し、賃金上昇を和らげるには、労働需要を減らすことが必要です。さらに、「ソフトランディング」のためには、労働需要の減少は、解雇や失業の増加ではなく、求人数の減少によってもたらされる必要があります。



¹ 求人率 = 求人数 ÷ (求人数 + 雇用者数)

ベバリッジ曲線

求人率と失業率の関係性は「ベバリッジ曲線」で表すことができます。（図表1）

ベバリッジ曲線に沿って左から右へ進むと、求人率は低下し、失業率は上昇します。現在の労働市場がベバリッジ曲線上のどこに位置しているのか、そして曲線がどのような勾配となっているのかは、失業者と求人をマッチングさせる際の労働市場の効率性をどう推定するかに依拠するため、直接観測することはできません。

FRB理事のウォラー氏は、実際のベバリッジ曲線は傾きがかなり急勾配であるため²、失業率を大幅に上昇させることなく労働需要と求人率の低下が達成可能と主張しています。

ウォラー氏によると、現在の求人率は極めて高く（賃金上昇圧力は強いが、雇用は増えない）、これは非常に強い労働需要と一致しています。現在の労働市場は、ベバリッジ曲線上の勾配の強いエリアに位置している（図表1で言うところの曲線上の左上）と主張しています。

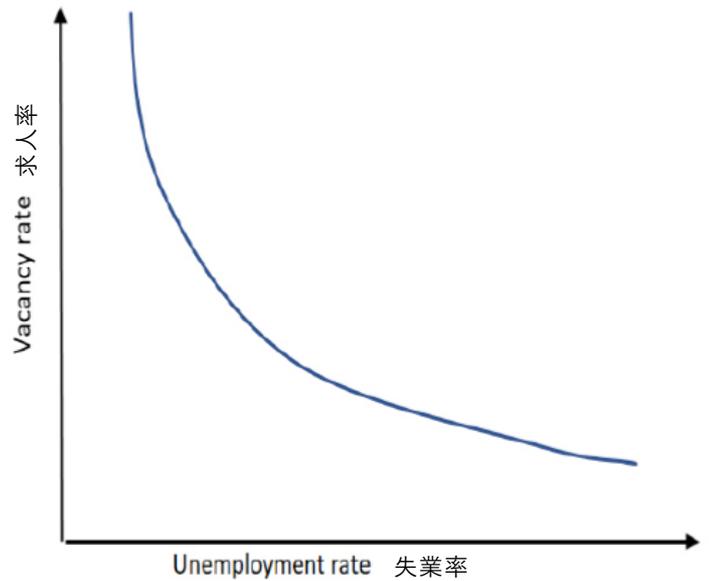
求人率を現在の水準からパンデミック前の4.6%程度まで引き下げれば、賃金の伸びは鈍化しますが、依然として強い労働需要、低い解雇率は続き、失業率の増加もわずかに留まるとしております。具体的には、失業率は1%程度³しか上昇しないと論じております。（図表2）

一方サマーズ氏（と共同執筆したブランシャール氏・ドマッシュ氏）は、ウォラー氏の分析に異議を唱え、パンデミック後の労働市場は、「再配置」（在宅勤務などによるロケーションやスキルによる仕事のシフト）の増加もあって、効率が低下している（失業者と求人情報のマッチングがうまくできていない、すなわち求人率の低下が失業率の大幅な上昇に繋がる）と反論しています⁴。

サマーズ氏らは、自然失業率はパンデミック前の4%（FRB推定）から5%程度にまで上昇していると結論付けています。これはつまり、ターゲットを大きく上回るインフレ率が持続的に低下するには、失業率が5%超まで上昇する必要があることを意味します。

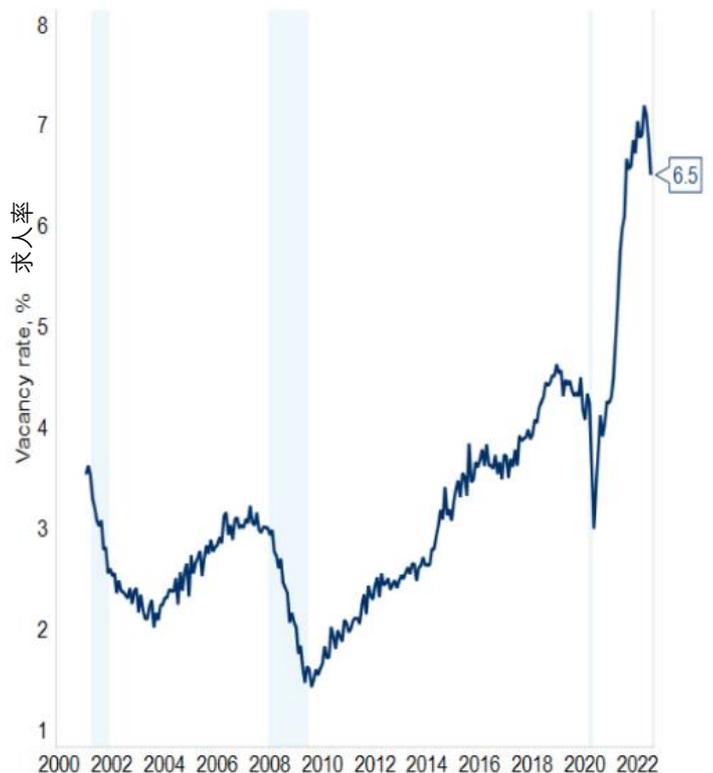
また、歴史的にみて、求人率の大幅な低下は失業者の大幅増加と関連しており、これを回避するには労働市場の効率（失業者が求人者にマッチする率）が大幅に改善した状態で、ベバリッジ曲線の下方に移動する必要があるとしています。

図表1：ベバリッジ曲線



（出所）BlueBay Asset Management

図表2：求人率



（出所）Macrobond 2022年6月

2 [Responding to High Inflation, with Some Thoughts on a Soft Landing](#)

3 [What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing?](#)

4 [Bad News for the Fed from the Beveridge Space, PIIIE, July 2020](#)

図表3：求人率と失業率の比較（パンデミック前後）

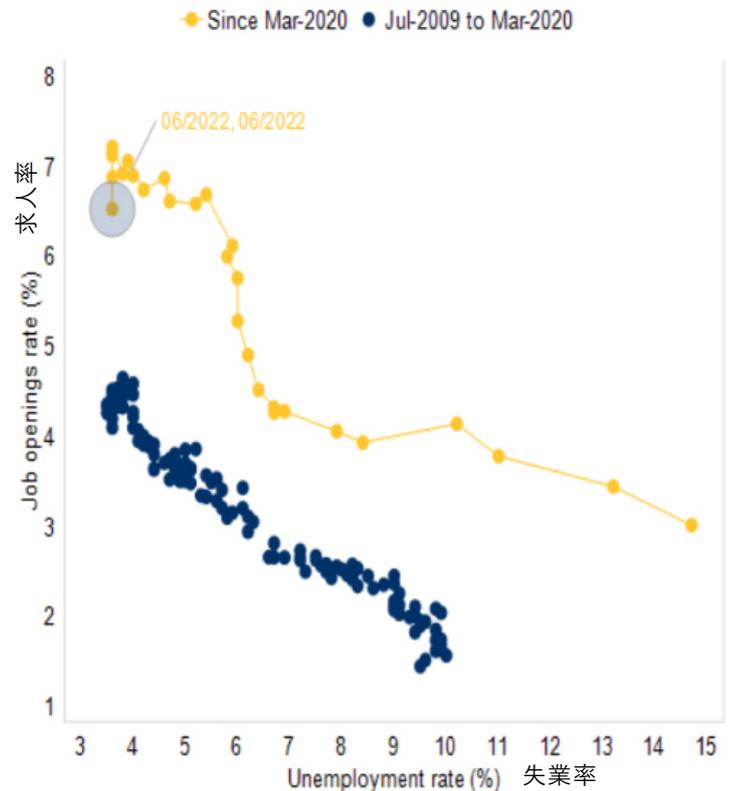
どちらの見方も一理あり

ウォラー氏とサマーズ氏の論争をまとめたものが、図表3となります。各ドットは、パンデミック前と後の求人率と失業率の関係を示しています。この図からはサマーズ氏の言う通り、労働市場の効率性はパンデミック前よりも低下しており（つまり、求人率と失業率の曲線自体が右上にシフトしている）、自然失業率が上昇しているとの主張と整合的です。

一方で、パンデミック期は例外であり、足元の労働市場はベバリッジ曲線の最も勾配の強い位置（図表3黄色線の左上）にあることから、失業率が大きく上昇しなくても、求人率は現在の例外的に高い水準から有意に低下しうる（図表3左上の黄色のドットが青いドットにシフトダウンする）というウォラー氏の主張もまた妥当です。

6月の最新求人データ（JOLTSレポート）は、失業率が前月と変わらなかったにもかかわらず、求人率の低下が予想以上に大きく、ウォラー氏のソフトランディング説に沿ったような動きとなりました。しかし、これはあくまで単月のデータに過ぎず、労働需要、求人、解雇、失業の関係はタイムラグを伴う動的なものです。

7月の雇用統計では、雇用は大幅に増加しましたが、労働供給（労働参加率）はさらに減少し、失業率はパンデミック後の最低値である3.5%に低下、賃金にも加速が見られました。米国の労働市場が「極めてタイト」であることは、異論の余地はないでしょう。



（出所）Macrobond 2022年6月

まとめ

ウォラー氏とサマーズ氏の論争は、GDP25兆ドル規模を誇る米国経済がインフレを抑制できるのか（そしてそれはソフトランディングとなるのかハードランディングとなるのか）という問題を論じる上で有用なフレームワークとなっております。この論争は改めて「労働市場」の重要性を際立たせており、求人率の低下（8/2のJOLTSレポートが示す求人数の減少はソフトランディング派を勇気づけました）、解雇ペース、賃金上昇などに注目が集まっております。

サマーズ氏らが正しければ、賃金は引き続き上昇し、さらに加速する可能性すらあります（したがって、米雇用統計と共に発表される平均時給を含む、さまざまな賃金指標を確認することが重要です）。しかし、ウォラー氏が正しければ、FRBの引き締め政策が労働需要を減少させるため、求人率は低下し続け、賃金上昇は緩やかになり、失業率は小幅な上昇にとどまることとなります（ソフトランディングシナリオ）。

一方、この議論をFRBの利上げパスに直接当てはめるのは、金利の変化に伴う経済の感応度が不明確なため困難です。たとえば、債務水準自体が高ければ、過去標準と比較して小幅な金利上昇であっても総需要を減らすのに十分である可能性があります。

以上の点を考慮すると、ソフトランディング・シナリオにおいては、インフレ率が目標を上回っていても、求人率が低下し、賃金の伸びが鈍化すれば、FRBはハト派姿勢に転換できると考えています。

一方、サマーズ氏らにとっては、米国経済は潜在成長率を大幅に上回っていることから、賃金と物価の上昇を持続的に抑えるためには、FRBは失業率が少なくとも5%（現在は3.5%）に達するまで利上げを続けざるを得ず、これは「ソフトランディング」よりも高いターミナルレート（利上げ終着点）に繋がるでしょう。

ディスクレーム

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ようになります。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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーゼィング債	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



RBC BlueBay
Asset Management