

MALALA LIN
Assistant Vice President

Economic Research Office

T: +1 (929) 989 6613
E: mlin@us.mufg.jp

MUFG Bank, Ltd.
A member of MUFG, a global financial group

人口高齢化が労働供給を抑制し、均衡雇用増加ペースを押し下げ

2026 年 10 月 22 日

(10 月 22 日公表のレポート “Population Aging Is Restraining Labor Supply and Lowering Breakeven Job Growth” の日本語版)

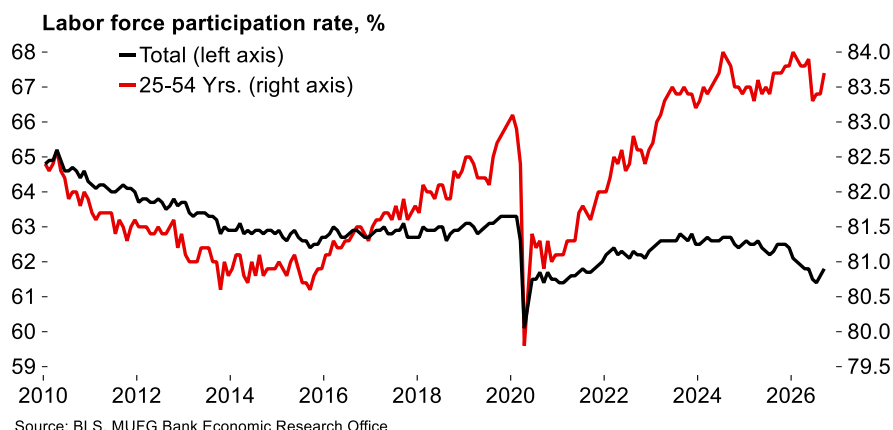
- 前回レポートでは、労働供給が制約されていること、とりわけ 55 歳以上の年齢層でその傾向が顕著であることを指摘した。その結果、失業率は引き続き小幅に低下している。本稿では、労働参加率低下の主因として、早期退職への持続的なシフトよりも、進行する人口高齢化の影響が大きいことを示す。この傾向はパンデミック以前からみられており、55 歳以上人口に占める 65 歳以上人口の割合上昇によって一段と強まっている。今後も高齢化が労働力人口の伸びを抑制し、移民流入による下支えも過去数年ほど期待できないなか、労働供給制約は持続し、労働市場の先行きに対する構造的な逆風となる可能性が高い。
- 一方で、労働供給制約が続いているにもかかわらず、労働需要も同時に減速しているため、労働市場は概ね均衡した状態を維持している。分析によれば、基調的な労働力人口の増加率は近年の水準と比べても極めて低い伸びにとどまっている。このため、失業率を安定的に維持するために必要な雇用増加ペースは大きく低下しており、雇用者数の伸びが鈍化しているにもかかわらず、労働市場の均衡維持に寄与している。

高齢化が引き続き労働供給の重石に

米国の労働参加率は、新型コロナウイルス感染拡大の影響により記録的な低下を経験し、2020 年 4 月には 60.2%と 1970 年代以来の低水準まで落ち込んだ。その後、25～54 歳の労働参加率は完全に回復したものの、全体の労働参加率は依然としてパンデミック前のピークを下回っており、他の年齢層がなお下押し要因となっていることを示唆している（第 1 図）。

直近では、労働参加率が夏場に 61.4%まで低下し、パンデミック期以降で最低水準となったことから注目を集めた。このため、依然として低い参加率について、パンデミック後の傾向、季節要因、あるいはその他の持続的な下押し要因によるものかを巡って議論が活発化した。

第1図：米国の労働参加率は7月に5年ぶりの低水準となった



これまでの研究¹では、人口高齢化が労働参加率低下の主因であると指摘されてきた。本稿の分析でも、引き続き同じ結論が確認された。パンデミック以降、55歳以上の年齢層における労働参加率は低下しているが、その動きは年齢層内で一様ではない。55～64歳層の労働参加率は12か月移動平均ベースで上昇傾向にあり、すでにパンデミック前の水準を上回っている。一方、65歳以上層の労働参加率は引き続き低下傾向にある（第2図）。

加えて、65歳以上人口の増加ペースは55～64歳人口を上回っており、労働参加率の低い65歳以上層の構成比が55歳以上人口全体に占める割合を押し上げている（第3図）。直近の人口統計改定²は最新の推計値に影響を与えた可能性があるものの、65歳以上人口比率の上昇傾向はパンデミックや統計改定以前から続いており、高齢化が労働参加率に対する構造的な下押し要因であり続けていることを示している。

その結果、55歳以上全体の労働参加率は、55～64歳層と65歳以上層の労働参加率格差の拡大と、65歳以上人口比率の上昇によって、ますます押し下げられている。また、65歳以上層の内部でも同様の動きがみられる。労働参加率が低下するなか、人口構成は65～69歳層から、より参加率の低い高齢層へとシフトしている。

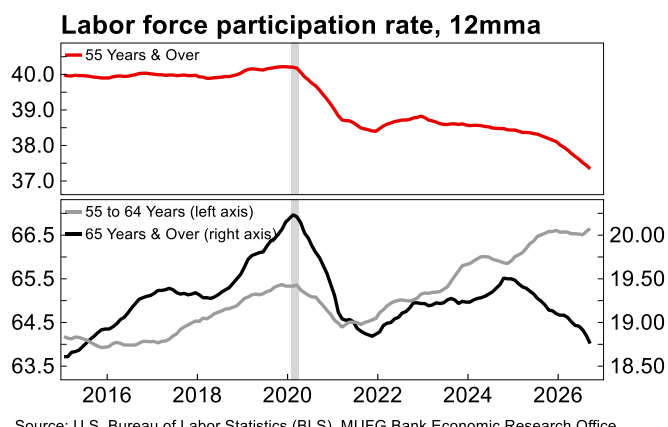
パンデミックは当初、退職を前倒しする動きを促した可能性がある³ものの、足元のデータは、全体の労働参加率の低迷が続いている背景として、進行する人口高齢化と65歳以上層における労働参加率の低下がより大きな役割を果たしていることを示唆している。

¹ [The Persistent Decline of LFP Rates for Older Individuals Around the Pandemic | Richmond Fed](#)

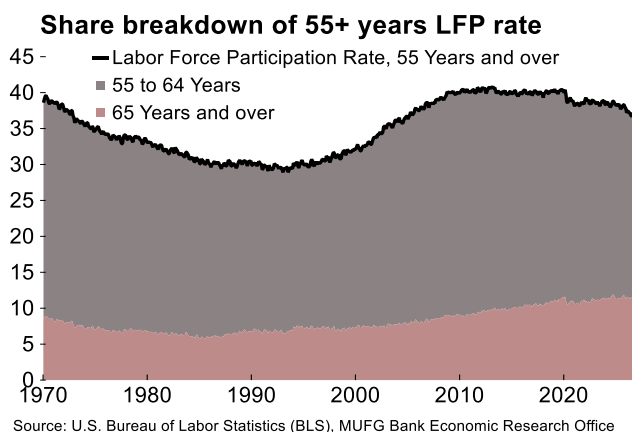
² [Adjustments to Household Survey Population Estimates in January 2026 \(PDF\)](#)

³ [Dissecting the Great Retirement Boom | Fed in Print](#)

第2図：高齢層の労働参加率低下は主に65歳以上でみられる



第3図：人口構成の変化により、55歳以上全体の労働参加率に占める65歳以上層の影響が拡大

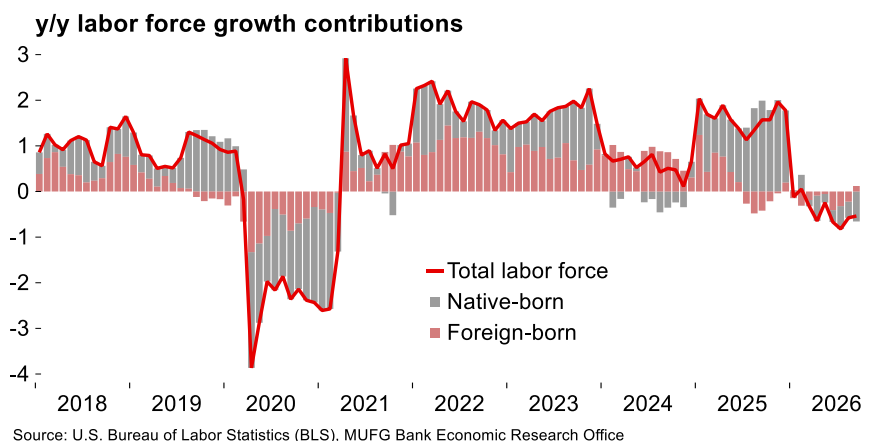


移民流入による労働供給の下支えは限定的

移民流入は、パンデミック後の景気拡大局面の大半において労働力人口の増加を支えてきた。特に 2024 年には、米国生まれの労働力人口が減少するなかで労働供給を下支えした（第4図）。しかし、海外生まれ労働者による寄与は大幅に縮小しており、足元ではマイナスに転じている。

このため、移民流入はもはや人口高齢化に伴う人口動態上の逆風を十分には相殺できていないようにみえる。先行きを展望すると、一時的保護資格（TPS）の失効を含む移民政策の厳格化により、流出増加や流入鈍化が進めば、労働力人口の増加にはさらなる下押し圧力がかかる可能性がある。この結果、労働供給制約は今後も続く公算が大きい。

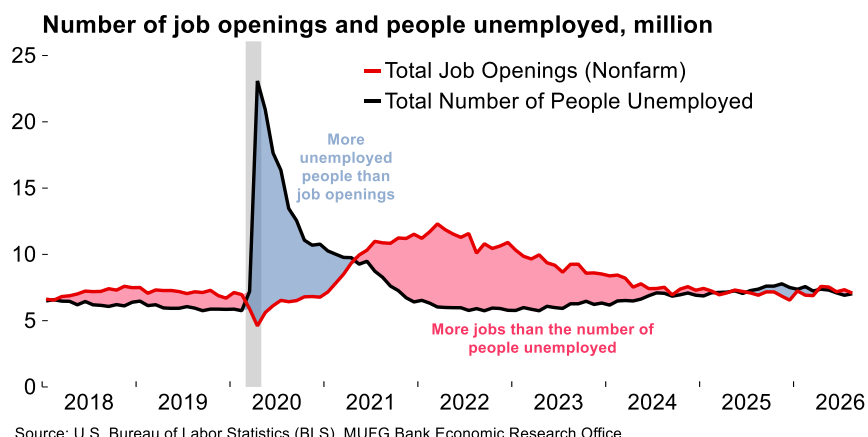
第4図：移民流入による労働力人口増加への下支えは弱まっている



労働供給の弱さは結果的に労働市場の均衡維持に寄与

人口高齢化や労働力人口の伸び鈍化により、労働供給は依然として制約されている。しかし、労働需要も減速したことで、2021～22年にみられた求人超過の状態はほぼ解消されている（第5図）。こうした超過需要は2023年から2024年にかけて、労働需要の減速とともに徐々に縮小した。その結果、求人件数と失業者数の比率は概ね1倍近辺まで低下しており、労働市場は以前と比べてかなり均衡した状態にあるとみられる。

第 5 図：労働需要と利用可能な労働力とのギャップは解消



労働供給の弱さにより、雇用増加のハードルは異例の低水準に

足元の労働市場は近年と比べてより均衡した状態にあるようにみえるが、その均衡を維持するうえで現在の雇用増加が十分かどうかを判断するためには、持続可能な雇用増加ペースの基準が必要である。そこで本稿では、失業率を安定的に維持するために整合的な雇用増加ペース、いわゆる「均衡雇用増加ペース（breakeven employment growth⁴）」を推計した。

均衡雇用増加ペースは、基調的な労働力人口の動向と密接に関係している。より多くの労働者が労働力人口に加わるほど、失業率を安定的に維持するためには、それに見合う雇用創出が必要となる。逆に、労働力人口の増加ペースが鈍化すれば、同じ失業率を維持するために必要な新規雇用創出も少なくなる。この関係を捉えるため、本稿ではまず基調的な労働力人口増加率を抽出し、それを均衡雇用増加ペースの推計における重要な投入変数として用いている。この指標を基準として、雇用増加が均衡ペースを上回れば失業率には低下圧力がかかり、逆に均衡ペースを下回れば労働市場の需給緩和につながる。

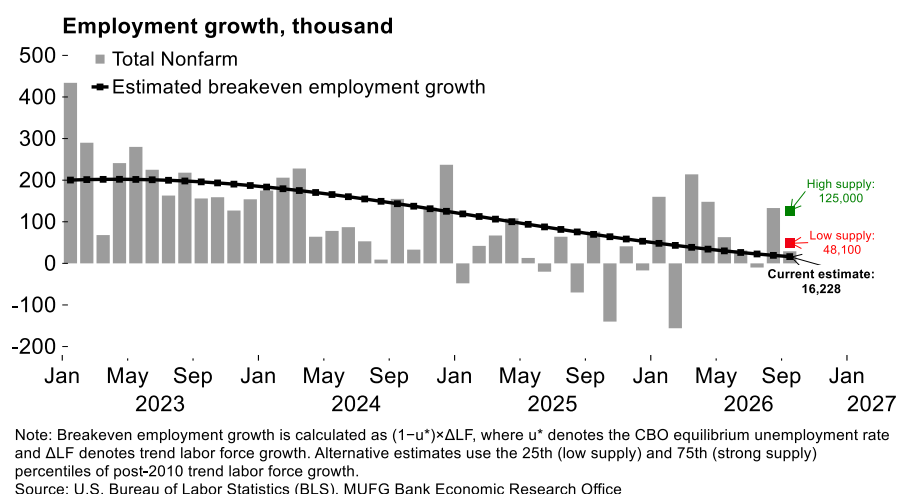
重要なのは、均衡雇用増加ペースは一定ではないという点である。この指標は主として労働力人口の増加率に左右されるため、人口高齢化によって労働供給が抑制されるなか、近年は低下傾向にある。均衡雇用増加ペースの推計値は推計手法や前提条件に左右されるため、その水準は幅を持つてみる必要があるものの、本稿の結果は、失業率を安定的に維持するために必要な雇用創出ペースが過去と比べて大幅に低下していることを示唆している。

労働供給の重要性を示すため、本稿では現在の均衡雇用増加ペースの推計値と、異なる労働力人口増加率を前提とした推計値を比較した（第 6 図）。この試算は予測を目的としたものではなく、労働供給の変化に対して均衡雇用増加ペースがどの程度敏感に反応するかを示すことを目的としている。図中には、2010 年以降の分布において労働供給が弱いケース（第 25 パーセンタイル）と、労働供給が強いケース（第 75 パーセンタイル）を前提とした均衡雇用増加ペースを示している。注目すべきことに、

⁴ Breakeven employment growth は $(1 - u^*) \times \Delta L F^{\text{trend}}$ により算出。 u^* は米国議会予算局が推計する長期均衡失業率（4.4%）を表す。基調的な労働力人口増加率（ $\Delta L F^{\text{trend}}$ ）は、労働力人口系列に Christiano-Fitzgerald フィルター（2-72 カ月）を適用して算出。パンデミックに伴う統計の歪みを考慮するため 2020 年 3 月に構造変化点を設定するとともに、系列末端における推計誤差（エンドポイント・バイアス）を軽減するため、米国労働統計局の労働力人口見通しを用いて系列を延長。

足元の基調的な労働力人口増加率を前提とした均衡雇用増加ペースの推計値は、労働供給が弱い第 25 パーセンタイルのケースが示唆する水準をも下回っており、現在の労働市場が異例なほど強い供給制約に直面していることを示している。

第 6 図：労働市場の均衡維持に必要な雇用増加ペースは過去に比べて低下



労働市場見通しへの示唆

労働市場は依然として労働供給の弱さによる制約を受けているが、労働需要の減速により、利用可能な労働力と労働需要との間で再び不均衡が生じることは回避されている。その結果、労働市場は概ね均衡した状態にあると考えられる。このような環境下では、労働需要が労働供給に対して大幅に強まらない限り、労働市場がインフレ圧力再燃の重要な要因となる可能性は低い。

今回の分析は、労働力人口の低成長によって、失業率を安定的に維持するために必要な雇用増加ペースが大幅に低下していることを示している。言い換えれば、過去の基準では弱いと評価される雇用増加であっても、現在では労働市場の均衡維持に十分である可能性がある。今後も労働需要が労働供給とともに減速する限り、労働市場は概ね均衡状態を維持し、FRB はインフレリスクにより専念できるようになるだろう。

先行きをみると、労働供給制約は引き続き労働市場を特徴づける要因となる見込みである。足元では労働需要の減速によって均衡が回復しているものの、雇用拡大ペースが再加速する場合には、労働市場の逼迫再燃を回避するため、それに見合う労働力人口のより力強い増加が必要となる。他方で、労働需要が労働供給とともに減速を続ける限り、労働市場は安定した失業率と限定的なインフレ圧力に概ね整合的な状態を維持すると考えられる。

Analyst Certification

The views expressed in this report solely reflect the personal views of Malala Lin, the primary analyst responsible for this report, about the subject securities or issuers referred to herein, and such views may not necessarily reflect the thoughts and opinions of MUFG Bank, Ltd. and its affiliates or management team. No part of such analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed herein.

Disclaimers

The information and views contained herein are not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to law or regulation or which would subject MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") to any registration requirement within such jurisdiction or country. The information and views contained herein are provided for general informational purposes only, are subject to change, and are not intended to be, nor should be used, or considered, as an offer, or the solicitation of an offer, to sell or to buy or to subscribe to or for securities or any other financial instruments, and do not constitute specific investment, legal, tax or other advice or recommendations. The information contained herein reflects the thoughts and opinions of the noted authors only, and such information does not necessarily reflect the thoughts and opinions of MUFG or its management team. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective and it does not take into account the specific investment objectives, financial situation, or the particular needs of any specific person who may receive this information. Any information relating to performance contained herein is illustrative and no assurance is given that any indicative returns, performance or results, whether historical or hypothetical, will be achieved. Before entering into any particular transaction, you should consult an independent financial, legal, accounting, tax, or other advisor as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting, or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements contained herein, and any assumptions on which such statements are based, are in each case accurate, neither the authors nor MUFG have independently verified its accuracy, and such information may be incomplete or condensed. The information is provided "AS IS". The authors and MUFG do not warrant the accuracy of the materials provided herein, either expressly or implied, for any particular purpose and expressly disclaims any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose. The authors and MUFG cannot and do not guarantee the accuracy, validity, timeliness or completeness of any information or data made available to you for any particular purpose. MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information and views contained herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.

© 2026, MUFG Bank, Ltd. All Rights Reserved.

About MUFG and MUFG Americas

Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc. (MUFG) is one of the world's leading financial groups. Headquartered in Tokyo and with over 360 years of history, MUFG has a global network with approximately 2,000 locations in more than 40 countries. MUFG has nearly 120,000 employees and offers services including commercial banking, trust banking, securities, credit cards, consumer finance, asset management, and leasing. The Group aims to "be the world's most trusted financial group" through close collaboration among our operating companies and flexibly respond to all the financial needs of our customers, serving society, and fostering shared and sustainable growth for a better world. MUFG's shares trade on the Tokyo, Nagoya, and New York stock exchanges.

MUFG's Americas operations, including its offices in the U.S., Latin America, and Canada, are primarily organized under MUFG Bank, Ltd. and subsidiaries, and are focused on Global Corporate and Investment Banking, Japanese Corporate Banking, and Global Markets. MUFG is one of the largest foreign banking organizations in the Americas. For locations, banking capabilities and services, career opportunities, and more, visit www.mufgamericas.com.