

Economic Monitor

あくまでも予想通りのリバウンド（2月の米雇用統計）

1月悪天候による反動から、雇用者数は2月に前月差19.2万人と予想通りの大幅増加を記録し、雇用情勢の改善継続を示唆。失業率も8.9%へ低下したが、今後は労働市場への再参入により上昇圧力が生じる。賃金上昇ペースは2月単月では失速したが、均せば上昇基調に変化なし。雇用情勢の改善度合いは未だ不十分なためFedはQE2を完遂へ。しかし、外部環境の変化により期待インフレ率が著しく高まるリスクが生じれば、Fedが早期利上げに踏み切る可能性も。

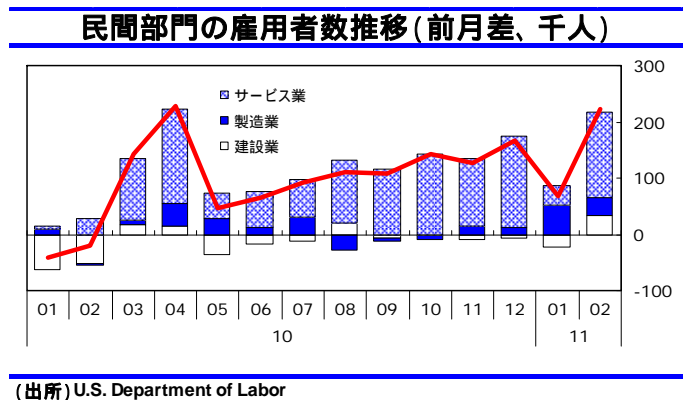
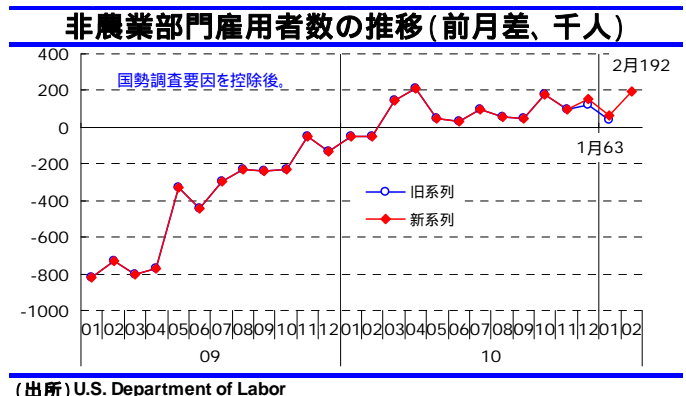
予想通りのリバウンド

2月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+19.2万人と大幅に増加した。1月データ発表時点で当社は2月を+22万人程度と見込んだが、1月が+3.6万人→+6.3万人へ2.7万人上方修正されたことを加味すれば、概ね想定通りの結果と言える。2月の増加幅は+19～+20万人程度との市場コンセンサスにも一致し、雇用者数は大方の予想通りのリバウンドを示したと評価できるだろう。米国の雇用情勢は改善基調を維持していると判断できる。但し、2月に雇用情勢の改善ペースが加速したとまでは言い難い。雇用者数の増加幅を均して見ると、2010年10～12月期が+14.1万人/月（除く国勢調査要因¹）→1～2月平均は+12.8万人/月と2四半期連続で10万人を超える大幅増加を確保したものの、増加ペースが加速したわけではない。過大評価は禁物である。そもそも、2月の雇用者数の大幅増加をもたらしたのは、

1月悪天候の反動に過ぎない。北東部を中心とした大雪により先送りされた雇用が2月に顕現化した。セクター別動向を見ると悪天候の影響を受け易い建設業（1月▲2.2万人→2月+3.3万人）、運輸業（▲4.4万人→3.3万人）、人材派遣（▲0.5万人→1.6万人）、レジャー（▲0.3万人→2.1万人）において2月の反発が確認できる。また、雇用増加を示す直接的なデータではないが「悪天候により就業不能だった雇用者数²」の推移も悪天候の影響を示唆している。「悪天候により就業不能だった雇用者数」は1月に88.6万人と歴代5位の規模に達し、過去5年の1月平均を214.6%も上回ったが、2月は39.5万人と過去5年の2月平均を11.6%下回った。

民間部門は概ね増加、政府部門は減少継続

2月の雇用者数内訳を見ると、ほぼ全てのセクターで増加が確認できる。前述の建設業のリバウンドに加え、製造業も前月差+3.3万人（1月+5.3万人）と4ヶ月連続で増加したことから、財生産部門の雇



¹ 10年に一度の国勢調査による臨時雇用により、2010年の雇用者数変動は大きく歪んでいるため、その要因を控除した。

² 家計調査によるデータ。また就業不能だったのは失業者ではなく、あくまで雇用者である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が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、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

用者数は+7.0万人（1月+3.5万人）と2006年2月以来の大幅増加を記録した。また、サービス部門も+15.2万人（1月+3.3万人）に増加幅が拡大している。前述の運輸やレジヤのみならず、事業支援（+3.5万人→+4.7万人）、教育・ヘルスケア（+2.4万人→+4.0万人）などで増勢が加速した。民間セクターの主要業種では、小売が▲0.8万人（1月+3.1万人）と唯一減少を記録したが、1月急増の反動が大きい。一方、政府部門は2月も▲3.0万人（1月▲0.5万人）と減少が続いた。連邦政府は横ばいだったが、財政難に苦しむ地方政府が▲3.0万人（1月▲0.8万人）と雇用圧縮を続けている。米国経済において地方政府部門は、住宅市場と並んで最も回復の遅れている分野である。

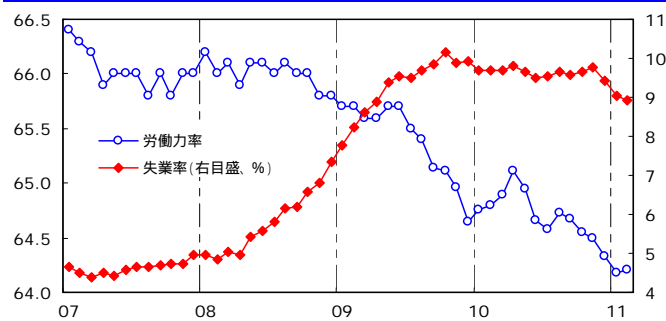
失業率は低下継続も、今後の上昇圧力に注意

失業率は1月の9.05%が2月は8.92%に低下した。多くの市場参加者は失業率上昇を見込んでおり、この失業率低下は2月の雇用統計において唯一とも言えるサプライズだった。内訳を見ると、雇用者数が前月差+25万人と労働力人口の+6万人を上回る増加を記録し、失業者の▲19万人もの大幅減少や前述の失業率低下に繋がっている。雇用者数の増加が失業率低下の主因であり、雇用情勢の改善と評価できるだろう。当社は2011年10～12月期の失業率を9.2%と予想しているが、2月実績は当社予想を既に0.3%Ptも下回っている。但し、失業率には今後、上昇圧力が働くことを忘れてはならない。金融危機後の雇用環境悪化に伴って労働市場から退出していた人々が戻ってくるためである。前月のレポートでも述べたように、金融危機前2007年の労働力率（男女別・5歳毎の年齢階層）が2008年以降も継続したと仮定すれば、失業率には1.0%Ptの上昇圧力が生じると試算できる³。今後予想される失業率上昇は、雇用情勢の悪化を必ずしも意味しないが、賃金や物価の動向に影響する経済全体の需給を判断する上では重要な要素である。

長期失業問題に出口は見えず

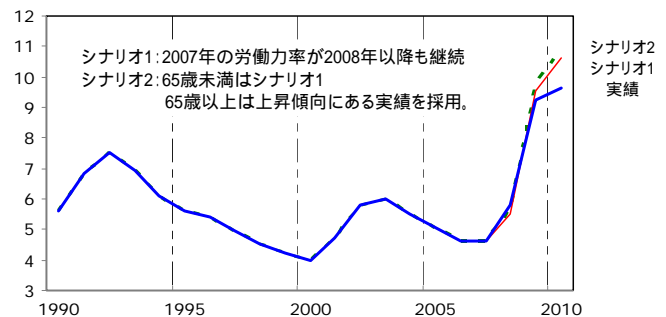
米国経済の競争力を考える上で懸念される長期失業者問題について、2月は改善と悪化が入り混じる内容だった。失業が27週以上に及ぶ「長期失業者」が失業者全体に占める割合は1月の44.8%から2月は43.8%へ若干低下したものの、平均失業期間⁴は37.1週（1月36.9週）へ寧ろ長期化し、過去最長

労働力率と失業率の推移 (%)



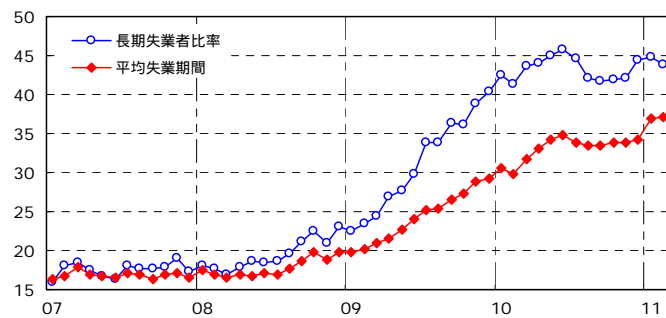
(出所) U.S. Department of Labor

失業率の推移とシミュレーション (%)



(出所) Department of Labor

長期失業の動向 (%、週)



(出所) U.S. Department of Labor

³ 詳細は2011年2月7日付 Economic Monitor 「雇用情勢は改善？足踏み？（1月の米雇用統計）」を参照。

⁴ 昨今の失業期間長期化の傾向を受けて、2011年1月調査から報告できる失業期間の上限が従来の2年迄から5年迄に延長されている。この上限変更による平均失業期間押し上げの影響が1月以降は1.1週程度含まれる。ただ、その影響を除いても、2月の失業期間が過去最長であることは変わらない。

を更新している。長期失業問題の解消に向けた明確な動きは未だ確認できない。

賃金上昇ペースは失速していない

2月に労働時間は概ね横ばいで推移した。民間労働者全体の労働時間は4ヶ月連続で34.2時間、労働者全体の5分の4を占める製造及び非管理労働者の労働時間は12月の33.5時間が1月に33.4時間へ減少した後、2月は33.5時間に戻った。1月の減少は悪天候による一時的な動きのものであり、それが解消したということだろう。なお、製造業の残業時間は1月の4.0時間/週が2月は4.2時間/週へと大幅に増加しており、こうした残業時間増加が、前述の製造業における雇用者数増加をもたらした一因と考えられる。一方、平均賃金の上昇ペースは2月単月で見ると、民間労働者全体が1月前月比年率4.8%→2月0.5%、製造及び非管理労働者ベースは1月6.4%→2月0.0%といずれも失速した。この賃金伸び鈍化を極めて悲観的に捉える論調もあるが、2月失速は1月の大幅な伸びの反動が大きく、より安定的な3ヶ月年率ベースで見ると労働者全体が1月1.6%→2月1.9%へ加速、製造及び非管理労働者ベースも2.1%→1.9%と2%程度の伸びを確保している⁵。高水準の失業率が示すように労働需給が緩和的な下で、賃金上昇ペースの大幅な加速は言うまでもなく見込み難い。しかし、賃金の上昇傾向は保持されており、米国経済におけるデフレリスクは明らかに遠のいている。

雇用優先でQE2は完遂
米国経済におけるデフレ問題のプライオリティは明確に後退し、商品市況の上昇を受けて金融市場や一部議員の間ではインフレに対する警戒感が強まっている。しかし、デュアルマンデートのもう一方である「雇用」については改善基調こそ定着しつつあるものの、高水準の失業率や長期失業問題などを指摘するまでもなく、回復度合いは全く不十分である。金融危機に伴う景気後退で875万人もの雇用が失われたが、その後の景気回復で取り戻されたのは僅か127万人、失われた雇用の15%にも満たない。そのため、冷静な目で見れば、現時点においてFedやオバマ政権にとっての最優先事項が「雇用」である事態は変わらない。QE2が早期終了されることはないだろう。

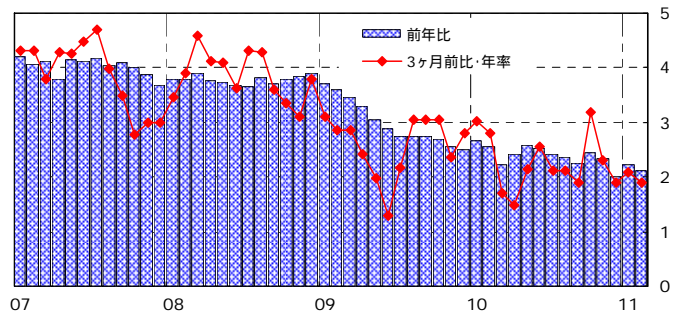
外部環境の変化がFedに早期利上げを促すリスクも浮上

QE2後の金融政策は、金融政策における雇用のプライオリティが低下するペース（雇用情勢の回復加速ペース）とインフレのプライオリティが高まるペースをどう考えるかに依存する。本来両者は相互依存関係にある。既に指摘したように失業率が再上昇する可能性が高いことを考えると、インフレ率の重要な決定要素である賃金に対する上昇圧力が著しく高まる状況が早期に訪れるとは考えにくい。そのため、当社はメインシナリオにおいて、FedはQE2

景気循環における雇用者数の推移(百万人、季調値)

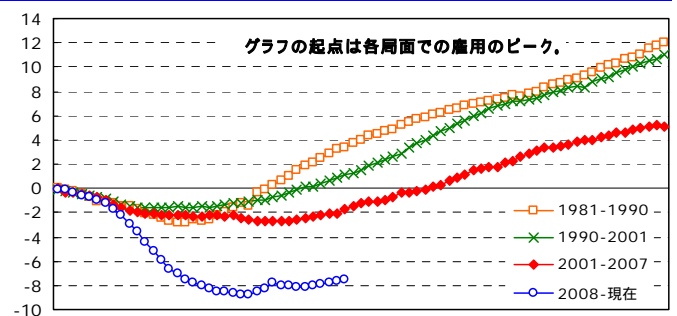
QE2後の金融政策は、金融政策における雇用のプライオリティが低下するペース（雇用情勢の回復加速ペース）とインフレのプライオリティが高まるペースをどう考えるかに依存する。本来両者は相互依存関係にある。既に指摘したように失業率が再上昇する可能性が高いことを考えると、インフレ率の重要な決定要素である賃金に対する上昇圧力が著しく高まる状況が早期に訪れるとは考えにくい。そのため、当社はメインシナリオにおいて、FedはQE2

平均時給の推移(製造及び非管理労働者、%)



(出所)U.S. Department of Labor

景気循環における雇用者数の推移(百万人、季調値)



(出所)U.S. Department of Labor

⁵ 悪天候で労働時間が1月に短期化した影響で、時給が押し上げられた可能性が高い。2月はその反動で伸びが鈍化したと考えられる。

により膨らんだバランスシートを QE2 の終了後も半年から 1 年程度は保持し、利上げモードに転換するのは来年半ば以降と考えている。但し、インフレ率は、国内の需給バランスのみで決まるわけではない。商品市況を左右する中東情勢の先行きは、政治・宗教的な色彩が強まり、既に金融市場関係者や中央銀行の予測領域を逸脱してしまった。今後半年程度の原油相場については、合理的な予測ではなく、危機管理的な対応が求められる。また、欧州で急浮上した利上げ観測によってドル安が大きく進み、輸入物価を押し上げるリスクも出てきた。インフレ率を決定する上で重要な「期待インフレ率」が身近な商品、端的にはガソリン価格の変動によって急速に高まり、現実のインフレ率（総合のみならずコアも）を押し上げる可能性も否定はできなくなっている。当社のメインシナリオではないが、商品市況上昇・ドル安→期待インフレ率上昇→Fed による早期利上げのリスクにも目配りが必要であろう。