

# Economic Monitor

## 雇用情勢は緩やかながらも持ち直し（7月の米雇用統計）

7月の雇用者数は3ヶ月ぶりに二桁増を確保し減速傾向に歯止め。失業保険申請件数は8月にかけての改善継続を示唆。賃金上昇ペースの明確な加速はデフレリスクの一層の縮小を示し、QE3の可能性は一層低下。但し、時間軸強化による追加緩和の可能性は依然として五分五分。

### まずは一安心

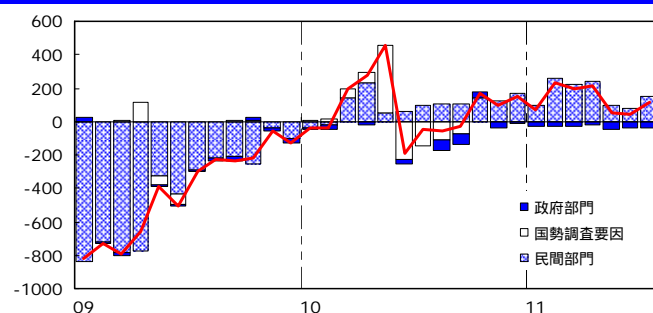
7月の米雇用統計は、一言で言えば「一安心」の内容である。非農業部門雇用者数(NFP: Non-farm Payroll)は5月が前月差+2.5万人から+5.3万人へ、6月も+1.8万人から+4.6万人へ合計で5.6万人上方修正された上で、7月は+11.7万人と3ヶ月ぶりに二桁増加を確保した。8万人前後との市場コンセンサスも上回っている。また、民間部門に限っても、雇用者数は5月が+7.3万人から+9.9万人へ6月は+5.7万人から+8.0万人へ上方修正された後に、7月は+15.4万人を確保しており、減少局面への転換が見え隠れしていた6月とは様相が変わった。

### 8月にかけても雇用情勢の回復は継続

6月のレポート<sup>1</sup>で当社は、①民間ADP調査との関係において雇用統計が示唆するほどに6月中旬迄の雇用情勢が急悪化したかは不明な点、②失業保険申請件数などの推移から7月にかけて雇用情勢に改善の動きが見られる点、を指摘した。7月の雇用統計は、概ね当社が想定した通りの動きを示したと言える。すなわち、①過去分の上方修正によりADP調査と雇用統計の乖離は縮小し際立っていた雇用統計の悪化ペースが鈍化、②失業保険申請件数の示唆通りに7月に雇用情勢は改善したのである。なお、7月後半にかけて失業保険申請件数は一層の減少を示しており、8月も雇用情勢の改善は続く可能性が高い。

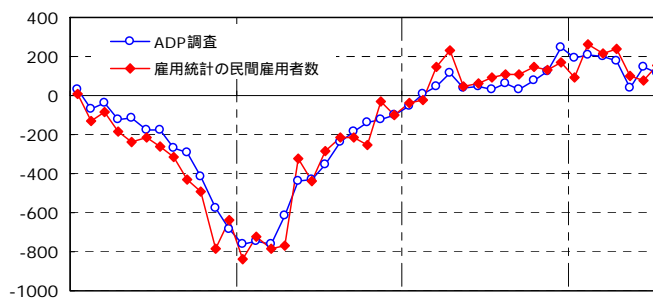
もちろん、現在の雇用回復ペースは、成長率で3%を上回るような持続的な景気回復には不十分なのみならず、人口拡大に対応した労働力人口の吸収や失業率の継続的な低下のための要件も充足していない。しかし、米国経済はリセッションに向かっている訳ではないことも確かである。米国格下げを受けた金融市場の

### 非農業部門雇用者数の推移(前月差、千人)



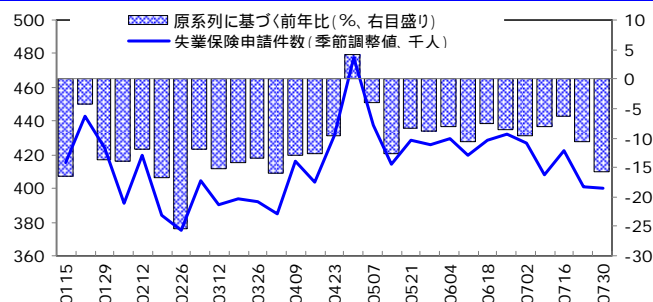
(出所) U.S. Department of Labor

### ADP調査と雇用統計(前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor, ADP

### 新規失業保険申請件数



(出所) U.S. Department of Labor

<sup>1</sup> 7月11日付 Economic Monitor 「6月も雇用情勢は低調だが過剰反応は禁物」を参照。

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、伊藤忠経済研究所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。見直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。

反応が、資産効果などを經由して家計や企業に及ぼす悪影響については目配りが必要だが、ファンダメンタルズ面から見れば、米国経済は未だ拡大基調を維持していると判断されよう。

### バーナンキ Fed 議長に時間的余裕

7月雇用統計が更なる悪化を示せば、8月9日のFOMCにおいてバーナンキFed議長が時間軸強化などの追加緩和カードを切る可能性も否定できないと当社では考えていた。しかし、7月の雇用持ち直しを受けて、Fedには追加金融緩和の必要性を吟味する時間的余裕が生まれたと言える。8月9日のFOMCで、追加緩和へ踏み切る可能性は引き続き残るが、議事要旨に示された6月FOMCでの議論やその後の連銀総裁講演などを見る限り、8月に追加緩和を強行するのは相当の力技となるだろう。当社では、2011年後半の成長率も年率3%を上回らないとの判断<sup>2</sup>に至った場合、Fedが追加緩和に踏み切る可能性があると考えており、現時点で追加緩和の確率を五分五分と判断している。追加緩和を前提とした場合に、蓋然性の高いスケジュールは、a)8月9日FOMCでの具体的な緩和策検討示唆、b)8月ジャクソンホール会議での緩和策表明、c)9月FOMCでの実施だろう。

### 追加緩和策としては時間軸強化が最有力

追加緩和の方策として現時点で考えられるのは、バーナンキ議長が7月の議会証言で挙げた、①FF金利やバランスシートを現状水準に維持する更に明確なガイダンス（時間軸強化）、②更なる証券購入（QE3）や保有構成の長期化、③現行0.25%のIOER金利の引き下げである。

このうち最も可能性が高いのは、①の時間軸強化だろう。CPIの数値基準にコミットして柔軟性を失った日本の量的緩和政策を踏まえれば、ガイダンスの時間的な観点での明確化よりもバランスシート（すなわち証券保有保有残高）への対象拡大が有力である。この方策は、出口戦略へ向かう際には容易に変更できるという柔軟性も有する。次に可能性が高いのは、②の一部実施、つまりバランスシート拡大は行わず保有銘柄を入れ替えることで保有証券の残存期間を長期化することである。ただ、この方策については、タカ派がどの程度の拒否反応を示すのか現時点では不明であり、また金融市場関係者以外にとってはメッセージ性に乏しいという難点がある。③については実際の効果は乏しいと考えられ、他の手段との併用が現実的であろう。

### 賃金情勢改善でQE3のハードルは更に高く

一方、QE3つまり追加的な証券購入によるバランスシート拡大については、従来から当社が主張<sup>3</sup>しているように極めてハードルが高い。QE3実施にはデフレリスクの高まりが必要条件となるが、今回の雇用統計では、後述するようにサービス価格を左右する賃金情勢が改善基調を強めた。タカ派の懸念するインフレ加速こそ鎮静化しつつあるが、デフレリスクの再燃が展望される状況ではない。

前置きが長くなったが、以下では、7月の雇用情勢を詳細に見ていこう。

### 民間雇用者数は15.4万人増加

冒頭でも述べたとおり、NFPは7月に前月から11.7万人増加した。内訳は民間部門が前月差+15.4万人、

<sup>2</sup> 8月1日付 Economic Monitor 「2011年上期の米国経済は1%強の低成長に留まる」を参照。

<sup>3</sup> 2011年7月19日付 Economic Monitor 「QE3に期待すべからず」を参照。

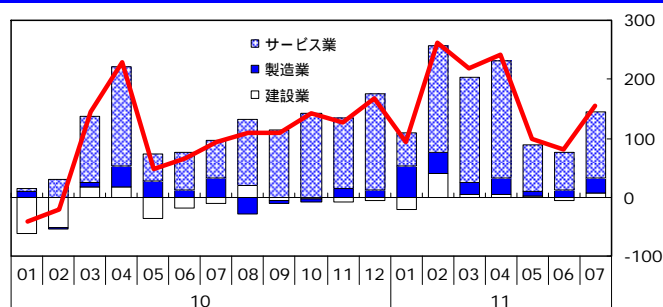
政府部門は▲3.7万人である。政府部門は1～3月期に▲2.6万人/月であった減少ペースが、4～6月期は▲3.5万人/月、7月も▲3.7万人/月と加速してきている。財政再建を進めざるを得ない下で、歳出削減に伴う公的部門の雇用カットが雇用増加を抑制する構図は避けられない。7月の民間部門の雇用者増加ペースは1～3月期の+19.1万人/月との比較では大きく鈍化しているが、昨年10～12月期+14.6万人/月との比較では遜色ない水準である。7月の増勢が維持できれば、昨年後半並み2%台後半の経済成長は確保可能と言えるだろう。但し、3%成長のためには雇用者数の一層の増勢加速が必要である。

民間部門の内訳を見ると、財生産部門が7月は+4.2万人（5月+2.0万人→6月+1.6万人）に増勢が加速した。製造業が+2.4万人（5月+0.7万人→6月+1.1万人）と3ヶ月ぶりの高い伸びを示し、建設業も+0.8万人（5月+0.3万人→6月▲0.5万人）と2ヶ月ぶりに増加した。鉱業等は+1.0万人（5月+1.0万人→6月+1.0万人）と5ヶ月連続で1万人超の増加幅を確保し堅調である。製造業では、自動車及び部品が+1.4万人（5月+0.0万人→+0.2万人）と高い伸びを示している。これは例年7月に行われる一時帰休が、サプライチェーン途絶に伴い7月以前に前倒しされた影響が大きい。但し、前倒されたと考えられる5～6月にも同セクターの雇用者数は減少しておらず、サプライチェーン途絶に伴う雇用カットは行われなかったと判断できる。サービス部門は+11.2万人（5月+7.9万人→6月+6.4万人）と3ヶ月ぶりに二桁増加を確保した。小売<sup>4</sup>+2.6万人（5月0.3万人→6月+1.1万人）、教育・ヘルスケア+3.8万人（5月+2.1万人→6月+1.7万人）、事業支援+3.4万人（5月+4.4万人→6月+0.4万人）などが高い伸びを示した。但し、雇用の先行指標とされる人材派遣が横ばい（5月▲1.2万人→6月▲0.1万人）に留まり、4ヶ月連続で低調な点は懸念される。

## 労働力率が1984年以來の64%割れ

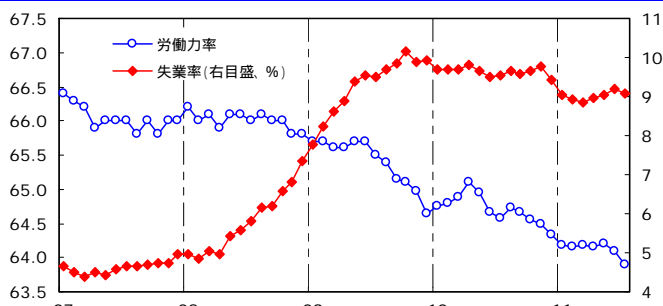
家計調査<sup>5</sup>から算出される7月の失業率は9.09%と6月9.18%から低下した。但し、低下は労働市場からの退出によるものであり、雇用情勢の改善は意味しない。雇用者が前月差▲3.8万人（6月▲44.5万人）と小幅減少した一方で、労働力人口が▲19.3万人と雇用者数を上回る減少を示したため、失業者も▲15.6万人（6月+17.3万人）と減少し、失業率の

### 民間部門の雇用者数推移(前月差、千人)



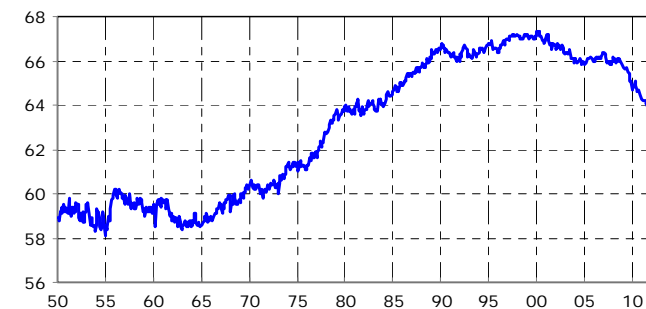
(出所) U.S. Department of Labor

### 労働力率と失業率の推移(%)



(出所) U.S. Department of Labor

### 労働力率の長期推移(%)



(出所) U.S. Department of Labor

<sup>4</sup> 小売については復活祭の休日のズレにより4月に雇用増加が+6.4万人と集中し、その反動で5月(+0.3万人)と6月(+1.1万人)が低迷したと考えられる。4～6月の平均は+2.6万人であり、7月と一致しており、平常ペースに戻ったと言えよう。

<sup>5</sup> 米国では非農業部門雇用者数などは事業所調査から、失業率などは家計調査から算出される。両者は必ずしも整合しない。

低下に繋がった。なお、人口は前月差+17.6万人(前月比0.08%)と引き続き増加しており、労働力人口の減少により、労働力率(労働力人口/人口)は63.9%とついに64%を割り込んだ。64%割れは1984年以来であり、女性の労働力率が上昇基調を辿って後は初めてと言える。また、失業期間が27週以上の長期失業者が失業者全体に占める比率は44.4%と6月の44.6%から小幅低下したものの、依然として高止まりが続いている。また平均失業期間<sup>6</sup>は40.4週間(6月39.9週間)へ長期化した。

## 賃金の上昇ペースが明確に加速

賃金には明るい動きが見られた。全労働者ベースで見ると、7月は前月比5.3%(5月4.8%→6月0.5%)と2ヶ月ぶりに高い伸びを記録し、月々の変動を均した3ヶ月前比年率では5・6月の2.5%が7月は3.5%へ切り上がり、前年比も2.3%(6月2.0%)へ上昇している。製造及び非管理労働者ベースで見ても7月に前月比5.1%(6月1.2%)と上昇ペースを

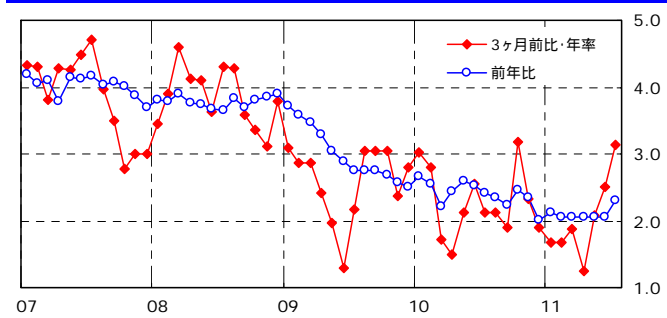
速め、3ヶ月前比年率は3.1%(6月2.5%)へ、前年比も2.3%(6月2.0%)へ伸びが高まった。賃金は2009年以降も年率で1~2%の伸びを確保したものの、雇用需給が緩和的な下で金融危機前の3~4%に比べ低い伸びを余儀なくされてきた。しかし、ここに来て漸く上昇ペースに加速の動きが見られる。こうした賃金上昇ペースの加速には、食料品やガソリンなどの価格上昇を受けた従業員側の賃上げ要求も影響したと考えられるが、いずれにしろサービス価格の最大の決定要因である賃金の上昇は、米国経済のデフレ及びディスインフレ・リスクを軽減することになる。

## 長期失業の動向(%、週)



(出所) U.S. Department of Labor

## 平均時給の推移(製造及び非管理労働者、%)



(出所) U.S. Department of Labor

<sup>6</sup> 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年迄に延長された。この上限変更により、4~6月期に平均失業期間は2.9週間程度押し上げられていた。