

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

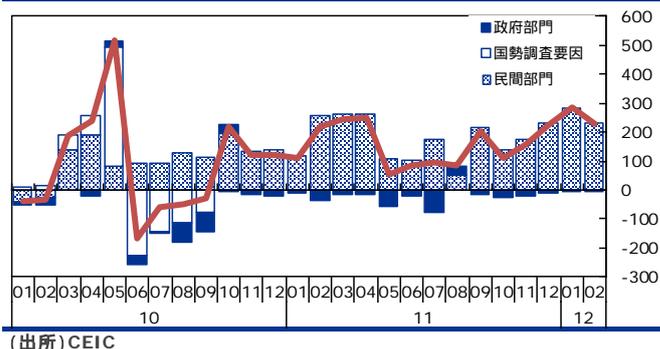
雇用情勢は改善も金融政策に変更を迫らず（2月の米雇用統計）

雇用者数は3ヶ月連続で20万人超の増加を示し堅調。労働力率の上昇により、失業率は8.3%で横ばい。雇用率上昇により、米国民が雇用情勢の改善を実感すれば労働力率は上昇し、雇用者数の拡大継続も失業率低下は限られる。企業は引き続き賃金を抑制し、インフレリスクは高まらず。

2月もNFPは20万人を超える増加

3月9日に公表された米国の2月雇用統計によると、非農業部門雇用者数(NFP: Non-Farm Payroll)は前月差+22.7万人と3ヶ月連続で20万人を超える増加を確保し、21万人程度の増加を見込んだ市場コンセンサスも大きく上回った。過去2ヶ月分も2011年12月分が+20.3万人から+22.3万人へ、2012年1月分は+24.3万人から+28.4万人へ、合計で6.1万人も上方修正されている。3ヶ月連続の20万人超の増加は2011年2~4月以来であり、昨年夏場に減速した米国の雇用情勢が、年末以降に回復基調を強めていることを改めて確認できる。

非農業部門雇用者数の推移(前月差、千人)



2月は前月差+22.7万人と1月の+28.4万人から伸びが鈍化した。但し、前回レポートにおいても指摘したように1月は稀に見る好天で押し上げられた部分があり、それが2月は剥落したに過ぎないだろう。2月の減速をネガティブに捉える必要はない。

失業率は8.3%で横ばいも労働力率は上昇

家計調査から算出される失業率は1月から変わらずの8.3%だった(小数点第二位まで見ると1月8.26% 2月8.27%)。労働力率が63.9%(1月63.7%¹)へ上昇したことから、労働力人口が前月差+47.6万人

雇用統計サマリー

	非農業部門雇用者数						失業率 (%)	労働力率 (%)		
	(千人/月)	民間								
		財生産	建設	製造	サービス	政府				
2009年	▲423	▲417	▲212	▲87	▲116	▲205	▲6	9.3	65.4	
2010年	84	103	▲11	▲16	9	105	▲19	9.6	64.7	
2011年	148	171	31	6	18	140	▲23	8.9	64.1	
2011年	1~3月期	192	212	52	6	38	160	▲20	9.0	64.2
	4~6月期	130	158	26	▲0	16	132	▲28	9.1	64.1
	7~9月期	128	148	27	11	10	121	▲20	9.1	64.1
	10~12月期	164	184	25	6	13	158	▲20	8.7	64.0
2011年	12月	223	234	62	26	28	172	▲11	8.5	64.0
2012年	1月	284	285	83	21	52	202	▲1	8.3	63.7
	2月	227	233	24	▲13	31	209	▲6	8.3	63.9

(出所) U.S. Department of Labor (注) 失業率及び労働力率の四半期及び暦年データは平均値。

¹ 毎年1月時点で行われる人口推計補正の影響を控除したベースであり、公表値とは異なる。人口や労働力人口、雇用者数、失業者数も同様。詳細は2月6日 economic Monitor 「米国の雇用情勢は回復加速(1月の米雇用統計)」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。

(1月+25.0万人)と、人口の増加幅+16.6万人(1月17.5万人)を大きく上回る増勢を示した。一方、雇用者数は+42.8万人(1月+63.1万人)と増勢を維持したものの、労働力人口の増加を全て吸収するには至らず、失業者が+4.8万人(1月38.1万人)と小幅ながらも6ヶ月ぶりに増加したため、失業率は1月から横ばいである。

すなわち、2月の失業者数増加と失業率横ばいは、労働力人口の大幅増加及び労働力率の上昇に伴うものであり、ネガティブに捉える必要はないだろう。労働市場への参加拡大に伴う、いわゆる「良い失業率上昇」に分類される動きである。

米国経済は欧州を中心とした海外からの逆風に引き続き晒されているが、国内では、家計と企業の間において好循環が生まれつつある。すなわち、消費支出の拡大が企業業績の改善を通じて、国内雇用の増大へ結びつき、再び消費支出へとフィードバックされ始めている。未だ、住宅市場及び財政赤字という構造問題が解消していないため、高成長こそ期待し難いが、安定成長への道は開け始めていると言えるだろう。

米国経済において新規労働力の吸収に必要な雇用増は12~15万人²であり、現在の雇用増加ペースはそれを明確に上回っている。1~3月期の雇用増加は天候要因や季節調整要因³によって押し上げられている部分もあると考えられ、4~6月期には若干の減速が予想されるものの、新規労働力の吸収に十分なだけの雇用増加は確保できるだろう。但し、失業率低下のための条件は、以下に述べるようにまた別である。

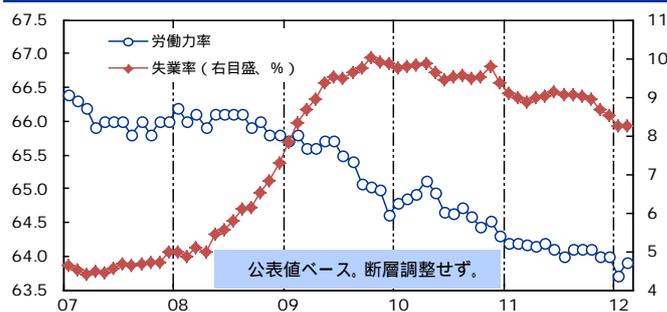
雇用統計の金融政策へのインプリケーション

労働力率と雇用率

昨年8月の9.1%から今年1月の8.3%への急速な失業率低下は、想定より早いペースでの労働需給タイト化の可能性、すなわちインフレリスクを示し、Fedが現在提示している「2014年後半」との時間軸よりも早いタイミングでの金融引締めへの転換を市場に意識させるものであった。1月及び2月の失業率8.3%は、FOMC参加者が1月に示した2012年最終四半期の失業率見通しの中央値を既に下回っている。

Fed関係者のみならず、多くの民間エコノミストにとって驚きだったのは、実は雇用者数の増加よりも、労働力率の低下であった。以下のシミュレーションに示すように1月の労働力率63.7%が継続すれば、2012年末の失業率は7%近くまで低下する可能性がある。失業率の低下につながる労働力率の低位推移が継続しているのは、雇用情勢の回復が十分に進んでいないが故と考えられる。人口に占める雇用者数の割

労働力率と失業率の推移 (%)



(出所)CEIC

FOMC参加者の2012年1月見通し

(%)	2011	2012	2013	2014	Longer run
成長率	-	2.2 ~ 2.7	2.8 ~ 3.2	3.3 ~ 4.0	2.3 ~ 2.6
11月見通し	1.6 ~ 1.7	2.5 ~ 2.9	3.0 ~ 3.5	3.0 ~ 3.9	2.4 ~ 2.7
6月見通し	2.7 ~ 2.9	3.3 ~ 3.7	3.5 ~ 4.2	-	2.5 ~ 2.8
失業率	-	8.2 ~ 8.5	7.4 ~ 8.1	6.7 ~ 7.6	5.2 ~ 6.0
11月見通し	9.0 ~ 9.1	8.5 ~ 8.7	7.8 ~ 8.2	6.8 ~ 7.7	5.2 ~ 6.0
6月見通し	8.6 ~ 8.9	7.8 ~ 8.2	7.0 ~ 7.5	-	5.2 ~ 5.6
PCEデフレーター	-	1.4 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0	2.0
11月見通し	2.7 ~ 2.9	1.4 ~ 2.0	1.5 ~ 2.0	1.5 ~ 2.0	1.7 ~ 2.0
6月見通し	2.3 ~ 2.5	1.5 ~ 2.0	1.5 ~ 2.0	-	1.7 ~ 2.0
コアPCEデフレーター	-	1.5 ~ 1.8	1.5 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0	-
11月見通し	1.8 ~ 1.9	1.5 ~ 2.0	1.4 ~ 1.9	1.5 ~ 2.0	-
6月見通し	1.5 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	1.4 ~ 2.0	-	-

(出所) Fed

(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期の前年比、失業率は最終四半期。

² 過去10年の人口動向に基づき、人口増加を17~23万人/月と想定、また労働力率は金融危機前の66%として試算。

³ 金融危機による急速な雇用減少が完全には控除されていない可能性がある。

合を示す雇用率は 2010 年平均が 58.5%、2011 年平均は 58.4%と寧ろ 2011 年に低下した。つまり、米国民に占める雇用者数の割合は高まっていない。すなわち、雇用率を重視すれば、雇用者数の増加や失業率の低下が示すほどには、雇用情勢の回復は進んでいないと判断される。米国民が実感する雇用情勢は、求職状況に左右される失業率よりも、雇用率に近いと想定される。換言すると、雇用率が明確に上昇し、米国民が雇用情勢の回復を実感してくれば、米国民の労働市場

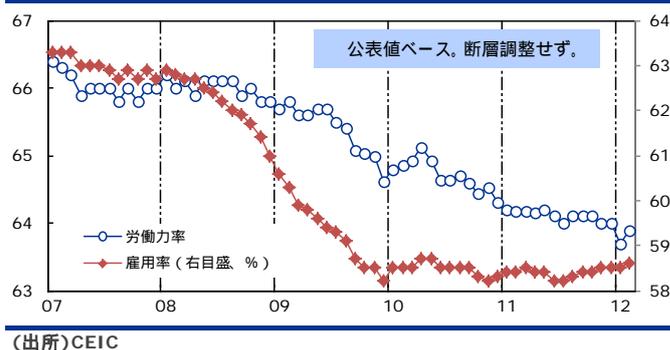
への参加が積極化し、労働力率も上昇する可能性が高い。2 月に雇用率は 58.6%と 2011 年平均を 0.4% Pt 上回る水準まで上昇したが、労働力率の 63.9%への 0.2%Pt 上昇に後押しされたとも解釈できる。

2012 年末の失業率シミュレーション

以上の関係を踏まえた上で、2012 年 12 月の失業率に関する簡単なシミュレーションを示したい。前提条件として固定するのは人口増加⁴である。2010 年国勢調査(センサス)における過去 1 年の平均増加数を想定した。変化させるのは労働力率とNFP増加数であり、NFPを家計調査ベースの雇用者数に換算⁵した上で雇用率と失業率を算出する。なお、シミュレーションの発射台は 2012 年 2 月実績である。

まず、1 月雇用統計発表時点で懸念された 1983 年以降で最低の労働力率である 63.7%が続くケースを見よう。この場合、NFP が 2 月と同様の前月差+22.7 万人で 3 月以降も増加を続けると、12 月に失業率は 7.2%まで低下する。このケースでは、Fed がシナリオ変更を余儀なくされる可能性が高い。しかし、シミュレーション a)に示すように NFP が毎月 22.7 万人で増加すると、雇用率は 12 月に 59.1%まで上昇し、2011 年 12 月実績の 58.2%を 1%Pt 近く、2012 年 2 月実績も 0.5%Pt 上回る。そのため、雇用率上昇を

労働力率と雇用率の推移 (%)



2012年12月の失業率シミュレーション

前提条件:人口は2010年センサスによる過去1年の人口増加。
NFPは2011年の比率で家計調査ベースに換算して使用。

	人口 増加 (千人/月)	労働力 人口増加 (千人/月)	労働力率 (%)	雇用率 (%)	NFP 増加 (千人/月)	失業率 (%)
2月実績	166	476	63.9	58.6	227	8.3
労働力率最低	187	75	63.7	59.1	227	7.2
a)	187	124	63.9	59.1	227	7.4
	187	197	64.2	59.1	227	7.9
	187	271	64.5	59.1	227	8.3
b)	187	124	63.9	58.9	180	7.8
	187	197	64.2	58.9	180	8.2
	187	271	64.5	58.9	180	8.6
c)	187	124	63.9	58.7	120	8.2
	187	197	64.2	58.7	120	8.6
	187	271	64.5	58.7	120	9.0

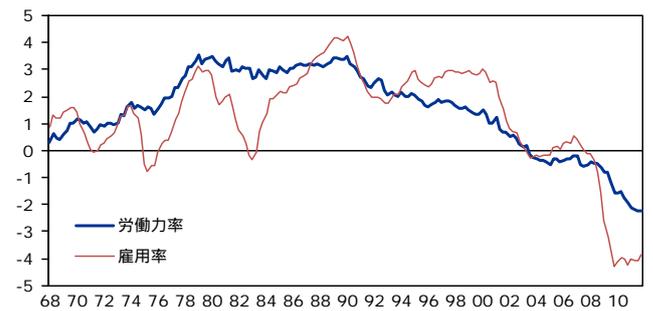
(出所) U.S. Department of Labor

⁴ 金融危機以降、米国の人口増加ペースは 20~23 万人/月から 17~18 万人/月程度まで鈍化している。しかし、米国経済の底堅い推移を受けて、2012 年は移民流入が加速し、想定を上回る人口増加となる可能性もある。

⁵ 両者は農業を含むなどベースが異なる。例えば、2011 年について家計調査ベースの雇用者数は NFP を 6.5% 上回る規模である。

受けて、労働力率も上昇へ向かう可能性が高い。労働力率が 64.2%へ上昇した場合に失業率は 7.9%、64.5%へ上昇した場合には 8.3%となる。次に、シミュレーション b)では雇用者数が毎月 18 万人増加にとどまるケースを示している。この場合、a)に比べ雇用率と労働力率の上昇が共に限定的となる。更に c)では雇用者数が更に緩慢な 12 万人の増加に留まる場合を示した。雇用率が 58.7%と 2 月からほぼ横ばいのため、労働力率も上昇しないと見込まれる。労働力率が 63.9%のままであれば、失業率は 8.2%と FOMC 参加者の見通しの下限にとどまる。

雇用率と労働力率(後方20年平均からの乖離,%Pt)



(出所)CEIC

現状程度の雇用増加は必ずしも失業率の大幅低下をもたらさず

a) ~ c)のシミュレーションが示す重要なポイントは、雇用者数の増加がもたらす雇用率の上昇に沿って、労働力率も高まれば、失業率の低下は限定的なものにとどまる点である。これは、労働力率が上昇する場合、その上昇ペース次第では人口増加を大幅に上回る労働力人口の拡大を伴うために生じる。

足元で、労働力率並びに雇用率は異例の低水準まで低下しているが、過去 40 年の推移からは、雇用率がある程度上昇した後に、多少遅れて労働力率が上昇するという関係を読み取ることができる。また、個人の行動を想定した場合に、雇用情勢が大幅に改善しているにも関わらず、労働市場に参加しないと考えるのは、非合理でもあろう⁶。

本稿で示したシミュレーションや雇用率と労働力率に想定される関係などを踏まえれば、足元の雇用拡大をもって、直ちに、早期の大幅な失業率低下やインフレ上昇の可能性が高まっているとは判断されない。従って、3月 FOMC のステートメントや 4 月に示される経済見通しでの雇用情勢認識や景気判断の小幅な上方修正は当然にあるとしても、速いタイミングで FOMC が時間軸の変更にまで動くとは当社は予想しない。なお、失業率やインフレなどの経済情勢と、今後の金融政策の展望については、3月 FOMC の終了後に別途論じる予定である。

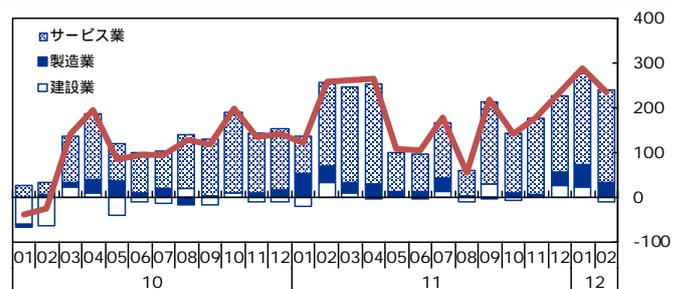
2月雇用統計の分析

民間部門は大幅拡大、先行指標も改善

冒頭で述べたように 2 月の NFP は前月差+22.7 万人と 1 月+28.4 万人から減速こそしたものの、高い伸びを維持した。内訳は民間部門が+23.3 万人(1 月+28.5 万人)、政府部門 0.6 万人(1 月 0.1 万人)である。民間部門の拡大が顕著なことに加え、政府部門の出血も概ね止まっている。

民間部門の内訳を見ると、財生産部門が前月差+2.4 万人(1月+8.3 万人)に減速する一方、サービス部門は 20.9 万人(1月 20.2 万人)と底堅く推移した。財生産部門の減速には、建設業が 1.3 万人(1 月+2.1

民間部門の雇用者数推移(前月差、千人)



(出所)CEIC

⁶ 以前のレポートで示したように、高齢化などの人口動態変化だけでは、現在の労働力率低下を説明はできない。

万人)と4ヶ月ぶりの減少に転じたことが響いた。好天の影響で12月、1月と大きく伸びた反動が大きいと考えられる。製造業は+3.1万人(1月+5.2万人)とやや減速したものの堅調推移は変わらない。

サービス部門では、小売業が前月差0.7万人(+2.6万人)と6ヶ月ぶりに減少したものの、ヘルスケアが+7.1万人(1月+3.7万人)と2004年以来の高い伸びを示したほか、事業支援も+8.2万人(1月+7.6万人)と前月から伸びを高めた。また、運輸(1月+1.6万人 2月+1.1万人)やレジャー(+4.6万人+4.4万人)も底堅く推移している。雇用全体の先行指標とされる人材派遣も+4.5万人(1月+3.2万人)と2010年1月以来の増加幅を記録し、先行きも雇用情勢の改善が続く可能性が高いことを示した。

政府部門の出血が止まる

政府部門の減少ペース鈍化に寄与しているのは、地方政府部門である。昨年7月をピークに減少ペースが鈍化し、2012年に入ってからは、僅かではあるが2ヶ月連続の増加を示している。但し、連邦と地方を問わず、政府部門の財政状況は引き続き厳しいため、政府部門の雇用の先行きを楽観はできないだろう⁷。

企業の賃金抑制姿勢は変わらず

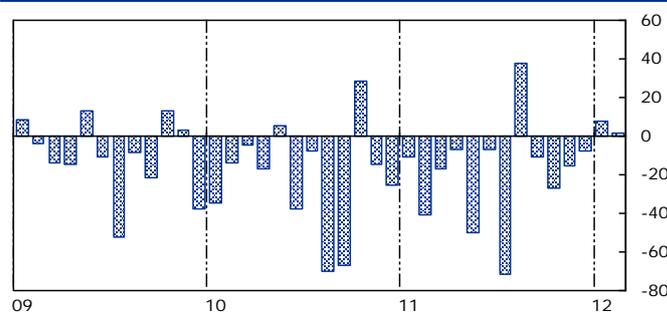
全労働者の2月平均時給は前月比年率1.6%と1月から伸びが変わらず、12ヶ月前比も1.9%(1月1.8%)とほぼ横ばいである。平均時給の上昇率は2010年が1.8%、2011年は2.0%であり、2012年に入ってからの直近2ヶ月も含めて2%前後の推移が長期化している。労働需給が緩和的な下で、企業は賃金抑制姿勢を維持しており、賃金発のインフレリスクが高まっているとは判断されない。

なお、2011年10~12月期に単位労働コストの上昇率が高まったことをもって、インフレリスクを指摘する向きがある。賃金上昇率の低位推移を踏まえると、単位労働コストの上昇は雇用者側の社会保障コスト増加が原因と考えられる(社会保障コストも賃金などと並んで労働コストに含まれる)。こうしたコストの増加は、企業の価格決定力が低下している現状では企業収益を圧迫する方向に働き、寧ろ、雇用主が更に賃金を抑制する要因になりうる。そのため、現時点で単位労働コストの上昇を、インフレリスクに直結させる必要はないだろう。

長期失業問題は一進一退

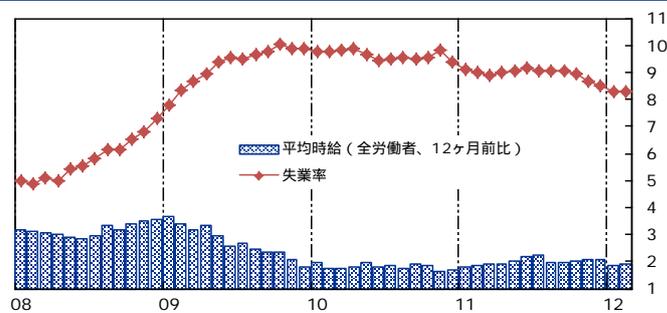
失業期間が27週以上の長期失業者は前月差9.2万人と5ヶ月連続で減少、ピークの2010年4月との比

地方政府の雇用者数推移(前月差、千人)



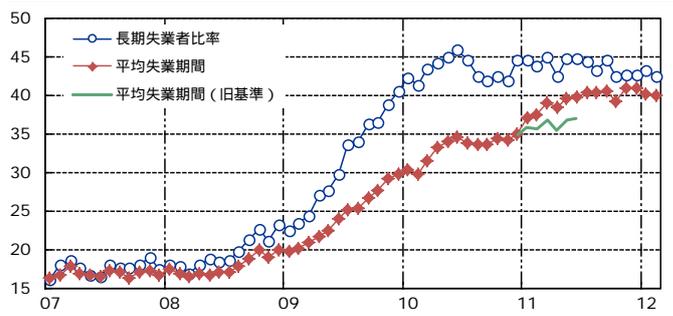
(出所)CEIC

失業率と平均時給の推移(%)



(出所)CEIC

長期失業の動向(%,週)



(出所)CEIC

⁷ 足元の増加には、大統領選挙の予備選向け人員が影響している可能性もある。

較では130万人縮小している。しかし、2月時点でも長期失業者数は542.6万人と金融危機前の100万人台を大きく上回ったままである。長期失業者比率（失業者全体に占める長期失業者の比率）も42.4%（1月43.3%）と、金融危機前の10%台後半に比べ高止まりが続いている。一方、平均失業期間は40.0週間（1月40.1週間）とほぼ変わらずだった。長期失業問題は徐々に改善方向へ向かってはいるが、改善度合いは未だ全く不十分である。長期失業は、引き続き、米国経済にとって最重要課題の一つと言えるだろう。