

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

5月に雇用情勢は明確に減速（5月の米雇用統計）

雇用者数は2ヶ月連続の一桁増にとどまり、雇用情勢は明確に減速。賃金上昇率も鈍化。労働力率の上昇が唯一の明るい動き。5月雇用統計はFedに経済見通しの下方修正を促すものだが、追加金融緩和に繋がるかは微妙なところ。5月消費データに加え、バーナンキ議長の議会証言やイエレン副議長の講演などを見極める必要。あるとすればオペレーション・ツイストの延長と時間軸の長期化か。

5月データは雇用情勢の減速を明確に示す

米雇用統計によると5月の非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm Payroll employment）は前月差+6.9万人にとどまり、市場予想+7.5～+19.5万人の下限にも届かない極めて低調な内容だった。加えて、4月実績が+11.5万人から+7.7万人へ▲3.8万人、3月実績も+15.4万人から+14.3万人へ▲1.1万人、2ヶ月累計で4.9万人も下方修正されている。

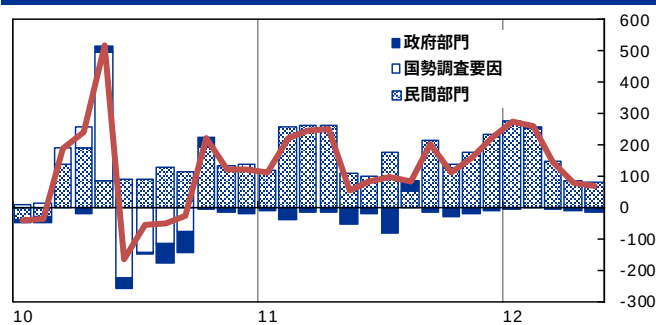
5月に新規失業保険申請件数が改善（減少）していたことから、天候要因（1～2月の稀に見る好天に伴う雇用増加とその反動による3～4月の鈍化）が剥落し、5月のNFPは増勢を強めると見込まれていた。しかし、実際には、5月のNFPは、大幅に下方修正された4月実績にも届かない極めて低調な内容だった。

5月までの動きが必ずしも雇用統計と整合的なわけではないが、5月最終週に新規失業保険申請件数が再悪化の動きを示していることも加味すれば、雇用情勢は明確に減速しつつあると判断されるだろう。

賃金の伸びも鈍化

NFP以外にも、5月雇用統計において警戒すべき動きとして、賃金の伸び鈍化が指摘できる。5月の平均時給（全労働者ベース）は12ヶ月前比+1.7%と4月1.8%

非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



(出所) CEIC

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					政府		
			財生産	建設	製造	サービス				
2009年		▲423	▲417	▲212	▲87	▲116	▲205	▲6	9.3	65.4
2010年		84	103	▲1	▲16	9	105	▲19	9.6	64.7
2011年		148	171	31	6	18	140	▲23	8.9	64.1
2011年	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
2012年	1～3月期	226	226	47	1	41	179	▲0	8.2	63.8
2012年	3月	143	147	28	▲14	42	119	▲4	8.2	63.8
	4月	77	87	4	▲5	9	83	▲10	8.1	63.6
	5月	69	82	▲15	▲28	12	97	▲13	8.2	63.8

(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 毎年の曜日要因などを除外するために季調値の12ヶ月前比を用いている。

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。

から伸びが鈍化した。3ヶ月前比年率も3月2.1%が4月1.9%、5月1.4%と、5月に明確に鈍化している。雇用情勢の減速に伴う労働市場の需給緩和が、賃金に影響を及ぼしている可能性が指摘できる。

減速の背景に、海外情勢に対する企業の懸念

こうした雇用情勢の減速の主因は、労働力の需要者である企業の先行きに対する懸念の強まりと推測される。5月の製造業ISM指数は53.5と4月54.8から低下したが、2月及び3月の水準は依然上回っている。また、ISM指数に先行する傾向のある新規受注指数は5月に60.1と1年ぶりに60を超えた。現在の企業景況感や企業を取り巻く環境が大幅に悪化している訳ではない。ISM指数に先行きに関する判断の項目はないため、地区連銀による景況感調査²を参考にすると、NY（4月43.1→5月29.3）、フィラデルフィア（33.8→15.0）、テキサス（ダラス連銀、15.7→4.3）などで先行き判断が、軒並み大幅に悪化している。こうした先行きに対する懸念の高まりが、企業の雇用意欲減退に繋がっている可能性が高い。企業の懸念の背景には、もちろん財政問題など国内要因もあるが、足元で特に影響が大きいのは海外情勢、特に欧州債務問題であろう。欧州債務問題が引き起こす国際金融市場の混乱や、それが米国や新興国へ及ぼす悪影響に対する懸念から、米国の企業は予防的に新規雇用を絞り込んでいると推測される。

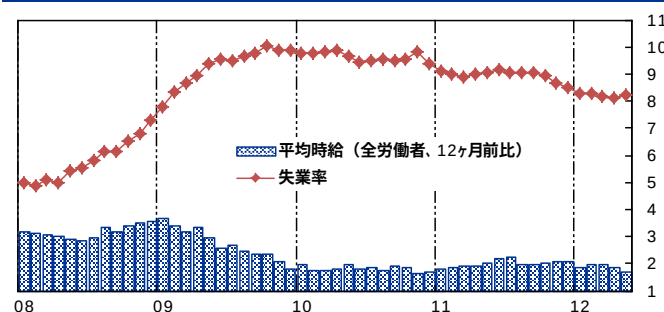
個人消費が防波堤となるか否か

こうした先行きに対する企業の懸念の高まりがもたらしている足元の雇用所得情勢の回復鈍化は、4月までのところ、家計の消費支出に大きな影響を及ぼしていない。個人消費支出は4月に前月比0.3%増加（3月0.0%）、4月の支出水準は1～3月期平均を年率換算で2.0%上回っており、5・6月を過去1年の平均伸び率（前月比0.17%）と仮定した場合には4～6月期の個人消費支出は1～3月期と同じ前期比年率2.7%を確保することになる。

今後について、企業の先行きに対する懸念が現実のものとなれば、すなわち欧州債務問題が金融危機に至れば、雇用情勢は減速から失速に転じ、個人消費にも明確に悪影響が及び、米国経済の低迷も避けられないだろう。言うまでもないが、これはリスクシナリオである。一方、金融危機に至らない場合、すなわちメインシナリオでは、個人消費が底堅さを維持できるか否かが米国経済の行方を左右することになる。すなわち、個人消費が底堅さを維持し、スパイラル的な景気減速の歯止めとして機能すれば、景気失速を回避できると考えられる。

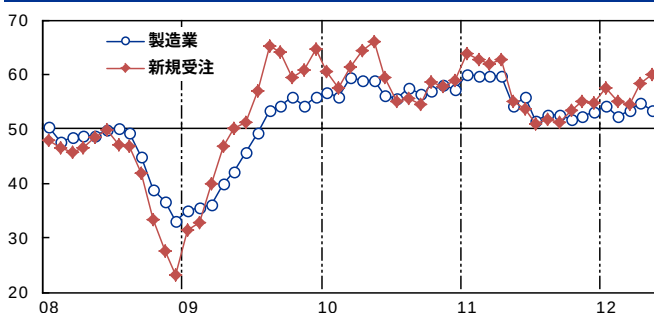
² 例示した3地域はいずれも中立がゼロで表記されている。

失業率と平均時給の推移（%）



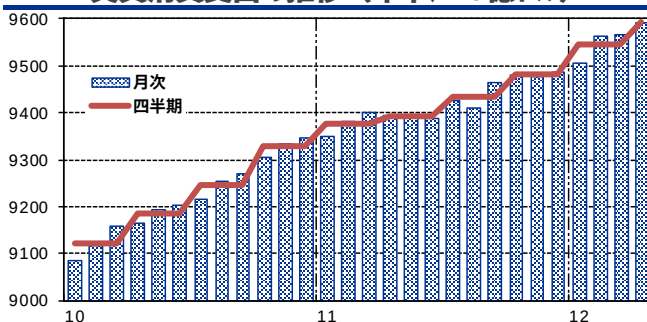
（出所）CEIC

ISM調査の企業景況感（中立=50）



（出所）Institute for Supply Management

実質消費支出の推移（年率、10億ドル）



（出所）CEIC Data

家計を取り巻く追い風と向かい風

雇用所得情勢以外では、家計に「追い風」と「向かい風」の両方が吹いている。まず、追い風として挙げられるのは、ガソリン価格の下落である。4月にエネルギー価格は前月比▲1.8%（3月 1.0%）と下落に転じ（個人消費支出デフレーターベース）、家計の実質購買力の拡大に繋がった。5月には更にエネルギー価格が下落したと見込まれる。また、過剰債務の調整に一定の目途がついたことも追い風となるだろう。一方で、資産価格の下落は、明確な向かい風である。住宅価格は下げ止まりの兆しを見せているが、差し押さえ物件の市場放出が進んでいないことが主たる理由であり、需給の根本的な改善には未だ至っていないため、経済情勢が悪化すれば容易に下落へ転じうる。従って、足元では、株価下落による資産効果及びマインドへの悪影響が、住宅価格下げ止まりの好影響を凌駕する。こうした家計を取り巻く「追い風」と「向かい風」の動向には、細心の注意が必要と言えるだろう。

5月雇用統計はFedに見通し下方修正を迫る

個人消費に影響する株価の先行きを考える上でも、気になるのが金融政策である。5月の雇用統計（含む3・4月の遡及修正）が、Fedにとって経済見通しの下方修正を迫るものであったことは間違いない。上述した賃金の伸び鈍化がインフレに及ぼす影響も加味すれば、通常の経済・金融情勢及び伝統的金融政策の領域であれば、何らかの緩和措置を促す内容と考えられる。但し、現在の経済・金融情勢及び非伝統的金融政策の領域において、追加のアクションを迫るほどの「根本的な変化（Substantial change）」であったかは微妙である。

Fedが資産購入に動く上での障害

先行きの金融政策を考える上で留意すべき問題は、①欧州債務問題に対する懸念によるリスクオフの動きが、長期金利を既に極めて低い水準へ押し下げている点と、②非伝統的金融政策が柔軟性を欠く点である。

金融危機後のFedの金融政策はQE2にしろ、オペレーション・ツイストにしろ、基本的に長期金利を低下させることで金融緩和効果を生み出すものであった。しかし、長期金利が異例の低水準にある現状では、追加の資産購入オペレーションを講じて、金利を押し下げる効果は期待しにくい。また、資産購入はそのオペレーション自体が有する特性として、誘導金利目標の上げ下げよりも柔軟性に欠けるため、決断のハードルが高い。ただ、こうした問題があるからと言って、米国経済が4月のSEP（The Summary of Economic Projection）で示した景気見通しより明確に下振れするにも関わらず、Fedが金融政策を据え置けば、株価下落などを通じて景気鈍化を加速しかねない。ここにFedのジレンマがある。

このようにFedが6月19～20日のFOMCで追加緩和に動くか否かは極めて微妙であり、前述したように個人消費が景気悪化の歯止めとして機能するか否かを13日公表の小売売上高で見極めた上で判断したいと考えているFOMC投票権者もいるだろう。また6日にイエレン副議長が講演を、7日にバーナンキ議長が議会証言を行い、何らかのメッセージを発する可能性もある。6月FOMCの予測に際しては、そうした消費関連指標やFOMC関係者発言を見極める必要がある。

2012年FOMCのスケジュール

2012/1/24-25	SEP,記者会見
2012/3/13	
2012/4/24-25	SEP,記者会見
2012/6/19-20	SEP,記者会見
2012/7/31-8/1	
2012/9/12-13	SEP,記者会見
2012/10/23-24	
2012/12/11-12	SEP,記者会見

※FOMCは年8回。

（出所）Fed

あるとすればツイスト延長と時間軸の強化か

ただ、6月FOMCでの追加緩和を前提とした場合に、現時点で、当社が実施される可能性が高いと考えるのは、「オペレーション・ツイストの規模縮小による延長」と「SEP見通し悪化に対応した時間軸長期化」の合わせ技である。現時点でFedは、追加の金利低下効果を発揮しにくい資産購入オペレーションによる緩和を回避したいと考えているだろう。とは言え、オペレーション・ツイストを予定通り6月末で終了するのは、あまりにもタイミングが悪い。「緩和効果は債券購入のフローではなく保有債券残高に依存し、オペレーション・ツイストの終了は金融緩和姿勢の後退を意味しない」というStock ViewをFedがいくら説明しても、市場は納得せず、Fedが米国経済を悪くいえば見捨てたと判断するだろう。そのため、バランスシートの拡大に繋がらない点でQE3よりは負担が軽いオペレーション・ツイストの限定的な延長は選択肢となりうる。また、6月FOMCはFedがSEPによって経済・物価・政策金利の見通しを示すタイミングであり、その見通し悪化に対応しての時間軸長期化もリーズナブルな対応策と考えられる。こうした合わせ技（もしくは一方のみの実施）によって、市場の期待を繋ぐと同時に、QE3などの大型対策を金融危機勃発のリスクに備えて温存もできる（もちろん、ギリシャの17日選挙が金融危機の引金となれば、話は変わる）。

[5月雇用統計の分析]

雇用者数は建設業や事業支援、レジャーの低迷が目立つ

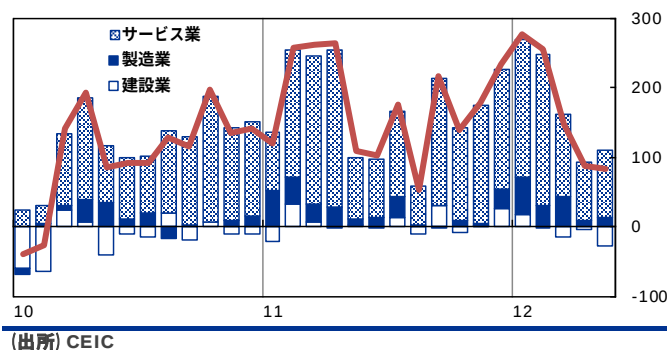
5月のNFPでは民間部門が前月差+8.2万人（4月は+13.0万人から+8.7万人へ下方修正）の小幅増加にとどまり、政府部門は▲1.3万人（4月は▲1.5万人から▲1.0万人へ上方修正）と9ヶ月連続の減少だった。

民間部門では、まず財生産部門が前月差▲1.5万人（4月+0.4万人）と9ヶ月ぶりの減少に転じている。製造業は+1.2万人（4月+0.9万人）と増勢を維持したものの、鉱業が3ヶ月連続でほぼ横ばいにとどまり、建設業は減少ペースが加速した（4月▲0.5万人→5月▲2.8万人）。なお、他の建設関連統計で3・4月にそこまでの明確な悪化を示したものはなく、建設セクターでは雇用の再圧縮のみが際立っている。サービス部門の雇用者数は+9.7万人（4月+8.3万人）と4月からは幾分持ち直したが、10万人を下回る低い伸びであることに変わりはない。運輸（4月▲1.7万人→5月3.6万人）や教育・ヘルスケア（4月+2.9万人→5月+4.6万人）では伸びが高まったものの、専門サービスの含まれる事業支援が▲0.1万人（4月+3.7万人）と減少へ転じ、レジャーは▲0.9万人（4月▲0.6万人）と2ヶ月連続で減少し、全体を押し下げた。また、小売も+0.2万人（4月+2.7万人）へ減速している。

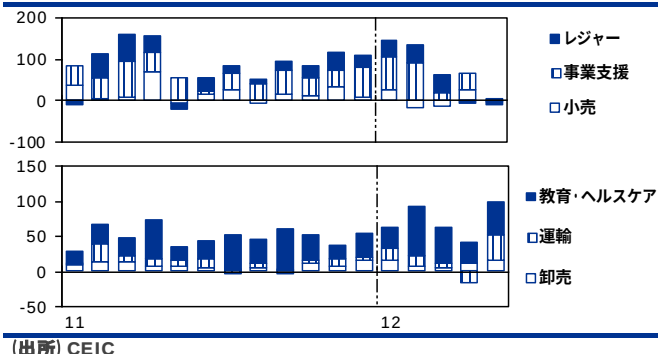
失業率上昇は労働力率上昇を伴い、明るい動き

5月雇用統計において、唯一とも言える明るい動きは

民間部門の雇用者数推移（前月差、千人）



サービス部門の雇用者数推移（前月差、千人）



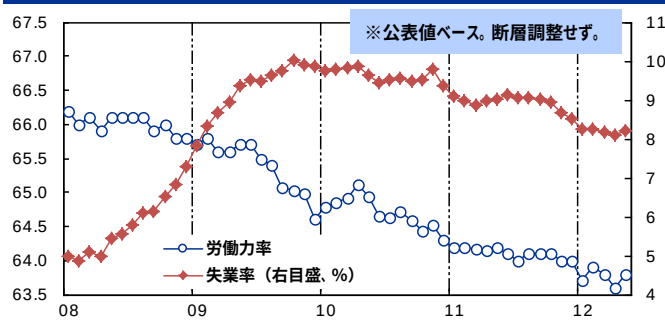
家計調査に基づく部分にある。**失業率は4月8.10%が5月に8.21%へ上昇したものの、4月に63.6%へ落ち込んでいた労働力率が5月は3月と同水準の63.8%を回復**したのである。端的に言えば、5月の失業率上昇は、労働市場への参入増加による「良い失業率上昇」である。内訳を見ると、人口が前月差+18.2万人（4月18.0万人）と前月並みの伸びを示す一方、労働力人口が+64.2万人（4月▲34.2万人）と3カ月ぶりに増加へ転じ、労働力率の上昇へ繋がった。労働力人口増加の内訳は雇用者数が+42.2万人（▲16.9万人）と、失業者数は+22.0万人（4月▲17.3万人）と共に3カ月ぶりの増加、非労働力人口は▲46.1万人（4月+52.2万人）と3カ月ぶりの減少である。

フルタイム雇用減少、長期失業比率上昇

但し、家計調査ベースの雇用者数は増加したが、内訳を見ると、フルタイム雇用は前月差▲26.6万人（4月▲81.2万人）と2ヶ月連続で減少し、かわりにパートタイム雇用が+61.8万人（4月+50.8万人）と2ヶ月連続で減少している。残念ながら、雇用の中身は改善していない。

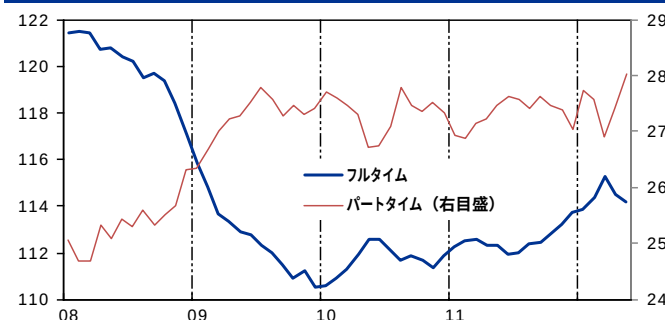
また、5月については、特に男性の労働市場の再参入が顕著だったが、そうした男性の動きに対応してか、長期失業関連の指標は悪化した。長期失業者比率が42.5%（4月40.8%）と4ヶ月ぶりの水準に上昇、平均失業期間も39.7週間（4月39.1週間）に長期化している。

労働力率と失業率の推移（%）



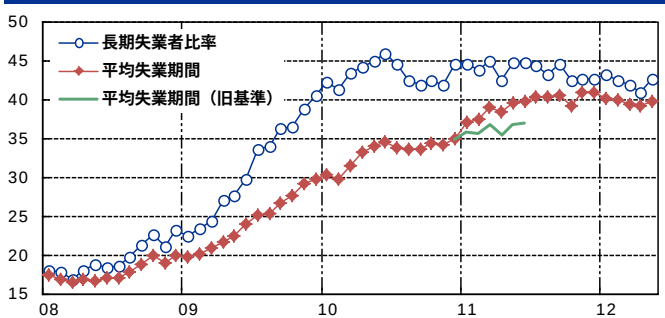
(出所)CEIC

就業時間別雇用者数の推移（百万人）



(出所)CEIC

長期失業の動向（%、週）



(出所)CEIC