

## 5 月雇用統計の金融政策における位置づけ

5 月の雇用者数は 17.5 万人の増加。遡及分を加味すれば、コンセンサス通り。注目度が高い資産買入縮小開始という観点では、月当たり 20 万人の雇用増加というメルクマールを満たさないものの、将来的には満たす可能性を留保する内容。但し、賃金情勢に明確な改善がなく、デスインフレ傾向に歯止めがかかっていない点を勘案すれば、10～12 月期に縮小開始とのメインシナリオ維持が妥当。

### 遡及修正を含めればコンセンサス通り

5 月の非農業部門雇用者数 (NFP: Nonfarm Payroll Employment) は前月差 17.5 万人の増加だった。市場予想の 16.3 万人増を若干上回る内容である。ただ、3 月が 13.8 万人から 14.2 万人へ、4 月は 16.5 万人から 14.9 万人へ、合計で 1.2 万人下方修正されており、遡及分を加味すれば、正にコンセンサス通りの内容だったと言える。

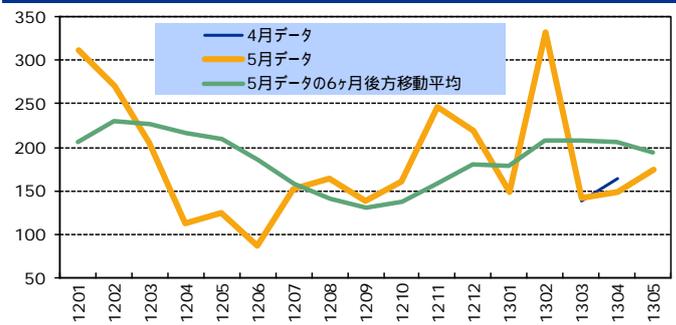
### 4～5 月の雇用統計は米国経済の拡大継続を示唆

今回の雇用統計は何を示唆しているのか。まず、景気拡大という点から見よう。4～5 月平均で 16 万人強の NFP の増加は、昨年 10～12 月期や今年 1～3 月期の月当たり 20 万人を越える増加ペースからは鈍化しているものの、3 月からの自動歳出削減の発動にもかかわらず、米国経済が大きな落ち込みを回避し拡大を続けていることを示すものと言える。5 月までの雇用統計を単純に当てはめれば、4～6 月期の米国経済は前期比年率 1%台後半から 2%台強の成長となるだろう (1～3 月期は 2.4%成長)。

### 資産買入縮小との関係は？

次に、金融政策において目下の焦点となっている資産買入の縮小開始時期という点についてだが、こちらは複雑である。従前のレポートで指摘している通り、デュアルマンドートの一つである雇用という観点から

非農業部門雇用者数の前月差 (千人)



(出所) U.S. Department of Labor

## 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	小売					
2010年	80	99	1	16	9	101	12	19	9.6	64.7	
2011年	174	201	36	12	16	165	24	26	8.9	64.1	
2012年	189	193	23	9	12	170	21	4	8.1	63.7	
2012年	4～6月期	108	117	3	6	8	114	12	9	8.2	63.7
	7～9月期	152	142	2	4	3	144	13	10	8.0	63.6
	10～12月期	209	232	39	26	9	193	43	24	7.8	63.7
2013年	1～3月期	207	212	43	29	11	169	15	5	7.7	63.5
2013年	3月	142	154	14	16	4	140	3	12	7.6	63.3
	4月	149	157	15	2	9	172	20	8	7.5	63.3
	5月	175	178	1	7	8	179	28	3	7.6	63.4

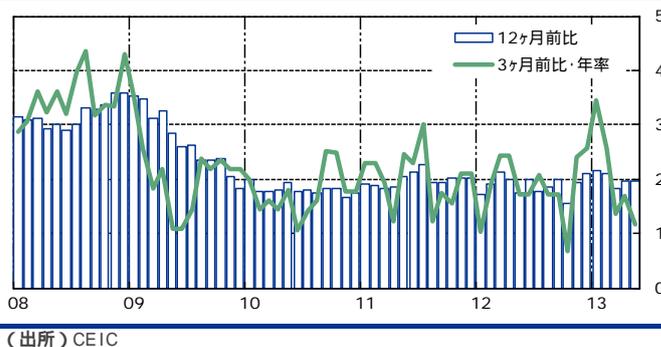
(出所) U.S. Department of Labor (注) 失業率及び労働力率の四半期及び暦年データは平均値。

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。

は、シカゴ連銀のエバンス総裁などの見解などを参考にすると NFP の 20 万人増加を安定的に確保することが、縮小開始のメルクマールとなる。足元の雇用増加ペースは、5 月に多少加速したものの 3 ヶ月連続で 20 万人を割り込んでおり、メルクマールに達しない。但し、6 ヶ月平均は 19.4 万人（4 月時点 20.6 万人）と 20 万人を概ね確保している。2 月に 33.2 万人と急増したのを除けば、2013 年に入ってから、いずれの月も 20 万人割れである点は問題だが、メルクマール達成に近い内容との解釈もできる。つまり、NFP だけでは、決め手に欠く。

デュアルマンドートのもう一つであるインフレの観点から、サービス価格に影響を及ぼす賃金情勢を見ると、全労働者の平均時給は前月比年率 0.5% と 4 月 2.5% から減速、12 ヶ月前比は 2.0% で 4 月から変わらなかった。4 月に前年比 0.7%（3 月 1.0%）まで低下した個人消費支出デフレーター（PCED）が、FOMC がゴールとする 2% へ向けて再加速する兆しを、賃金情勢から読み取ることができない。

平均時給の推移（全労働者、%）



## データ依存状態が続くが、資産買入縮小開始のメインシナリオは引き続き 10～12 月期

以上を総合すると、5 月の雇用統計は、早期の、つまり 9 月 FOMC での資産買入縮小開始を担保する内容ではないと判断できる。但し、今後公表されるデータにより、9 月の縮小開始が担保される可能性を否定するものでもない。当社は、5 月時点でも NFP の増加が 20 万人に達していない点、ディスインフレがデフレに転じるリスクへの配慮、財政問題の悪影響を見極めるために必要な時間などを踏まえ、従来通り 10～12 月期の資産買入縮小開始をメインシナリオとする。なお、資産買入の縮小に関して市場の理解が進んだ点を踏まえれば、バーナンキ議長をはじめとする FOMC 投票権者は、3 ヶ月ごとの見通し発表や議長記者会見と同時期に政策変更を行うことに必ずしも拘らないと考えられる。そのため、見通し発表や記者会見が予定される 6 月、9 月、12 月以外の FOMC において、資産買入縮小が決定されることが十分にありうる。

## 連邦政府の雇用減少を地方政府が緩和

NFP の内訳を見ると、連邦政府部門において自動歳出削減の影響が徐々に鮮明となってきている。郵便部門以外の連邦政府雇用者数<sup>1</sup>は 1 月前月差 0.2 万人、2 月 0.4 万人の後、3 月と 4 月は 0.8 万人、5 月は 0.9 万人と 3 月以降に減少ペースが加速した。5 月の 0.9 万人は前月比 0.4% に相当し無視出来るものではない。

但し、足元では財政状態が改善しつつある地方政府の雇用増加（4 月 0.3 万人、5 月 1.1 万人）が寄与し、連邦政府による雇用削減の影響は緩和されている。また、連邦政府の歳出削減により地方向け補助金が減少し、地方政府に悪影響を及ぼすと懸念されたが、統計上では確認できない。その結果、政府部門の雇用者数は 5 月 0.3 万人（4 月 0.8 万人）と小幅の減少にと

政府部門雇用者数の推移（前月差、千人）



<sup>1</sup> 郵便部門は 4 月、5 月共に前月差 0.4 万人。

どまる。雇用の観点において、自動歳出削減は、決定的な悪影響は及ぼしていないと言える。

## 民間では製造業の低迷が続く

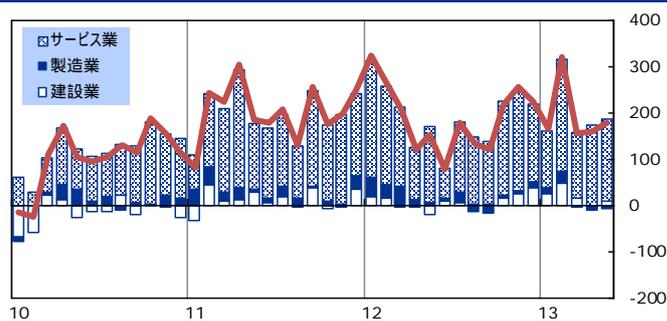
民間部門に視点を移すと、5月に民間雇用者数は前月差17.8万人(4月15.7万人)増加した。増加ペースは幾分加速したが、昨年10~12月期の月当たり23.2万人や今年1~3月期の21.2万人には届かない。内訳では、財生産部門が0.1万人と4月1.5万人から減少ペースが鈍化したことが、民間部門全体の加速に繋がっている。サービス部門は17.9万人(4月17.2万人)とほぼ前月並みの増加である。財生産部門の詳細を見ると、5月の減少幅縮小は建設業が0.7万人(4月0.2万人)と増勢に復したことによるものであり、製造業は0.8万人(4月0.9万人)と3ヶ月連続の減少だった。輸出低調<sup>2)</sup>に伴う景況感悪化に沿うかたちで、製造業の雇用意欲は低下している。

サービス部門では、個人消費関連を中心に雇用者数が増加した。小売が前月差2.8万人(4月2.0万人)、レジャーも外食を中心に4.3万人(4月3.9万人)の増加である。但し、個人消費からの距離が遠くなるにつれ、軟調な業種が目立つ。事業支援は5.7万人(4月6.0万人)と増勢維持も、1~3月期の月当たり6.6万人からは減速している。また、金融も0.4万人(4月0.9万人)に減速、運輸は0.4万人(4月0.6万人)とマイナスに逆戻りである。製造業が低迷している影響を読み取ることができる。

## 賃金情勢に改善の動きなし

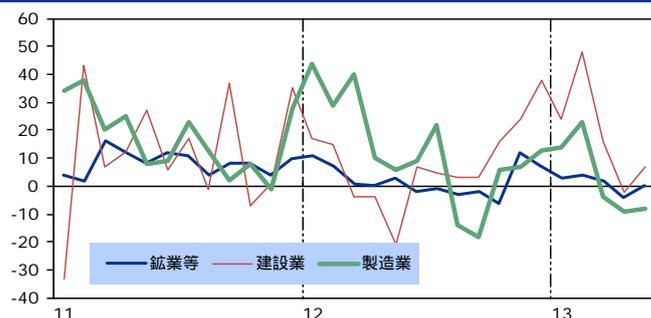
既に多少触れたが、5月の賃金情勢に大きな改善は見られない。5月の平均時給の伸びは、全労働者ベースで前期比年率0.5%(4月2.5%)へ、製造及び非管理労働者ベースでも0.6%(4月1.8%)に減速した。12ヶ月前比で見ると全労働者ベースは2.0%(4月2.0%)で変わらず、製造及び非管理労働者ベースは1.9%(4月1.8%)へ若干の加速である。製造及び非管理労働者ベースの前年比加速は、前年の反動が大きい<sup>3)</sup>。均して見れば、賃金情勢に上昇ペース加速に向けた動きはなく、サービス価格上昇の兆しは観察されない。

民間部門の雇用者数推移(前月差、千人)



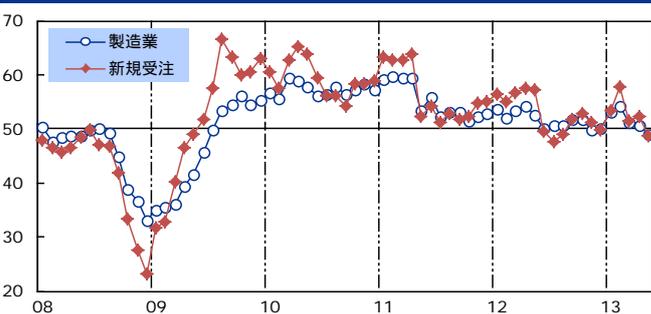
(出所) CEIC

財生産部門の雇用者数推移(前月差、千人)



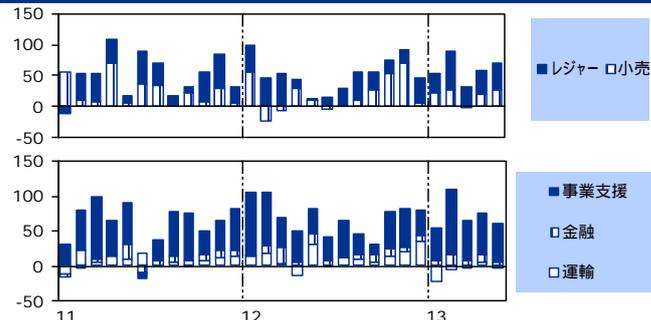
(出所) CEIC

ISM調査の企業景況感(中立=50)



(出所) Institute for Supply Management

サービス部門の雇用者数推移(前月差、千人)



(出所) CEIC

<sup>2)</sup> 貿易統計によれば4月の輸出は好調だったが、内訳を見ると増加は宝飾品に偏っており、内実は低調と考えられる。

<sup>3)</sup> 2012年4月前年比1.7%、5月1.3%。

## 5月は「良い失業率の上昇」

5月の失業率は7.6%となり4月7.5%から上昇した。但し、小数点第二位まで見ると、4月7.51%が5月は7.56%であり、上昇は僅かである。また、5月は労働力人口が前月差42.0万人(4月21.0万人)と大幅に増加し、雇用者の増加幅31.9万人(4月29.3万人)を上回ったための失業率上昇である。つまり、労働力人口が人口に占める割合である労働力率が4月63.3%から5月は63.4%へ上昇しており、労働市場への参加増加による、いわゆる「良い失業率の上昇」と言える。男女別に見ると、5月は男性の労働力率が70.0%(4月69.8%)、女性は57.3%(4月57.2%)と男性の労働力率の上昇(労働市場への復帰)が顕著だった。

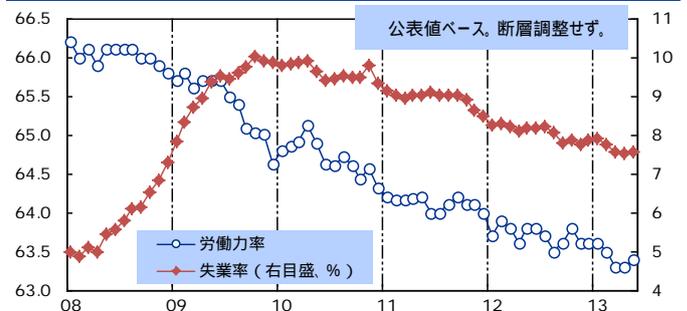
## トレンド雇用増加8万人の意味は？

シカゴ連銀が6月5日に示したレポート<sup>4</sup>の中で、失業率を横ばいに保つ雇用のトレンドの伸びが、現在月当たり8万人との試算を示し、話題となった。これは最新の将来人口推計に基づくベビーブーマーの高齢化から導かれる試算であり、当社が金融危機前2005～2007年平均の年齢別労働力率を用いて行った試算でも概ね同様の結論となる。更に2020年前後には、雇用のトレンド増加幅は5万人も割り込む<sup>5</sup>。但し、シカゴ連銀レポートにもある通り、現在は、そもそも失業率自体が均衡水準を大きく上回り、また足元の労働力率は人口動態から試算される水準を1Pt程度下回っている。そのため、今後、労働市場の回復に対応して労働力率が上昇し(少なくとも横ばいとなり)、失業率が低下へ向かう下で必要となる雇用増加ペースは8万人を大きく上回る点に留意が必要である。それは、既に述べたように、レポート発表元であるシカゴ連銀のトップであるエバンス総裁が20万人を資産買入縮小の基準の一つに挙げている点からも確認できる。

## 長期失業問題は緩やかに緩和

長期失業問題は緩やかに緩和されつつある。失業期間が27週以上の長期失業者が失業者に占める比率である長期失業者比率は5月に37.0%と4月37.3%から

労働力率と失業率の推移(%)



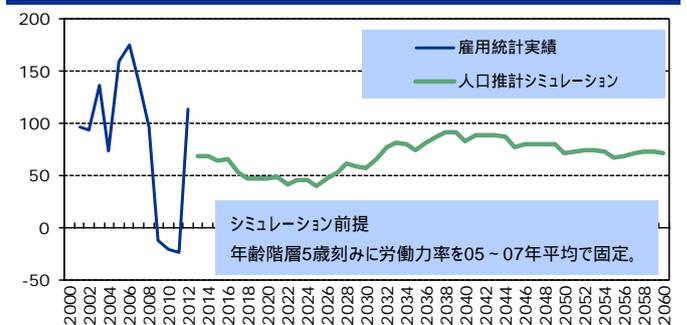
(出所)CEIC

労働力率の推移とシミュレーション(%)



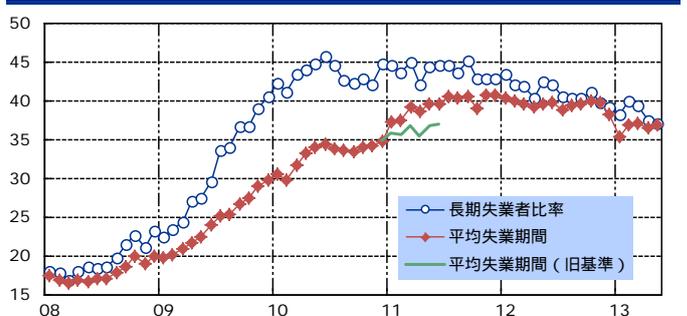
(出所)BLS,CENSUS

労働力人口の前年差推移(月当たり、千人)



(出所)BLS,CENSUS

長期失業の動向(%,週)



(出所) U.S. Department of Labor

<sup>4</sup> Chicago Fed Letter “[Estimating the Trend in Employment Growth](#)” June 5,2013

<sup>5</sup> その後、労働力人口の増加ペースは再び加速する。

低下し、労働力人口に占める割合である長期失業率は2.8%(4月2.8%)と金融危機後の最低を維持した。失業期間は平均値こそ36.9週(4月36.5週)と小幅長期化したものの、中央値は17.3週(4月17.5週)へ短期化している。解決には程遠いが、長期失業問題も徐々に改善へ向かっていると見える。