

遡及修正もあり米雇用情勢は一気に資産買入縮小の条件を充足

6月の雇用者数は19.5万人の高い伸び。遡及修正もあり、3四半期連続で20万人の雇用増を確保。賃金情勢にも明るい兆しがあり、7月FOMCにおける資産買入縮小の開始も可能に。但し、失業率見通しとの整合性や、将来の出口戦略への影響を勘案し、縮小開始は9月FOMCとなる可能性が高い。

6月雇用統計は遡及修正もあり極めて強い内容

6月の非農業部門雇用者数(NFP: Nonfarm Payroll Employment)は前月差19.5万人と大幅に増加した。市場コンセンサスの16.5万人を大きく上回る。加えて、4月が14.9万人から19.9万人へ、5月は17.5万人から19.5万人へ合計7万人も上方修正されており、そうした遡及修正を含めれば、今回の雇用統計は極めて強い内容と言える。4~6月期の月当たり雇用増加は19.6万人となり、昨年10~12月期の20.9万人、今年1~3月期の20.7万人に続き、3四半期連続で20万人程度の雇用増加を確保した。一方、労働力率の上昇による労働力人口の増加が寄与し、失業率は7.6%と5月から横ばいだった。

こうした雇用情勢の改善は、2013年後半の成長再加速に向けて、米国経済の準備が整いつつあることを示すものと言えるだろう。

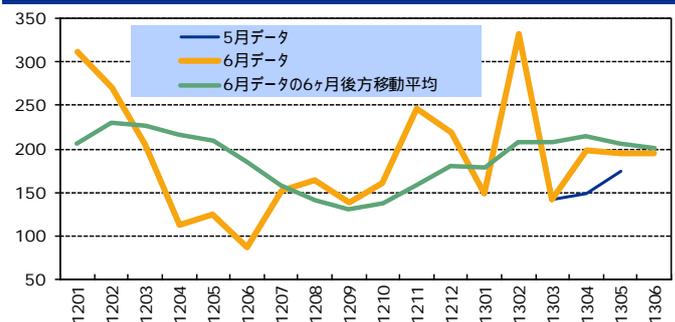
「労働市場の見通しが著しく改善するまで」を充足

月当たり20万人程度の安定的な雇用増加は、a)現在の月当たり20万人弱の生産年齢人口増加や63%台の労働力率、b)6月FOMC以前の月当たり20万人の雇用増加を重視していたFOMC関係者発言等に基づけば、FOMC公表文に掲げられる資産買入継続条件である「物価安定の下、労働市場の見通しが著しく改善するまで(until the outlook for the labor market has improved substantially)」の労働市場部分を、充足するものとして位置づけられる。また、後述するように、賃金上昇に関しても明るいデータが見られており、デイスインフレ懸念が近い将来に払拭されるとの主張も可能である。(遡及修正も含め)極めて強い6月雇用統計により、データ上は7月FOMCでの資産買入縮小(Tapering)の開始も可能になったと言える。

6月FOMCでバーナンキ議長が自ら作り出した問題

ただし、ここで「6月FOMC以前」と断ったのは、6月FOMC後のバーナンキ議長の記者会見によって、(少なくとも初回利上げまでの期間においては)労働市場の回復をFOMC関係者による失業率見通しの達成(可能性)によって判断する方向性が提示されてい

非農業部門雇用者数の前月差(千人)



(出所) U.S. Department of Labor

2013年6月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し

(%)	2013		2014		2015		Longer run	
成長率	2.3	2.6	3.0	3.5	2.9	3.6	2.3	2.5
前回見通し	2.3	2.8	2.9	3.4	2.9	3.7	2.3	2.5
失業率	7.2	7.3	6.5	6.8	5.8	6.2	5.2	6.0
前回見通し	7.3	7.5	6.7	7.0	6.0	6.5	5.2	6.0
PCEデフレーター	0.8	1.2	1.4	2.0	1.6	2.0	2.0	
前回見通し	1.3	1.7	1.5	2.0	1.7	2.0	2.0	
コアPCEデフレーター	1.2	1.3	1.5	1.8	1.7	2.0	-	
前回見通し	1.5	1.6	1.7	2.0	1.8	2.1	-	

(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	3	14	1
前回見通し	1	4	13	1

(出所) FRB

たためである。労働市場は種々の指標により総合的に解釈すべきであり、判断を失業率や雇用者数といった特定指標に依存することは好ましくない。ただ、金融政策における分かりやすさを重視する観点から、6月の記者会見においてバーナンキ議長は、あえて資産買入縮小（tapering）の開始と失業率見通しを強く結びつけた。失業率に関する6月FOMC見通しは2013年10～12月期において7.2～7.3%であるが、後述するシミュレーションが示すように、6月雇用統計により、必ずしも容易に達成できるものではない。

6月FOMCの失業率に関するスタンス変更

達成が容易でなくなったのは、ひとえに労働力率が上昇したためである。労働力率の上昇は、労働市場の回復が労働意欲を喚起する水準まで達したことを意味するものであり、本来、歓迎されるべきものである。Fed自身も前回3月FOMCまでは将来の労働力率の上昇をある程度織り込むかたちで見通しを示していた。しかし、6月FOMCに至り、労働力率の回復に対して悲観的な方向へ考えを修正し、失業率見通しを引き下げた（2013年10～12月期見通し：3月時点7.3～7.5%、6月時点7.2～7.3%）。つまり、労働力率回復による「良い失業率上昇」を見込まない方向へスタンスを改めたのである。ところが、実際には、労働力率は持ち直しの動きを示しつつある。

労働力率が上昇すれば、失業率見通しは未達に

労働力率の上昇が今後も続けば、雇用者数が現行の増加ペースを維持しても失業率は緩やかにしか低下せず、FOMC見通しの達成が困難となりうる。簡単なシミュレーションで確認しよう。2ヶ月連続で上昇し6月に64.46%となった労働力率が再び63.3%程度まで低下する場合には12月に失業率7.2%を達成するために毎月のNFP増加が15万人程度で足りる。一方、労働力率が64.46%で横ばいの場合には現在と同様の20万人のNFP増加が12月まで継続する必要がある。さらに、労働力率が63.58%へ（僅か0.12Ptだが）上昇する場合には23万人を超えるNFP増加が求められる。

労働力率と雇用者数のシミュレーション

6月労働力率(%)		63.46		
12月労働力率(%)		0.02/月	±0.0	+0.02/月
		63.34	63.46	63.58
12月の失業率7.2% に必要な毎月の雇用増	家計調査 (千人)	157	202	248
	非農業部門雇 用者数(千人)	147	190	233

家計調査の雇用者数の94%相当が非農業部門雇用者数と仮定している。
(出所)BLS

GDP見通しにも未達のリスク

労働力率低下シナリオの達成は容易だが、は現在と同様の雇用増加があと半年、に至っては更なる増勢加速が必要であり、失業率見通しの達成を容易とはできない。また、GDP見通しの達成も危ぶまれている。今月末に4～6月期GDP一次推計値(Advance Estimate)の公表と同時にされる大規模な遡及改定¹により前提が変わる可能性は否定できないが、現時点の情報から判断する限り、2013年10～12月期のGDP見通しである前年比2.3～2.6%を達成するためのハードルは相当に高い。インフレ見通しは大幅に引き下げられたため達成出来そうだが、6月FOMCで示された失業率と成長率の見通しは未達リスクが相当に存在すると言える。

建設的な曖昧さと金融政策の分かりやすさのトレードオフ

以上を考えると、Taperingを十分に正当化できる雇用改善を手にしたにもかかわらず、FOMCはTapering

¹ 7月31日に、米BEAは研究開発費などをGDPに計上するなど推計方法の変更を含む大規模改訂を行う予定である。

の開始に関して、自らが作り出した迷路に入り込んだ可能性がある。これは、スムーズな金融政策運営に必要な「建設的な曖昧さ」とバーナンキ議長が追求してきた「金融政策の分かりやすさ」との間において、ある種のトレードオフが生じているためである。これは、日銀が、将来において出口戦略へ向かう際のケーススタディにもなる、貴重なモデルケースかもしれない。

既に述べたように、予想を上回る6月の雇用増加と遡及しての大幅な上方修正などにより、7月末に開催されるFOMCでのTapering開始も十分に可能な情勢にある。しかし、6月FOMC後のバーナンキ議長の記者会見との整合性上、その場合には見通し達成を前提とする必要がある。従って、7月にTaperingを開始した後、9月FOMCにおいて、成長率や失業率の見通しを下方修正²するようなことがあれば、自らの信認に傷がつきかねない。では、9月まで待つとはどうか。この場合も僅か3ヶ月での方針修正との印象は拭えないが、見通しの下方修正に関し、記者会見という説明の機会が与えられる。

更に、10月まで待つと、労働市場参加意欲の推移やGDPの基準改定を踏まえ9月時点で見通しを修正した後のTapering開始になる。情勢変化に応じて修正した9月見通しの達成度合いの高まりを見極めた上でTapering開始というロジックは分かりやすい。ただ、6月雇用統計が労働市場の真の回復を示しているとするれば、金融政策運営上は「Behind the Curve (後手に回る)」となりかねない。

市場の期待コントロールを重視し、9月FOMCからTapering開始か

Taperingの開始タイミングとして7月FOMC、9月FOMC、10月FOMCのいずれも一長一短であり、非公式な手段により補完する必要がある。まず7月FOMCと9月FOMCにおける開始に際しては、FOMC関係者が講演等において、事前に労働市場の回復について説明することが必要であろう。失業率高止まりの原因である労働力率見通しの上振れを認めることが最も有効と言える。一方、10月FOMCでの開始は、開始がBehind the Curveであっても、イールドカーブにおける織り込み度合いに応じて、Taperingのペースを速めることにより補完できる。

いずれも、名を捨てて実を取るという観点から、十分にありうるシナリオであり、裏を返せばFOMCにとって選択肢は多い。ただ、バーナンキ議長が退任を控え、6月FOMC後の記者会見で、Tapering開始のタイミングについて踏み込んだ点は無視できない。7月にも可能なTapering開始を10月へ3ヶ月も先送りし、Central Bankerとして誰も望まないBehind the Curveの謗りを自らの任期の最後に甘受することを良しとはしないだろう。退任してしまえば、その後の金融政策による汚名返上も出来ない。一方、7月の開始は、Fedがその後の出口戦略も急ぐとの印象を市場に与え、後任の金融政策運営に禍根を残すリスクがある。結局のところ、議会証言やFOMC関係者の講演により労働市場の状況などに関して丹念な説明を行いつつ、9月FOMCでTapering開始というのが最終的に選択されるシナリオに思われる。従って、7月11日に予定されているバーナンキ議長のボストンでの講演や18日の議会証言は極めて重要である。従来、当社はTaperingの10月開始をメインシナリオとしていたが、冒頭で述べたように雇用情勢に関して予想を上回る改善が(遡及して)示され、安定的な20万人の雇用増加が前倒して達成された点と、賃金情勢にも明るい動きがみられる点を踏まえ、9月の開始見通しへ修正する。

² FOMCは経済見通しを3,6,9,12月の4回示す。

2013年FOMCのスケジュール	
2013/01/29-30	
2013/03/19-20	SEP,記者会見
2013/04/30-05/01	
2013/06/18-19	SEP,記者会見
2013/07/30-31	
2013/09/17-18	SEP,記者会見
2013/10/29-30	
2013/12/17-18	SEP,記者会見
FOMCは年8回。	
(出所)FRB	

4～6月期雇用統計の分析

連邦政府の雇用者数は金融危機後で最大の減少

冒頭で述べたように、4～6月期のNFPは月当たり19.6万人増加した(1～3月期20.7万人)。内訳を見ると、民間が19.9万人(1～3月期21.2万人)、政府は0.3万人(1～3月期0.5万人)である。自動歳出削減の発動にも関わらず、政府部門の雇用減少がマイルドなのは、地方政府(州+地方自治体)の貢献によるものである。6月こそ前月差0.2万人と4ヶ月ぶりの減少に転じたが、4～6月期では月当たり0.4万人(1～3月期0.4万人)と2四半期連続で増加した。景気回復や住宅市場の持ち直しを受けた財政収支の改善を映じた動きと考えられる。また、連邦政府に限っても、4～6月期に郵便部門の人員減少が止まった影響がある。郵便部門を除いた連邦政府の雇用者数は、4～6月期に月当たり0.7万人(1～3月期0.5万人)と減少幅が拡大し、金融危機以降で最悪を記録した(国勢調査要因を除く)。歳出削減による悪影響は、連邦政府への依存度が高い地域(たとえワシントンD.C.)を中心に鮮明である。但し、地方政府や以下で述べる民間サービス部門の雇用増加によりカバーされている。

4～6月期の民間部門は個人消費関連が高い伸び

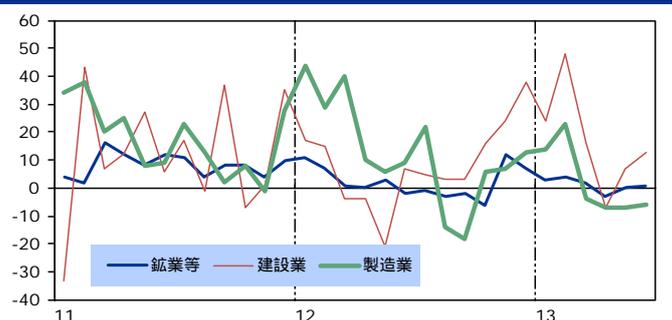
4～6月期の民間部門の雇用者数については、財生産部門が月当たり0.3万人増加(1～3月期4.3万人)とほぼ横ばいへ減速する一方、サービス部門の雇用者数の伸びが20.2万人(1～3月期16.9万人)へ加速した。

政府部門雇用者数の推移(前月差、千人)



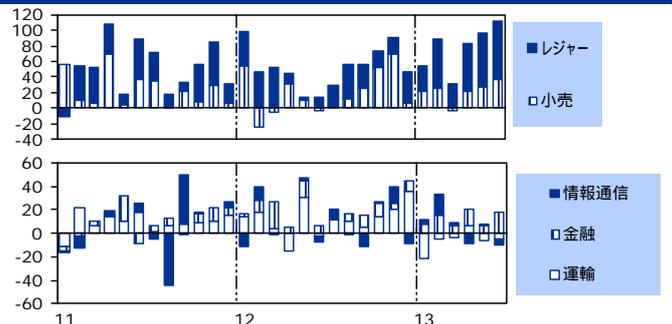
(出所) CEIC

財生産部門の雇用者数推移(前月差、千人)



(出所) CEIC

サービス部門の雇用者数推移(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	サービス		小売	政府			
		建設	製造						
2010年	80	16	9	101	12	19	9.6	64.7	
2011年	174	12	16	165	24	26	8.9	64.1	
2012年	189	9	12	170	21	4	8.1	63.7	
2012年	7～9月期	2	3	144	13	10	8.0	63.6	
	10～12月期	39	9	193	43	24	7.8	63.7	
2013年	1～3月期	29	11	169	15	5	7.7	63.5	
	4～6月期	4	7	202	29	3	7.5	63.4	
2013年	4月	7	7	205	22	11	7.5	63.3	
	5月	7	7	207	27	12	7.6	63.4	
	6月	13	6	194	37	7	7.6	63.5	

(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。

財生産部門では、海外需要の低迷などを受けて製造業が減少（1～3月期 1.1万人 4～6月期 0.7万人）、また建設業も非居住建設などを中心に減速した（1～3月期 2.9万人 4～6月期 0.4万人）。サービス部門では、底堅い個人消費の動向などを反映し、小売（1～3月期 1.5万人 4～6月期 2.9万人）やレジャー（1～3月期 4.2万人 4～6月期 6.8万人）などが好調だった。一方、製造業の減速により運輸（1～3月期 1.1万人 4～6月期 0.2万人）は振るわなかった。

労働力率と雇用率が上昇

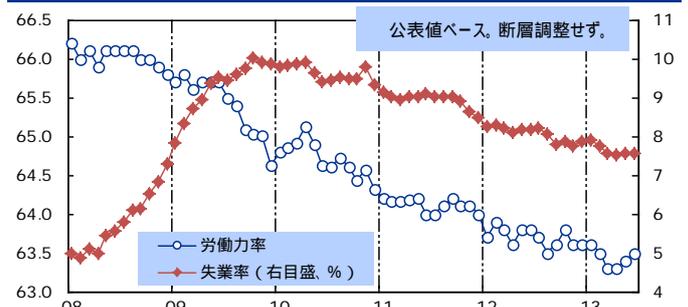
家計データに基づく、6月の失業率は5月から横ばいの7.56%だった。雇業者数は前月差 16.0万人（5月 31.9万人）と増加したものの³、労働力人口が17.7万人（5月 42.0万人）と雇業者数を上回る伸びを示したため、失業者が減少せず（6月 1.7万人）、失業率は不変である。人口に占める労働力人口の割合を示す労働力率が63.5%（5月 63.4%）へ、人口に占める雇業者数の割合を示す雇用率も58.7%（5月 58.6%）へ上昇しており、（失業率は上昇していないが）6月は「良い失業率の上昇」に分類される動きと言えるだろう。また、失業者に占める失業期間 27週以上の長期失業者の比率を示す長期失業者比率が36.7%（5月 37.0%）へ低下し、平均失業期間も35.6週（5月 36.9週）に短縮されるなど、長期失業問題も緩和されている。

若干気になるのは4～6月期にフルタイムの雇用増加が止まり、パートタイムが大幅に増加した点である。労働需要増加を受けた、一時的な動きと推察されるが、雇用の質の劣化に繋がる可能性があるため、動向には留意する必要がある。

賃金情勢にも明るい動き

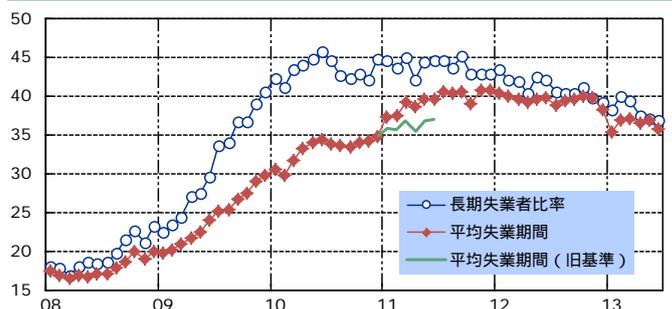
6月は賃金動向にも明るい動きが見られた。6月の平均時給は全労働者ベースで前月比年率5.1%（5月 1.0%）、製造及び非管理労働者ベースでも3.0%（5月 1.2%）へ伸びが高まった。12ヶ月前比で見ても、全労働者ベースは2.2%（5月 2.0%）と2011年7月以来の高い伸びである。未だ、先行きを楽観視はできないが、雇業者数の伸びが安定してきている点を勘案すれば、賃金伸び率も底入れした可能性があるだろう。これは、サービス価格の押し上げを経由して、米国経済のデスインフレ脱却に繋がる。

労働力率と失業率の推移（%）



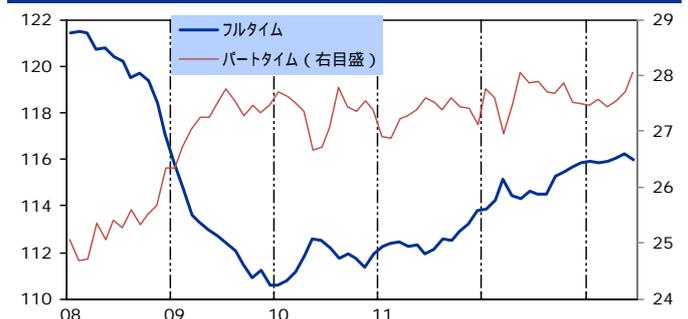
(出所)CEIC

長期失業の動向（%、週）



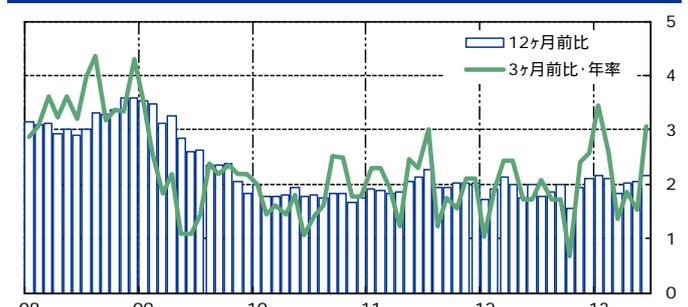
(出所) U.S. Department of Labor

就業時間別雇業者数の推移（百万人）



(出所)CEIC

平均時給の推移（全労働者、%）



(出所)CEIC

³ NFP と同概念に調整したベースでは6月に前月差 35.0万人（5月 34.4万人）。