

8月の米雇用統計は明らかな減速を示すも、先行きは暗くない

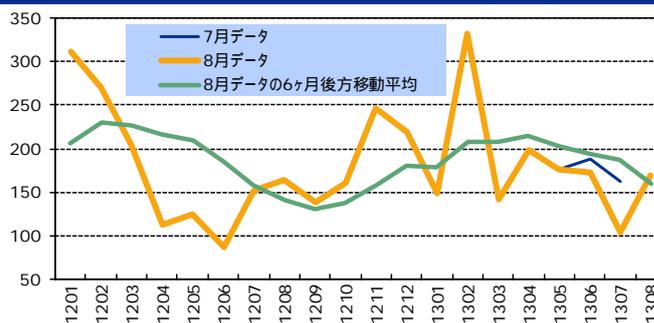
6～7月が累計7.4万人も下方修正の後、8月のNFPは前月差16.9万人にとどまり、年前半対比で明らかな減速。失業率は7.3%へ低下も、主因は労働市場からの退出。Tapering 早期開始の必然性は低下も、当社は、フォワード・ガイダンス強化と組み合わせ、9月にTapering 開始と引き続き予想。

雇用者数の伸びは予想を下回る

米雇用統計によると、8月の非農業部門雇用者数（NFP：Non-farm Payroll Employment）は、6～7月データが累計7.4万人も下方改訂された後、8月に前月差16.9万人の増加にとどまり、市場コンセンサスの18万人を下回った。

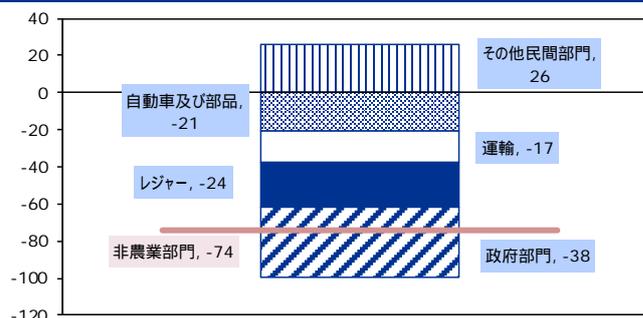
7月の雇用者数が昨年6月以来の低い伸びに特に7月は5.8万人も下方改訂された結果、前月差10.4万人となり、昨年9月にFedがオープンエンドの資産買入を導入する前の昨年6月に記録した8.7万人以来の低い伸びとなった。また、均して見ても、改訂後の3ヶ月平均は14.8万人（7月15.1万人）と18万人前後を確保していた6月迄から、6ヶ月平均も16.0万人（7月18.8万人）と20万人前後を確保していた6月迄から、明らかに減速している。なお、累計7.4万人の遡及改訂は、政府部門が3.8万人と半分超を占めたほか、民間部門は自動車（2.1万人）、運輸（1.7万人）、レジャー（2.4万人）と特定セクターに下方修正が集中した。

非農業部門雇用者数の前月差（千人）



(出所) U.S. Department of Labor

過去2ヶ月の遡及改訂の内容（千人）



(出所) U.S. BLS

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	9.63	64.71
2011年	174	201	36	12	16	165	24	26	8.95	64.11
2012年	189	193	23	9	12	170	21	4	8.07	63.70
2012年7-9月期	152	142	2	4	3	144	13	10	8.03	63.60
2012年10-12月期	209	232	39	26	9	193	43	24	7.82	63.67
2013年1-3月期	207	212	43	29	11	169	15	5	7.74	63.47
2013年4-6月期	182	190	5	11	6	195	33	7	7.54	63.41
2013年6月	172	194	6	10	7	188	45	22	7.56	63.46
2013年7月	104	127	17	3	16	144	49	23	7.39	63.40
2013年8月	169	152	18	0	14	134	44	17	7.28	63.22

(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。

失業率は7.3%へ低下も、主因は労働力率の低下

一方、失業率は7月7.39%が8月は7.28%へ低下した。但し、失業率算出に用いられる家計調査の雇用者数は前月差 11.5 万人（7月22.7万人）と減少しており、失業率低下は雇用増加によるものではない。すなわち、失業率の低下は、労働市場からの退出により労働力人口が 31.2 万人も減少、労働力率が 63.22%（7月63.40%）と1978年以来の水準まで低下したためであり（労働力率低下の失業率前月差に対する寄与度 0.263%Pt¹）、いわゆる「悪い失業率の低下」と分類される。実際、生産年齢人口に占める雇用者数の割合を示す雇用率は58.62%（7月58.71%）へ低下した。

長期失業関連のデータも悪化

また、パートタイム労働者は8月に小幅減少したものの高水準が続き、長期失業関連のデータも悪化した。長期失業者比率（失業期間27週以上の長期失業者が失業者全体に占める比率）は37.9%（7月36.9%）と3月以来の水準に上昇、平均失業期間も37.0週（7月36.6週）とやはり3月以来の水準に長期化している。

このように重要指標であるNFPや失業率、労働力率、雇用率、長期失業関連データなどは、明らかに雇用情勢の改善ペース鈍化を示している。しかし、同時に、上向きなモメンタムを示唆する内容も存在する。

賃金上昇率が高まる

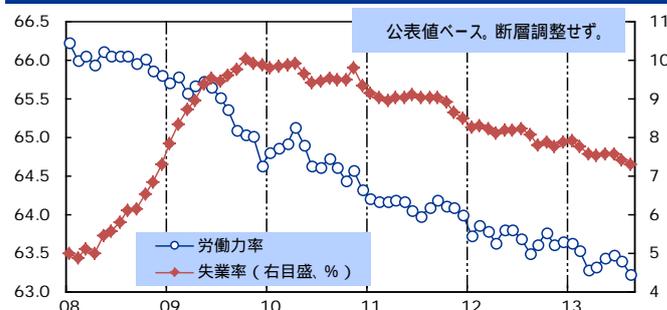
第一に、賃金データの改善が指摘できる。8月の平均時給は全労働者ベースと製造及び非管理労働者ベースが共に12ヶ月前比で2.2%（7月2.0%）へ伸びを高めた。これは2011年7月以来約2年ぶりの高い伸びである。こうした賃金の動きは、家計所得やインフレ動向を考える上で明るい材料と言える。

製造業雇用は下げ止まり

第二に、製造業雇用者数の下げ止まりが指摘できる。製造業の雇用者数は7月に前月差1.6万人と減少した後、8月は1.4万人増加と引き続きボラタイルだが、2ヶ月平均では0.1万人とほぼ横ばいに転じ、0.5万人前後が続いた6月までからは明確に改善している。7月減少と8月増加は、そのほとんどが自動車を中心とする輸送機械セクター（7月1.9万人、8月2.0万

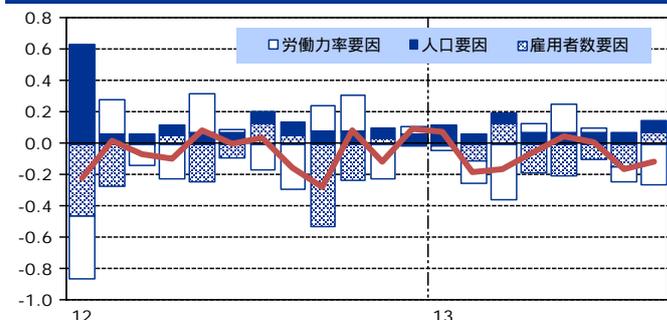
¹ 雇用者数の寄与度は+0.074%Pt、人口の寄与度が0.077%Pt。

労働力率と失業率の推移（%）



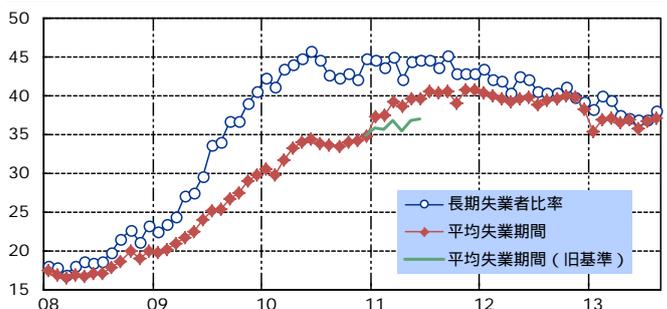
(出所) U.S. Department of Labor

失業率前月差の要因分解（%Pt）



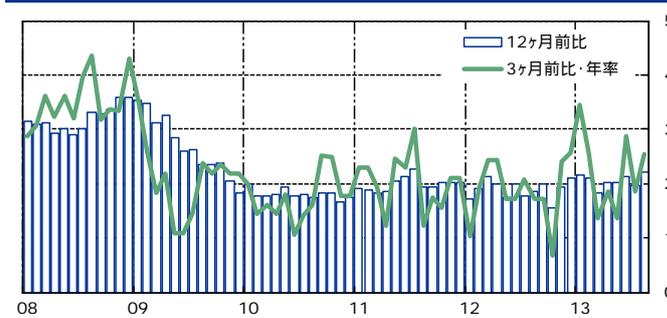
(出所) U.S. Department of Labor

長期失業の動向（%、週）



(出所) U.S. Department of Labor

平均時給の推移（全労働者、%）



(出所) U.S. Department of Labor

人)によるものだが、8月に年率16百万台を回復した自動車販売動向を踏まえれば、自動車セクターの生産や雇用は先行き回復が期待できる。また、製造業ISM指数の雇用者数DIも6月の50割れが7月54.4、8月53.3と改善し、製造業雇用の回復を示唆している。

サービス部門の先行きは...

なお、サービス部門の雇用者数は減速傾向にあり、NFP全体を押し下げている。但し、個人消費と連動する小売やヘルスケアは底堅い。伸びが大幅に鈍化し、サービス部門全体を押し下げているのは事業支援セクターである。但し、事業支援セクターと連動性の高い非製造業ISM指数の雇用者数DIが上昇傾向にあるため、先行きは上向きに向かう可能性が高いだろう。

パートタイム労働者の動向

第三に、雇用の質が必ずしも悪化していない点が指摘できる。既に述べたようにパートタイム労働者は高水準にあるものの、内訳を見ると、2013年に入り、増加しているのは、「経済的理由以外によりパートタイムを選択している労働者」である。フルタイム職を得られないため、すなわち「経済的理由によりパートタイムを選択している労働者」は水準こそ高いが緩やかに減少しており、徐々にフルタイム職へ移行しているとも考えられる(フルタイム労働者は8月に前月差11.8万人増加)。

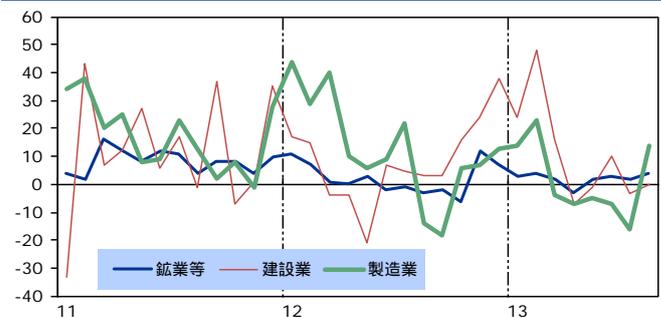
雇用情勢の減速は確かだが先行きは暗くない

このように賃金や先行指標の改善など多少の上向きの動きを指摘でき、これは雇用情勢の評価にプラスとなる。しかし、雇用者数の伸び鈍化や労働力率の低下など重要データの悪化を完全に打ち消すほどの、強いインパクトは持ち合わせていない。

少なくとも7~8月の時点において、雇用情勢が再び減速している点は認めざるを得ないだろう。

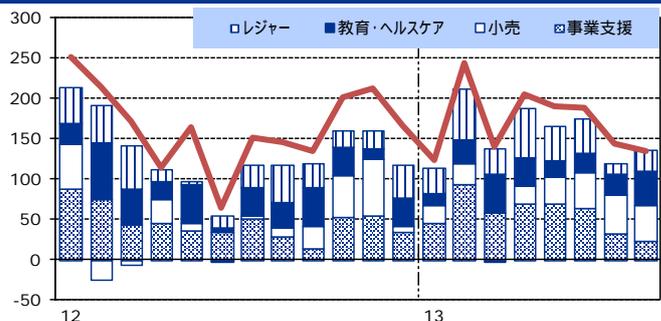
但し、上述の上向きのデータに加え、速報性の高い雇用データである失業保険申請件数の明確な改善傾向(6月平均34.6万件 7月34.2万件 8月33.0万件)やISM指数の改善が示す企業部門の前向きモメンタムの強まりなどを勘案すると、7~8月の雇用情勢の減速が加速するとは考えにくく、寧ろ一時的な動きにとどまる可能性こそ高いと指摘できる。

財生産部門の雇用者数推移(前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor

サービス部門の雇用者数推移(前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor

事業支援サービス業と雇用者数DI



(出所) Institute for Supply Management, U.S. Department of Labor

パートタイム労働者(百万人)



(出所) U.S. Department of Labor

FOMC は難しい決断を迫られる

8月の米雇用統計は、低調だった7月の鉱工業生産や個人消費データなどと共に、景気回復が一様には進んでいないことを示唆した。しかし、2013年後半以降の景気や雇用の回復シナリオを揺るがすほどのインパクトまでは持ち合わせていない。9月17～18日のFOMC後に示される経済見通しでは、景気回復シナリオが維持されるだろう。従って、景気回復見通しに沿った9月FOMCでの資産買入縮小(Tapering)の開始は否定されない。

一方、10月以降ではなく、9月のFOMCでTapering開始を決定する必然性に乏しいことも確かと言える。NFPの増加幅が、シカゴ連銀のエバンス総裁がメルクマールとした月当たり20万人を明らかに下回るなど、雇用回復は緩やかなものにとどまる。また、雇用と並びFOMCがデュアルマニデートとするインフレ動向は、コアPCEデフレーターが7月まで4ヶ月連続で前年比1.2%と、目標の2%を大きく下回ったままである。更に、シリア攻撃に関する不透明な情勢も、FOMCによる判断を難しくする。



但し、Tapering開始を9月に見送っても、10～12月期には実施する点について、講演や議事要旨などを見る限り、FOMC投票権者及び参加者の間でコンセンサスが形成されていると考えられる。また、同じくコンセンサスとして存在するのは、Tapering開始と将来の利上げを切り分けるという考え、具体的にはフォワード・ガイダンスの強化によりTapering開始に伴う金利上昇を回避するという方針である。

フォワード・ガイダンス強化との合わせ技で9月FOMCからTapering開始

以上を踏まえると、FOMCが採用しうる選択肢として、大別して二つを指摘できる。第一に、9月FOMCから資産買入減額を開始するものの、減額幅は国債買入額の100億ドル減額など極めて少額にとどめ、また今後の買入減額が景気動向に依存し、場合によっては増額もありうることを強調するとの選択肢である。この場合は、同時に、資産買入終了後の初回利上げなど出口戦略については、一定のインフレ率を下回る下では実施しないなどのフォワード・ガイダンスの強化により金利上昇を抑制すると考えられる。すなわち、慎重姿勢をアピールしつつ、早いタイミングで小規模のTaperingを開始するとの方策である。

第二は、9月FOMCではTapering開始の条件が満たされつつあるも、更なるデータの見極めが必要と強調し、十分なデータの充足をもって10月以降のFOMCでTaperingを開始するとの選択肢である。この場合、減額幅は第一の選択肢の100億ドルより多額になると見込まれる。9月のFOMC後の記者会見などにより十分な地均しが為されるため、記者会見などを伴う12月FOMCまで待たずに、データ次第では10月からTaperingが開始される可能性がある。なお、フォワード・ガイダンスの強化は、第一の選択肢と同様に、金利上昇抑制のために実施される見込みである。

二つの選択肢の採用確率は、ほぼ五分五分に近いと考えられる。ただ、7月までのFOMCにおいてTapering開始に向けたマグマが相当に蓄積されている点などを勘案し、当社では9月のFOMCでTapering開始が決定されるとの見通しを維持する。