

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

11 月雇用統計は強含み、資産買入縮小の開始が視野に

11 月雇用統計は失業率や労働力率、賃金動向などに不安を残すも、雇用者数の増勢に限れば Tapering 開始のハードルをクリアした模様。財政協議が合意に至るか、もしくは近づけば 12 月 FOMC で Tapering 開始の可能性。逆に財政協議が物別れとなれば、1 月に先送りの可能性が高まる。

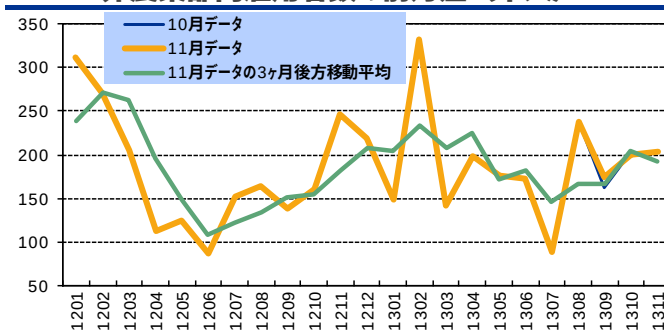
11 月の雇用者数は強い内容

米国の 11 月の非農業部門雇用者数 (NFP: Non-farm Payroll Employment) は前月差 20.3 万人となり、10 月改訂値の 20.0 万人に続き、2 ヶ月連続で 20 万人の増えにのせた。今回は、遡及改訂が極めて小幅にとどまり、9 月が 1.2 万人上方修正の 17.5 万人増、10 月は 0.4 万人下方修正の 20.0 万人、ネットで 0.8 万人の上方修正だった。また、失業率は 10 月 7.3% が 11 月 7.0% へ急低下した。但し、失業率の低下には、労働力率の低下が影響しており、NFP の増加とは異なり必ずしも好感出来る内容ではない。

雇用者数は Tapering 開始を正当化

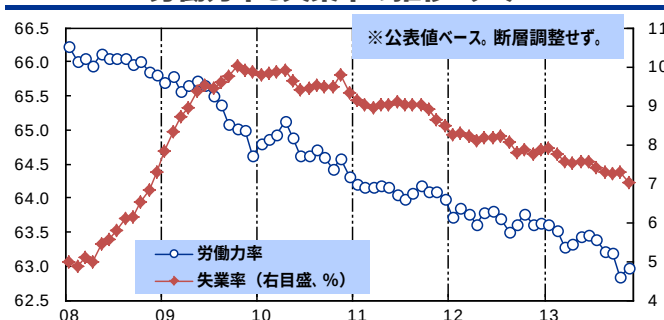
11 月の NFP 増加幅は、市場予想の 18.0 万人を上回り 20 万人を超え、かつ前月 10 月分も遡及改訂が軽微で 20 万人増を維持した。その結果、NFP 増加幅は 3 ヶ月移動平均で見て 19.3 万人 (10 月 20.4 万人) を確保、9 月 FOMC において Tapering 開始を見送った際の 3 ヶ月平均 14.8 万人 (6~8 月平均) を大きく上回るのみならず、2013 年前半に複数の FOMC 関係者が資産買入縮小 (Tapering) のメルクマールとして言及した 20 万人近傍に達している。

非農業部門雇用者数の前月差 (千人)



(出所) U.S. Department of Labor

労働力率と失業率の推移 (%)



(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			サービス		小売		
				建設	製造					
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	1	▲6	195	33	▲7	7.54	63.41
2013年7～9月期	167	158	12	7	2	146	34	9	7.30	63.27
2013年9月	175	168	29	17	8	139	23	7	7.24	63.19
2013年10月	200	214	31	12	16	183	46	▲14	7.28	62.85
2013年11月	203	196	44	17	27	152	22	7	7.02	62.98

(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。

また、最も速報性のある雇用データである失業保険申請件数が（感謝祭などによる季節調整の歪みを考慮しても）減少傾向を維持している点も勘案すると、雇用者数の動向に限れば、12月FOMCの時点でTapering開始のハードルをクリアした可能性が高い。

Taperingに際し考慮すべき材料

しかし、Taperingの開始に際しては、雇用者数の動向に加えて、考慮すべき重要な要因がある。①失業率及び労働力率の動向、②経済主体の支出動向、③インフレ動向、④Tapering後の金利上昇リスク、⑤財政問題の動向である。

失業率の7%到達は労働力率低下が原因

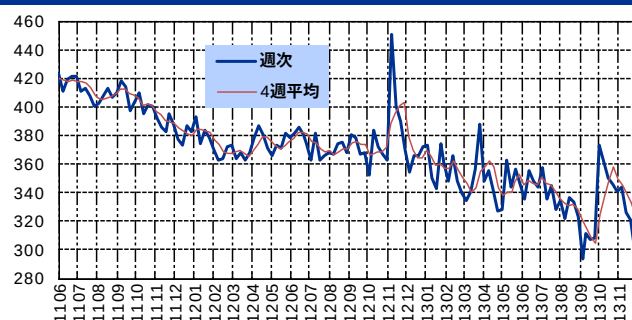
失業率及び労働力率の算出に用いられる雇用統計の家計調査データは、連邦政府部門の閉鎖により10月データに歪みが生じたと考えられる。政府部門閉鎖による一時帰休者としてカウントされた自宅待機者が11月に雇用者へ復帰するなど、統計の正常化は進んだ模様だが（一時帰休者は10月48.8万人増加、11月37.7万人減少）、基調判断に際しては、10月を用いず、11月と9月を比較するべきだろう¹。

失業率は9月7.24%が11月は7.02%へ低下した（10月は7.28%）。しかし、2ヶ月で雇用者数は8.3万人しか増加しておらず、雇用増加による失業率押し下げは0.05%Ptに過ぎない。失業率を0.31%Ptも押し下げたのは、労働市場からの退出による労働力率の低下である（他に人口増加が失業率の押し上げに作用）。9月から11月に労働市場から26.5万人が退出し、労働力率は63.19%から62.98%へ低下した。これは1970年代後半以来の低水準である。また、長期失業比率が9月36.8%から10月は37.3%へ上昇しており、失業期間の長期化による就職の困難度合いが再び増し、それが労働市場からの退出にも繋がっている可能性が示唆されている。労働力率の低下により生じた失業率の低下は、NFPの堅調推移が示している雇用市場の改善を判断する上で、割り引くべき要因となる。

家計の支出に持ち直しの動きがあるも、企業は引き続き慎重

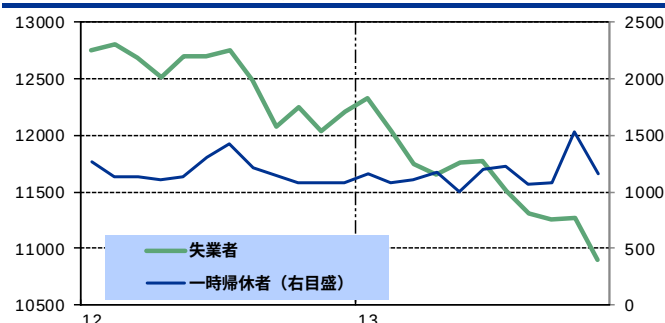
次に経済主体の支出動向に関して、10月の実質消費支出が前月比0.3%（10月0.1%）と高い伸びを示し

新規失業保険申請件数の推移（季調値、千人）



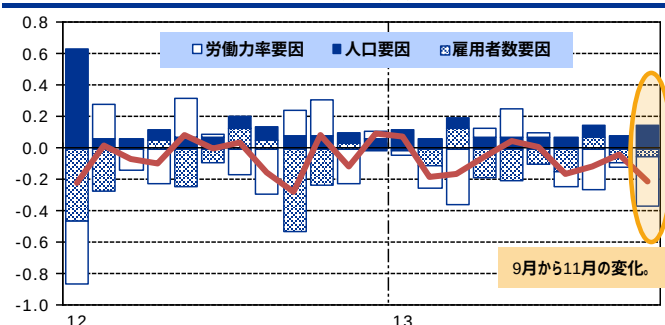
(出所) U.S. Department of Labor

失業者と一時帰休者の推移（千人）



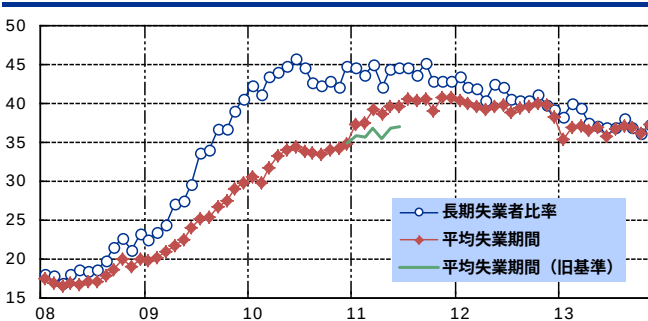
(出所) U.S. Department of Labor

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

¹ 失業率の寄与度分解グラフでは、9月から11月の変化を表示した。

た点は、10～12月期の個人消費を考える上でプラス材料と言える。また、ミシガン大消費者マインド指数が10月73.2をボトムに11月75.1、12月82.5と上向いている点から、消費者マインドも最悪期は脱したと考えられる。但し、値引き前倒しに伴い、年末商戦の行方が見極め難くなっている点には注意が必要である。その意味で、12月12日公表の11月の小売売上高はいつにも増して重要と言える。なお、企業の設備投資動向は引き続き慎重なままである。

ディスインフレが10月に加速

ディスインフレは止まるところか、10月に更に進行し、Tapering 開始の決定に対し逆風である。10月の個人消費支出デフレーター（PCED）は0.7%（9月0.9%）と2009年以来の低い伸びを記録した。低下の主因はエネルギー価格の下落だが、食料とエネルギーを除いたコアPCEDも1.1%（9月1.2%）と、FOMCの目標である2%を大きく下回っている。また、賃金情勢も一時的に比べれば底堅さを増しているものの、11月は前年比2.0%（10月2.2%）と再び減速しており、精彩を欠く。インフレ及び賃金動向は、緩和度合いを減じる必要がないことを示唆している。

長期金利が急上昇するリスクは低下

9月FOMCにおけるTapering開始見送り以降、バーナンキFRB議長やイエレンFRB副議長（次期議長）をはじめとするFOMC関係者が、Taperingと利上げを明確に区別し、利上げを急がない姿勢を強調した。そのため、早期利上げに対する金融市場の警戒感は後退しており、12月のTapering開始が大幅な金利上昇へ繋がるリスクは従来より低下している。11月雇用統計に対する長期金利の反応も瞬間的には10Bp程度の上昇を示したが、すぐに鎮静化した。

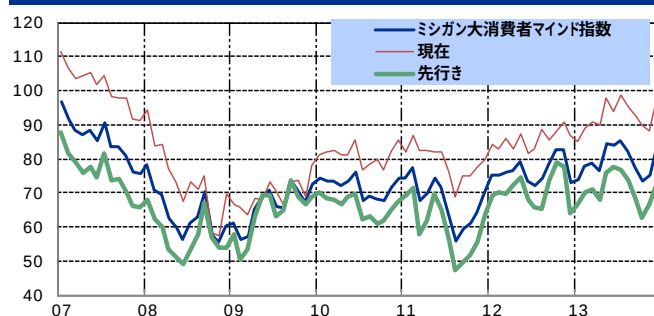
財政問題は多少好転も楽観視はできず

最後に、財政問題に関しては、多少状況が好転しつつある。水面下で2年間の予算案策定に向けた協議が進んでいるとWSJなど米メディアにより報じられており、2014年度の歳出について下院共和党案の0.967兆ドルと上院民主党案の1.058兆ドルのほぼ真ん中の1兆ドル程度が目指されている模様である。合意が近いとの指摘もあるが、両院協議会の交渉期限である13日までに残された時間は少なく、過度の楽観視もできない。

財政協議が合意に至れば12月にTapering開始の可能性

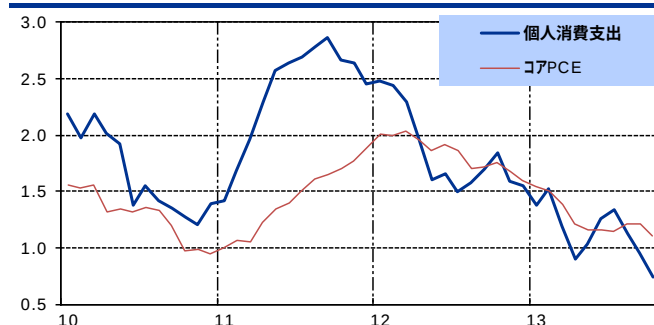
以上を総合すると、最も重要なNFPの動向はTapering開始のハードルを越えたと考えられ、9月FOMC時点に比べ金利急上昇のリスクも低下している。一方、労働力率とディスインフレの動向はTapering開

ミシガン大消費者マインド指数（1966=100）



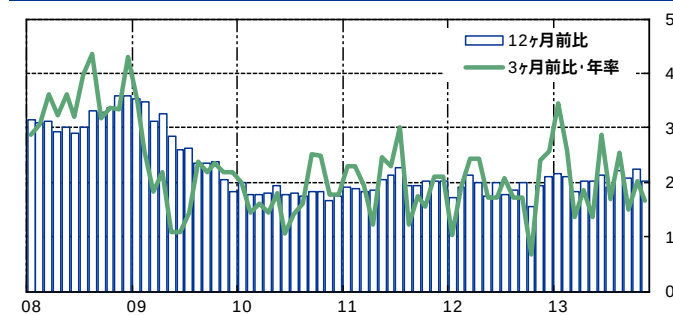
(出所) Univ. Michigan, Thomson Reuters

消費支出デフレーター推移（前年比、%）



(出所) U.S. BEA

平均時給の推移（全労働者、%）



(出所) U.S. Department of Labor

始に対して、9 月 FOMC 時点以上に明確な逆風となっている。また、財政協議と個人消費については、趨勢がはっきりせず、12 月 12 日に予定される 11 月小売売上高発表や 12 月 13 日の合意期限を控えての両院協議会の動向を見極めざるを得ないと言える。

従来、当社では、Tapering 開始時期の想定確率を来年 3 月 45%、来年 1 月 35%、今年 12 月 20%とした上で、雇用統計において（遡及しての大幅な下方修正がなく）10 月に続き、11 月も非農業部門雇用者数が前月差 20 万人を超えるなど、極めて強いデータが示された場合には、Tapering 開始が当社想定より前倒しされるリスクがあると指摘してきた。

11 月雇用統計の強い内容は、想定していたリスクシナリオの発生を示しており、Tapering 開始予想時期を前倒しする。財政協議が合意に至れば（もしくは近づけば）、Fed は 12 月 FOMC にて Tapering を開始する可能性が高い。一方、財政協議が物別れとなれば、よほど 11 月小売売上高が強含まない限り、労働力率の低下やインフレ動向が示す下振れリスクを無視はできず、経済情勢や財政協議を更に見極めるために、Tapering 開始は 1 月以降に先送りされと考えられる。財政問題におけるリスクの残存を帳消しにするだけの、強い経済データが示される可能性は小さいだろう。

つまり、財政協議が合意に至る場合には 12 月 FOMC での Tapering 開始が、至らない場合には 1 月 FOMC での開始がメインシナリオである。なお、11 月雇用統計に対する金融市場の反応を見る限り、Tapering 開始を FRB 議長が記者会見の場で詳細に説明し金利急上昇を防ぐ必要性は薄れており、説明の機会の確保を理由として、記者会見の予定される 3 月 FOMC まで Tapering の開始を待つ可能性は大きく低下した。