

米国の雇用情勢は力強い改善を示し、Fed を出口戦略へ後押し

6月の非農業部門雇用者数は28万人超の大幅増加を示し、失業率は6.1%まで低下。パートタイム労働者シフトが進むなど、質的な労働需給改善は道半ばのため、賃金上昇率は高まっていないが、現在の雇用増加ペースが維持されれば、賃金上昇率やインフレ率の上昇が前倒しされる可能性もあり。そうした雇用情勢やインフレ情勢の回復は、金融政策が出口へ向かう時期にも当然に影響。

米国の6月雇用統計は、非農業部門雇用者数が大幅に増加し、また失業率も低下するなど、極めて強い内容だった。但し、賃金上昇率の高まりは未だ見られない。

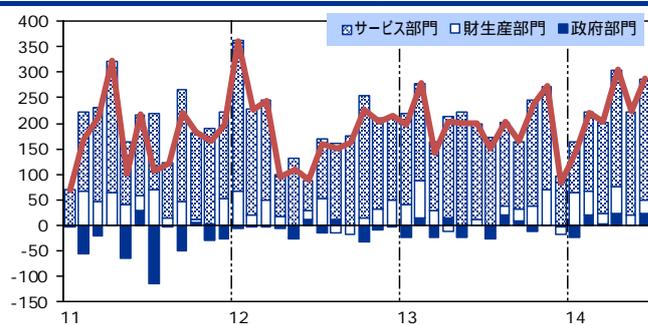
NFP は 28.8 万人の大幅増加

まず、非農業部門雇用者数（NFP：Non-farm payroll employment）は6月に前月差28.8万人と市場コンセンサスの21万人程度を大きく上回る伸びを示した。また、4月の増加幅は2.2万人上方修正され、30.4万人と2012年1月以来の30万人台を記録、5月の増加幅も0.7万人上方修正されている。4～6月期は月当たり27.2万人増加と1～3月期の19.0万人から増勢が大きく加速した。

小売や事業支援、地方政府が増加をけん引

NFPの内訳は、民間部門が前月差26.2万人（5月22.4万人）、政府部門は2.6万人（5月0.0万人）と共に堅調である。民間部門では財生産部門は5月2.2万人が6月は2.6万人へと小幅加速にとどまったが、サービス部門が20.2万人から23.6万人へ増加幅が大きく膨らんだ。小売セクターや事業支援セクターの増勢加速が寄与している。中でも、小売セクターは1～3月期の月当たり0.1万人増加が4～6月期は3.1万人へ大きく伸びを高めており、小売売上高統計が示したpentアップディマンドと相俟っての財消費の加速に整合的な動きである。なお、財生産

非農業部門雇用者数の推移（月当たり変化、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 (%)	雇用率 (%)
	(千人/月)	民間	財生産	建設	製造	サービス	小売	事業支援	教育医療	政府			
2011年	172	199	36	12	16	163	24	48	31	26	8.95	64.11	58.37
2012年	193	197	25	10	13	172	14	45	43	4	8.07	63.70	58.56
2013年	194	197	22	12	8	175	31	55	28	3	7.37	63.25	58.58
2013年7 9月期	172	168	11	7	1	156	35	43	32	4	7.26	63.24	58.65
2013年10 12月期	198	202	31	9	20	171	39	47	20	3	6.96	62.84	58.47
2014年1 3月期	190	189	45	29	11	144	1	59	29	1	6.67	63.06	58.85
2014年4 6月期	272	255	33	17	12	222	31	66	44	17	6.22	62.83	58.92
2014年4月	304	278	50	36	9	228	43	72	32	26	6.28	62.81	58.87
2014年5月	224	224	22	9	11	202	11	58	62	0	6.30	62.84	58.89
2014年6月	288	262	26	6	16	236	40	67	38	26	6.09	62.83	59.00

(出所) U.S. Department of Labor (注) 失業率、労働力率、就業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。

部門でも住宅建設関連は0.7万人（5月0.3万人）と堅調であり、家計部門の需要拡大を示した。

政府部門では、財政状況が改善している地方政府が前月差2.4万人（5月0.2万人）と明確な増加を示したに加え、連邦政府の減少も止まっている。

失業率は6.1%へ急低下

家計調査から算出される失業率は5月6.30%が、6月は6.09%へ大幅に低下し、量的な労働需給の改善を示した。6月は、労働力率が62.83%（5月62.84%）と3ヶ月連続で低水準になり、労働力人口の増加が前月差8.1万人の低い伸び¹にとどまった一方、雇用者数²が40.7万人（5月14.5万人）と大幅に増加し、失業者数が大幅に減少、失業率の低下へ繋がっている。

4～6月期の失業率低下は労働力率低下の影響大

失業率の前月からの変化幅0.212%Ptを寄与度分解すると雇用者数要因が0.261%Ptと過半を占めるが、労働力率要因も0.024%Ptと失業率押下げに寄与した（他に人口要因が+0.073%Pt寄与）。労働力率低下の失業率に及ぼす影響は、長いスパンで考えると更に鮮明である。失業率は3月6.7%が6月6.1%へ僅か3ヶ月で0.6%Ptも低下したが、内訳は労働力率要因が0.533%Pt、雇用者数要因0.308%Ptであり（他に人口要因+0.211%Pt）、雇用者数の増加以上に労働力率の低下が、最近の失業率低下に寄与したことが読み取れる。

長期失業者が大幅に減少

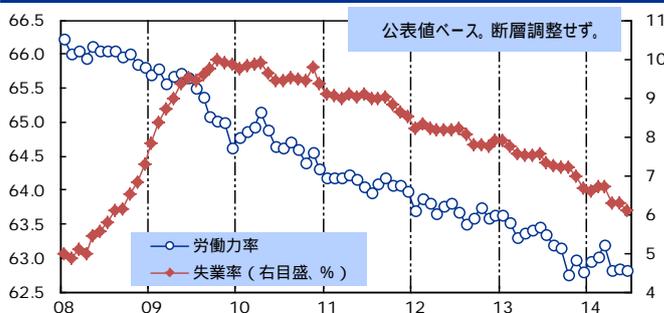
次に、質的な労働需給指標を見ると、まず、失業期間が27週以上の長期失業者は6月に前月差29.3万人と大幅に減少した。その結果、失業者に占める長期失業者の比率である長期失業者比率は32.5%（5月34.4%）と2009年6月以来の水準へ低下、平均失業期間も33.3週（5月34.5週）へ短期化した。また労働力人口に占める長期失業者の比率である長期失業率は1.98%（5月2.17%）と2009年2月以来初めて2%を割り込んでいる。一方、短期失業者（長期失業者以外の失業者）の労働力人口に対する比率である短

政府部門雇用者数の推移（千人）



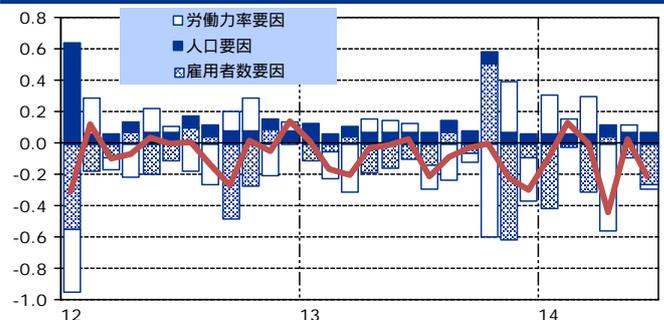
（出所）U.S. Department of Labor

労働力率と失業率の推移（%）



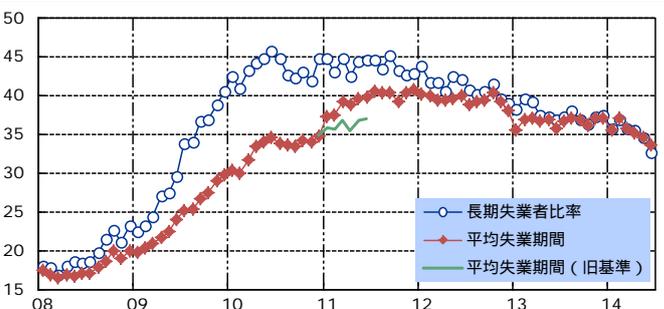
（出所）U.S. Department of Labor

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 2014年上期は月当たり12.6万人の、1～3月期は43.0万人の増加である。

² 家計調査と、NFPを算出する事業所調査では雇用者数の概念が異なる。事業所調査概念に調整したベースでは、6月前月差37.3万人（5月55.9万人、4月26.7万人）の増加である。

期失業率は4.11%（5月4.13%）とほぼ横ばいであり、6月の失業率低下は長期失業者の減少が寄与したことが分かる。但し、短期失業率が金融危機前の水準まで戻った一方で、長期失業率は未だ高い水準にある（金融危機前は1%程度）。

なお、労働者の失業プールからの遷移について、フローデータを見ると、雇用者への遷移と非労働力人口への遷移がともに高水準となっており、需要回復を受けて新たに職を得る失業者は増加しているが、同時に（高齢化も寄与して）就業を諦め労働市場から退出する失業者も多いと言える。

フルタイム減少、パートタイム増加

雇用者数は事業所調査と家計調査で共に大幅な増加を示したが、雇用者の中身は悪化した。6月はパートタイム労働者が前月差79.9万人と急増する一方、フルタイム労働者が52.3万人も急減したのである。フルタイム労働者の比率は5月81.3%が6月は80.8%と、2013年8月の80.7%以来の低水準まで低下してしまった。パートタイム労働者の中身を見ると、フルタイム職がないという経済的理由からパートタイムを余儀なくされている労働者が前月比3.8%、経済的理由以外のパートタイム労働者は4.4%と共に増加している。

質的労働需給の改善は不十分、故に賃金上昇率は高まらず

以上を踏まえると、質的な労働需給は回復基調にあるものの、なお十分には改善が進んでいないと言える。労働市場からの退出分を幾分割り引くとしても、長期失業率が2%を割り込むほどに労働需給は改善してきた。しかし、企業が労働コストの増加を嫌う下で、そうした長期失業者の受け皿は、主としてパートタイム労働者になっている。これは労働需給が量的にも質的にもタイト化へ向かう下での過渡期の減少と言えるものの、同時に賃金へ上昇圧力が及ぶにはなお時間を要することを示している。当社は、賃金上昇率が高まるには、短期失業率の低下のみでは足りず、長期失業率や経済的理由によるパートタイム労働者数などが示す質的な労働需給の改善も必要と指摘しており、その質的な改善は未だ不十分と判断される。

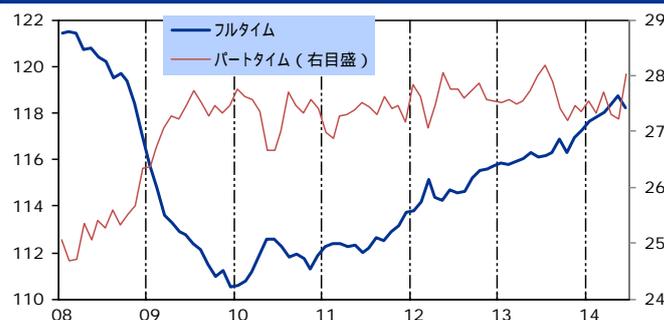
実際、全労働者の平均時給の12ヶ月前比上昇率は、6月に2.0%と5月2.1%から小幅低下、製造及び非管理

失業プールからの遷移率（%）



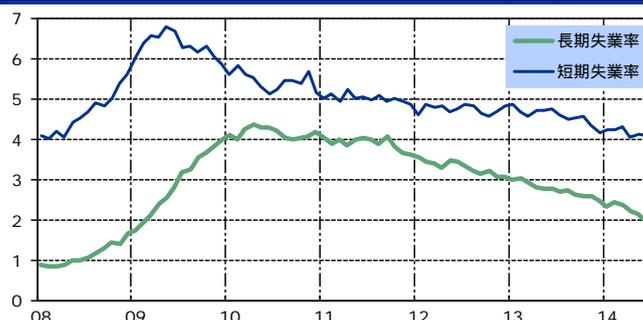
(出所) Department of Labor

就業時間別雇用者数の推移（百万人）



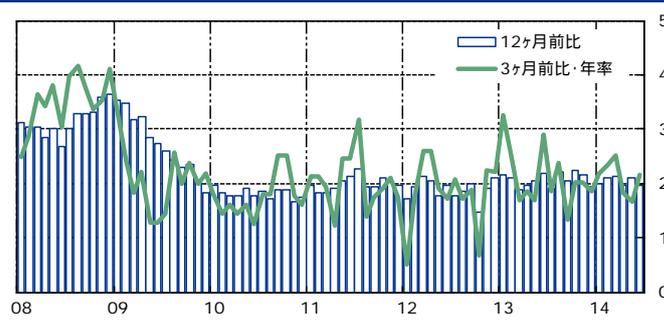
(出所) U.S. Department of Labor

短期失業率と長期失業率の推移（%）



(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

労働者で見ても5月2.4%が6月は2.3%へ低下した。ともに、なお2%近傍での一進一退から抜け出せていない。

現在の雇用増加ペースが維持されれば、利上げタイミングや出口戦略の前倒しも

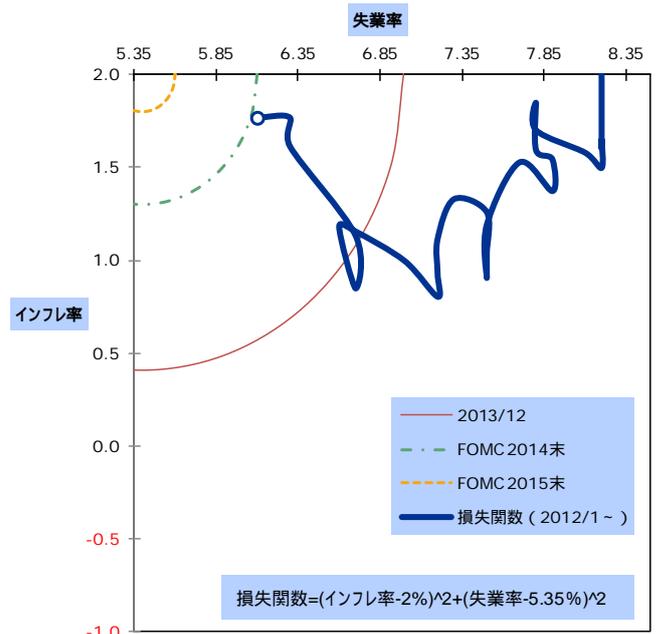
質的な労働需給の改善は不十分であるが、雇用者数の増加や失業率の低下が象徴する量的な雇用需給のタイト化は大方の予想を上回るペースで進んでいる。現在のペースでの雇用者数の増加が続けば、質的な労働需給の改善もいずれは加速、賃金上昇率やインフレ率が上昇する時期が前倒しされる可能性も出てくる。

複数のFOMC参加者が用いているように、FOMCの金融政策運営における損失関数は「インフレ率とインフレ目標からの乖離の二乗」と「失業率の均衡失業率からの乖離の二乗」の和³として把握することも可能である⁴。言うまでもないが、損失関数の値が小さくなれば、金融政策運営の成功を意味する。

そのFOMCの損失関数は、最近数ヶ月で急速に低下し、6月FOMCの経済物価見通しにおいて、2014年末に達成できるとFOMC参加者が想定した水準へ一気に近づいた（右グラフでは、中心点への接近が損失関数の値の低下を意味する）。2015年末に達成すると想定した水準までは、なお距離があるものの、目標の達成時期が前倒しされうる状況と言える。

当社では、Fedによる初回利上げを2015年後半と予想しているが、今後の雇用情勢の動向次第では、2015年半ばへ若干前倒しする可能性がある。

FOMCの損失関数



(出所) BEA, DOL, FRB

2014年6月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済・物価・金利見通し

(%)	2014		2015		2016		Longer run
成長率	2.1	2.3	3.0	3.2	2.5	3.0	2.1 2.3
前回見通し	2.8	3.0	3.0	3.2	2.5	3.0	2.2 2.3
失業率	6.0	6.1	5.4	5.7	5.1	5.5	5.2 5.5
前回見通し	6.1	6.3	5.6	5.9	5.2	5.6	5.2 5.6
PCEデフレーター	1.5	1.7	1.5	2.0	1.6	2.0	2.0 2.0
前回見通し	1.5	1.6	1.5	2.0	1.7	2.0	2.0 2.0
コアPCEデフレーター	1.5	1.6	1.6	2.0	1.7	2.0	-
前回見通し	1.4	1.6	1.7	2.0	1.8	2.0	-
年末時点のFF金利	0.30		1.20		2.53		3.78
前回見通し	0.30		1.13		2.42		3.88

(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)	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	12	3
前回見通し	1	13	2

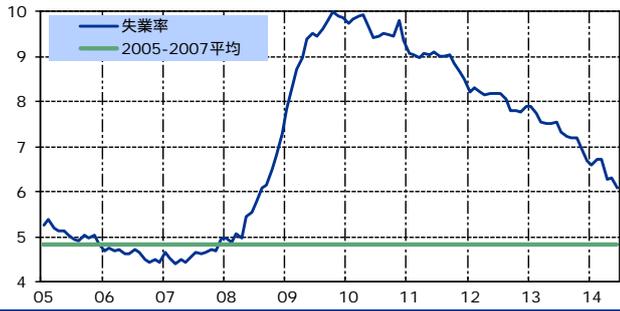
(出所) FRB

³ 本稿では、完全雇用とインフレ目標を均等ウェイトとしている。しかし、どちらを重視するかにより、ウェイト付けがされる。その場合、損失関数は変化する。なお、あくまでも目標からの乖離を示す損失関数であり、テイラールールなどの政策反応関数ではない。

⁴ 質的な労働需給の改善が十分には、反映できない点には注意が必要である。

イエレンFRB議長の注目する雇用データによる定点観測

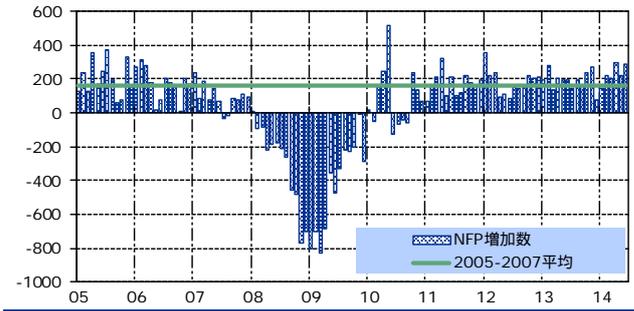
失業率 (%)



(出所) Department of Labor

6月の失業率は6.1%へ低下。雇用者数の増加が主因だが、労働力率の低下も最近の急低下には影響。

NFP増加数 (千人)



(出所) Department of Labor

NFPは5ヶ月連続で20万人超の増加を確保し、寒波による反動増加以上の強さを示す。

パートタイム労働者 (千人、%)



(出所) Department of Labor

経済的理由によるパートタイム労働者の減少が一服。それに伴い、就業意欲喪失者などを勘案した失業率の低下も鈍化。

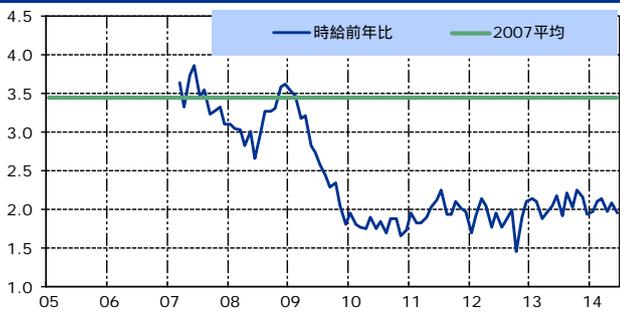
就職率、離職率、解雇率 (%)



(出所) Department of Labor

景気回復により解雇率は低下し、金融危機前と同水準。しかし、企業の採用意欲は弱く、就職率と離職率の回復は道半ば。

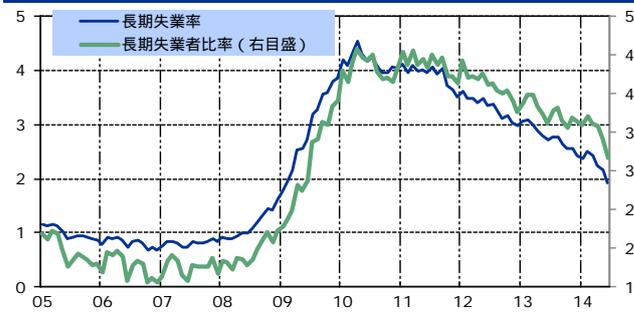
時給の伸び (前年比%, 全労働者)



(出所) Department of Labor

時給の伸びは2%程度で一進一退。2%インフレに整合的となるためには3.5%程度が必要。

長期失業者 (%)



(出所) Department of Labor

長期失業者の減少傾向が足元で加速。但し、なお高水準。

労働力率 (%)



(出所) Department of Labor

ボトムアウトしたかに見えた労働力率が4月に再び急低下。その後は5月、6月とほぼ横ばいで推移。

完全雇用に必要なNFPの水準 (百万人)



(出所) Department of Labor

FOMCが完全雇用と考える水準には、NFPは未だ250万人超不足。20万人のNFP増加であれば2015年末に完全雇用。

基本的にイエレン議長が2014年3月31日の講演において言及した指標を採用。