



# BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.  
Economic Research Group (New York)  
Toshiki Iwaoka 岩岡 聡樹  
Managing Director & Chief Economist  
+1(212)782-5701, [tiwaoka@us.mufg.jp](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

March 15, 2012

## <FOCUS>

### 米国の失業率は下がり続けるか～労働参加率の低下に期待？

- 米国の失業率は順調に下がってきている。こうしたなか、年内に失業率が 8%を割り込むとの見方もある。今週の FOMC でも、今後の失業率は緩やかに低下するとの見通しが示された。失業率の動向が大統領選挙へ与える影響が大きいことは言うまでもない。
- これまでの失業率の変動要因をみると、就業者数の増加が失業率低下に繋がっているが、過去に比べるとその寄与は総じて小さい。人口増の影響は概ね安定している。一方、目立つのは労働参加率の低下である。景気回復局面において、労働参加率の低下がこれだけ失業率を押し下げるのは過去にない動きだ。
- 問題はその背景だが、過去数年の労働参加率低下は、短期的な景気変動によるものと、中長期的な低下トレンド双方が影響している。前者は景気の上下動に応じて推移しており、ここ2年ほどの労働参加率の急低下は厳しい雇用環境を受けて失業者が労働市場から退出した影響が大きい。今後は、こうした労働参加率の低下圧力は逡減してくる公算が大きい。
- 一方、2000年頃から継続している労働参加率の低下トレンドは、主に高齢化の影響が出ているとみられる。高年齢層の労働参加率は他の年齢層に比べ低く、こうした年齢層のウェイトが徐々に高まることで、全体の労働参加率が低下する。足元、その影響がより大きくなっているのはベビー・ブーマー世代が本格的な退職時期を迎えつつあるためだ。
- 今後の失業率をラフに試算すると、楽観シナリオでは失業率 8%割れが視野に入る一方、慎重シナリオでは 9%弱で高止まる計算となる。実際には、両シナリオの間で推移するとみられ、今後の失業率は当面は 8%台前半で下げ渋り、年末にかけて 8%近傍へ低下する公算が大きい。
- 失業率がこうした展開を辿った場合には、再選を目指すオバマ大統領にとって雇用情勢は必ずしも追い風にはならないことになる。一方、失業率がこの程度の範囲で推移すれば、今後の金融政策を大きく左右することはないが、景気回復期待を背景に金利上昇が目立つなか、FRB が失業率の低下を予想することは、金融市場へ及ぼす影響は相応に大きいように思われる。

<FOCUS> 米国の失業率は下がり続けるか～労働参加率の低下に期待？

**低下する失業率**

米国の失業率は順調に下がってきている（第1図）。2009年10月の10.0%をピークに、その後は振れを伴いつつも低下基調で推移、直近2月は8.3%まで低下してきた。年率では約0.7%の低下ペースである。

こうしたなか、足元の雇用関連指標の堅調さもあって、年内に失業率が8%を割り込むとの見方も出てきている。今週のFOMC声明文でも、今後、失業率は緩やかに低下するとの見通しに上方修正された。失業率の動向が11月の大統領選挙へ与える影響が大きいことは言うまでもない。今後の失業率の行方にはさらに注目が集まりそうだ。

**失業率低下の背景は複合的、目立つ労働参加率の低下**

先行きを展望するため、まずこれまでの失業率の変動要因をみると（第2図）、就業者数の増加が昨年以降、失業率の低下に繋がっているが過去に比べるとその寄与度は総じて小さいこと、人口要因は概ね安定して推移していることが分かる。

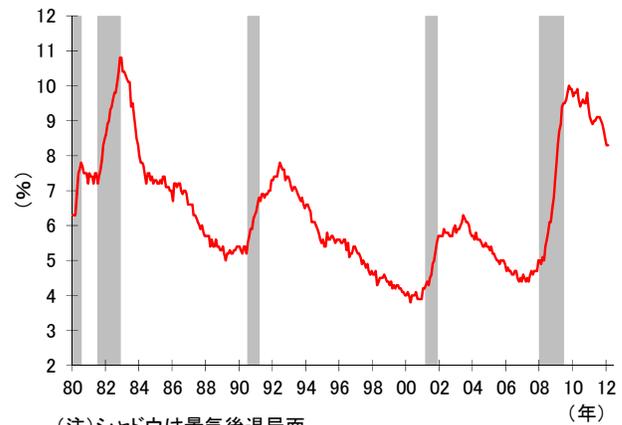
一方、やはり目立つのは労働参加率の低下である（同図）。厳しい就職環境等を背景に失業者が職探しを諦め、労働市場から退出すれば失業率は低下する。昨年は、労働参加率の低下が失業率を約0.8%押し下げた形である。景気回復局面において、労働参加率の低下がこれだけ失業率の低下要因となっているのは過去にない動きだ。今後の失業率をみるうえでは、労働参加率をどうみるかが重要なポイントとなる。

**構造要因と循環要因が複合**

問題はその変動要因をどうみるのだが、過去数年の労働参加率低下は、短期的な景気変動によるものと、中長期的なトレンドの双方が影響している。

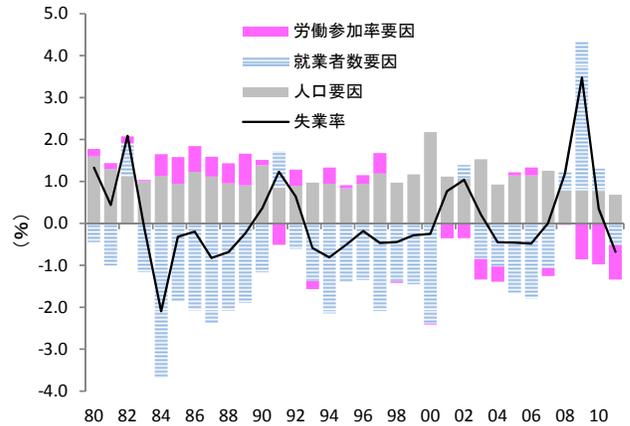
労働参加率の推移を、中長期のトレンドと、

第1図：失業率の推移



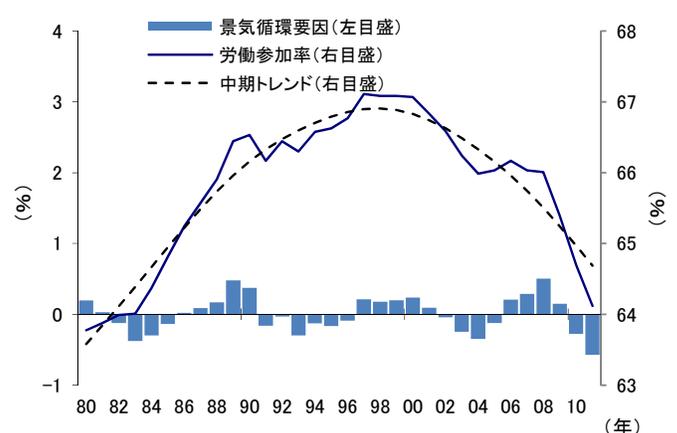
(注)シャドウは景気後退局面。  
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：失業率の要因分解



(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：労働参加率の推移



(注)HPフィルターによりトレンドとサイクルにラフに分けたもの。  
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

それを除いた景気循環要因とにラフに分けてみると（前頁第3図）、まず、短期的な労働参加率の動きは景気の上下動に応じて推移していることがみてとれる。ここ2年ほどの労働参加率の急低下は、金融危機後の景気後退とその後の厳しい雇用環境を受けて失業者が労働市場から退出した影響が大きいと言えるだろう。

### これまでの雇用環境改善は今後の労働参加率押し上げ要因に

今後については、こうした厳しい雇用環境に伴う労働参加率の低下圧力は逡減してくる公算が大きい。短期的には、労働参加率は雇用情勢を端的に示す失業率から約1年遅れる形で変動する傾向にあるためである（第4図）。過去の失業率と労働参加率の関係からすると、今年については、これまでの失業率の低下は労働参加率に対して0.1~0.2%程度の押し上げ要因になってくると考えられる。

### 人口動態変化の影響が徐々に顕現化

一方、2000年頃から継続している労働参加率の低下トレンドについては（前掲第3図）、主に高齢化の影響が出ているとみられる。

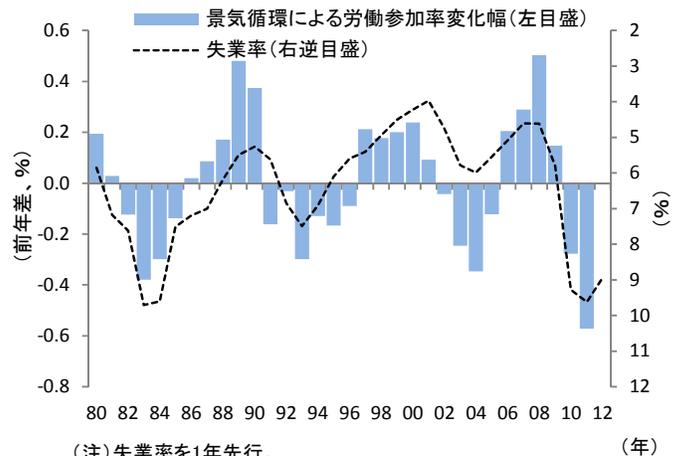
退職が増える高年齢層の労働参加率は他の年齢層に比べ低く、例えば65歳以上の層でみると、労働参加率は18%弱である。ここ10年程度はこうした年齢層のウェイトが徐々に高まることで、全体の労働参加率が低下する要因となっている。足元でその影響がより大きくなっているのはベビー・ブーマー世代が本格的な退職時期を迎えつつあることと整合的である。労働参加率の低下を年齢層毎の同比率の変化と、年齢層毎のシェアの変化に分けてみると、人口動態の変化を反映する後者が足元で約0.2%程度、労働参加率を押し下げている計算となる（第4図）。この影響は今後も続きそうだ。

### 失業率は年末にかけて8%近傍へ

したがって、今後の失業率は、景気回復力で左右される就業者数の増加ペースと、労働参加率が上記にみた短期的な景気循環要因と人口動態を映じた構造要因のバランスでどう動くかで概ね決まってくる。

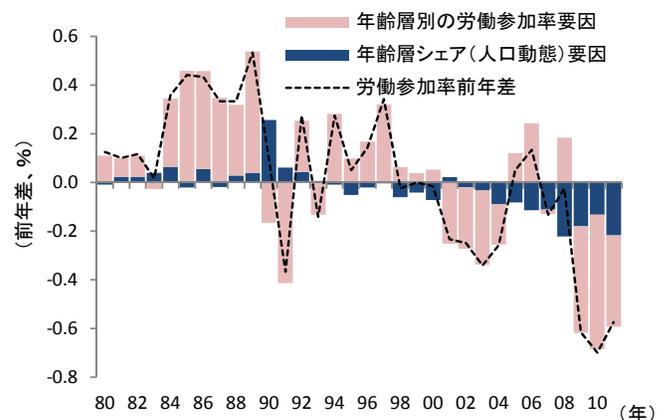
就業者数の伸びと労働参加率によりラフに3つのパターンに分けて失業率の試算をしてみると（次頁第6図）、最も失業率が下がる場合、すなわち、雇用回復が順調に進み、労働参加率も若干下がるケース（シナリオ1）ではこの先失業率の8%割れが視野に入ってくる。一方、

第4図：失業率と労働参加率の短期変動



(注)失業率を1年先行。  
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：労働参加率の要因分解



(注)労働参加率の変化を各年齢層毎の労働参加率の変化によるものと、各年齢層のシェアの変化に分けたもの。  
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

失業率が最も高止まりする、すなわち、雇用回復が緩慢なペースにとどまり、労働参加率もほぼ横這いとなるケース（シナリオ3）では、失業率は9%弱の水準で推移することとなる。

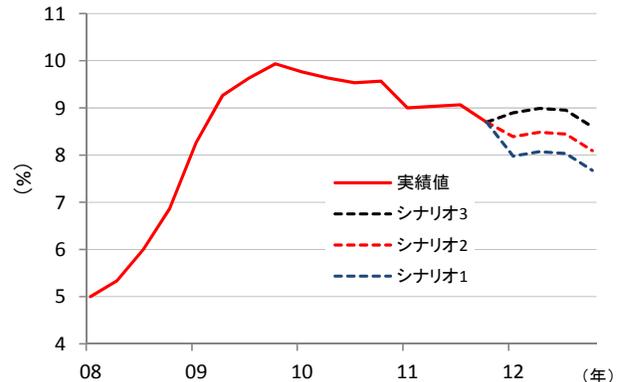
実際には、雇用の回復力が強ければ、労働参加率が上昇しやすく、逆に雇用の回復が遅れば労働参加率は低下しやすいとみられるため、今後の失業率は両シナリオの間で推移する公算が大きいように思われる。今年の経済成長率を+2%程度とみれば、就業者数の伸びは1%程度、労働参加率は0.2%程度低下すると推察される。このケース（シナリオ2）では、今後の失業率は当面は8%台前半で下げ渋り、年末にかけて8%近傍へ低下する計算となる（同図）。

### 今後の失業率からの示唆

ラフな試算である点を割り引く必要はあるが、失業率がこうした展開を辿った場合には、再選を目指すオバマ大統領にとって雇用情勢は必ずしも追い風にはならないということになるだろう。逆に、雇用のミスマッチなどを背景に雇用情勢が厳しいとの認識が続き、労働参加率の低下が続くようだと、実態としての労働市場の回復力は限られていても失業率自体は低下し、再選に向けた追い風となる可能性も若干ある。

一方、失業率がこの程度の範囲で推移するのであれば、今後の金融政策を大きく左右するものとはならないであろう。FRBは失業率の水準は正常からは程遠いというスタンスを維持するとみられる。ただ、足元、景気回復期待が徐々に強まり、金利上昇が目立つなど、これまでの超低金利政策の時間軸延長による緩和効果が薄れるリスクも出つつあるなか、FRBが失業率の低下を予想することは、その程度と根拠にもよるが、金融市場へ及ぼす影響は相応に大きいように思われる。来月のFOMCで示される経済予測において、今後の成長率及び失業率見通しがどう変化するかには注視が必要であろう。

第6図：失業率試算



(注)失業率を就業者数と労働参加率によりラフに試算したもの。16歳以上人口の伸びは0.8%で一定と仮定。各シナリオの想定は以下の通り。  
シナリオ1: 就業者数増加率+1.5%、労働参加率-0.3%  
シナリオ2: 就業者数増加率+1.0%、労働参加率-0.2%  
シナリオ3: 就業者数増加率+0.8%、労働参加率-0.1%  
(資料)米国労働省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<FOCUS>



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.