



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

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Toshiki Iwaoka | 岩岡 聰樹

Managing Director and Chief Economist

+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

Satoko Ura | 浦 賢子

Economist

+1(212)782-5710, sura@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

October 3, 2014

<FOCUS>

雇用統計は良好も、出口政策に焦りは禁物

- 9月の雇用統計は堅調だった。非農業部門雇用者数は前月比+24.8万人増加し、7月と8月の雇用者数も大幅上方修正となった。賃金は前年比+2.0%と伸び悩んだものの、足元インフレ率が落ち着いていることもあって、実質雇用者所得は3ヵ月前比年率ベースで+3%を超える伸びを示している。
- 労働需給も改善傾向が持続した。失業率（U-3）は就業者数の増加に加え、労働参加率の低下もあって5.9%と前月から0.2%低下、約6年振りの水準まで改善した。また、求職意欲喪失者（ディスカレッジド・ワーカー）など就職活動をしなかった労働者を含めたU-4、U-5失業率が低下基調を辿ったほか、経済的理由によるパートタイム労働者も含めた広義の失業率であるU-6失業率も12%を下回ってきた。
- こうした労働需給の改善に加え、労働参加率にも下げ止まりに向かう兆しが出ている点は注目される。8月の労働参加率は引き続き低下したものの、16歳～64歳ベースの労働参加率は振れを均すと低下ペースが幾分緩んできている。16歳～64歳ベースの労働参加率には、高齢化に伴う低下圧力という構造要因が反映されにくいと考えれば、労働市場の累積的回復を背景に、漸く循環的な労働参加率の下げ止まりがみえてきたとも考えられる。
- この間、企業景況感が引き続き高水準を維持している点もプラス材料。9月のISM（製造業・非製造業平均）は、受注指数が大幅な低下をみせたものの、引き続き高水準を維持した。他方、労働市場の改善が続くには、高めの成長持続が欠かせない。足元の景気回復は明るさを増している反面、低金利に支えられている面があるほか、住宅市場の弱さも残存しており、利上げ前倒し観測による金利上昇は引き続き回避する必要がある。インフレ率は抑制された状況が続くとみられるなか、出口政策を引き続き慎重に進めることで、今年終盤から来年にかけて景気のパフォーマンスを十分強められるかが、結果的には金利正常化の時期を左右することになる。

<INDICATOR OF THE WEEK> 住宅価格が軟化するなか、急低下した現金購入比率・・・P4.

<FOCUS> 雇用統計は良好も、出口政策に焦りは禁物

9月雇用統計は堅調

9月の雇用統計は堅調な内容だった¹。非農業部門雇用者数は前月比+24.8万人の増加となり、7月と8月の雇用者数も合計6.9万人の大幅上方修正となった。業種別には、前月足踏みした小売業が同+3.5万人と堅調な増加をみせたほか、専門ビジネスサービスが同+8.1万人と好調だった。また、労働時間も34.6時間へ増加した。

一方、賃金(全労働者ベース)は前年比+2.0%と伸び悩んだが、製造業を中心に統計の振れが出ているとみられ、さほど懸念は不要であろう。

この結果、実質雇用者所得は、足元でインフレ率が落ち着いていることもあって、3カ月前比年率ベースで+3%を超える伸びを示している(第1図)。雇用所得環境は良好といえる。

労働需給は引き続き改善

労働需給も改善傾向が持続した。失業率(U-3)は、就業者数の増加に加え、労働参加率の低下もあって5.9%と前月から0.2%低下し、2008年7月以来の水準まで改善した(第2図)。

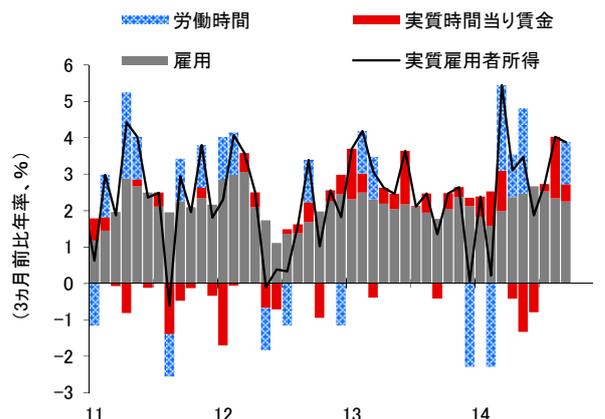
また、求職意欲喪失者(ディスカレッジド・ワーカー)など就職活動をしなかった労働者を含めたU-4、U-5失業率が低下基調を辿ったほか、経済的理由によるパートタイム労働者も含めた最も広義の失業率であるU-6失業率も前月から0.2%低下し、12%を下回ってきた(同図)。失業者(U-3)の内訳では、27週以上の長期失業者数も9月は295万人と減少トレンドにある。

64歳以下の労働参加率は下げ止まりの動き

こうした労働需給の改善に加え、労働参加率にも下げ止まりに向かう兆しが出ている点は注目される。8月の労働参加率は62.7%と引き続き低下し、失業率の低下要因にもなっているが、これは高年齢層を中心とする引退の影響が出ている。一方、16歳~64歳ベースの労働参加率は、振れを均すと低下ペースが幾分緩んできている(次頁第3図)。

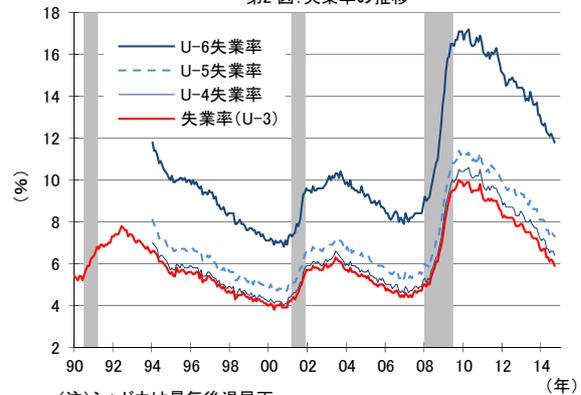
16歳~64歳ベースの労働参加率には、高齢化に伴う低下圧力という構造要因が反映されにくいと考えれば、労働市場の累積的回復を背景に、漸く循環的な労働参加率の下げ止まりがみ

第1図: 実質雇用者所得の推移



(注)コアCPIで実質化(9月分は前月比+0.1%として試算)。(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: 失業率の推移



(注)シャドウは景気後退局面。U-3失業率に加え、U-4は求職活動を諦めた労働者、U-5はその他の求職活動をしなかった労働者、U-6は経済的理由によるパート労働者を含む(データは1994年1月以降)。(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

¹ 詳細は本日付 Diary ご参照。

えてきたとも考えられる。循環的な労働参加率の改善が、失業率ギャップ（自然失業率－失業率）の解消が近づくタイミングで起こる可能性については以前指摘した²。

上記の広義失業率の改善傾向や、労働参加率のこうした動きからは、労働市場の質的側面における改善もじりじりと進展しているといえる。

企業景況感は減速しつつも高水準維持

この間、企業景況感が引き続き高水準を維持している点もプラス材料だ。9月のISM（製造業・非製造業平均）は、受注指数が大幅な低下をみせたものの、これはある程度予想された動きであり、水準自体は60.5と引き続き高レベルを維持した。また、雇用指数の高さや在庫指数が今のところ低水準にある点も、目先の景気にとってポジティブといえるだろう（第4図）。

課題は金利急上昇の回避

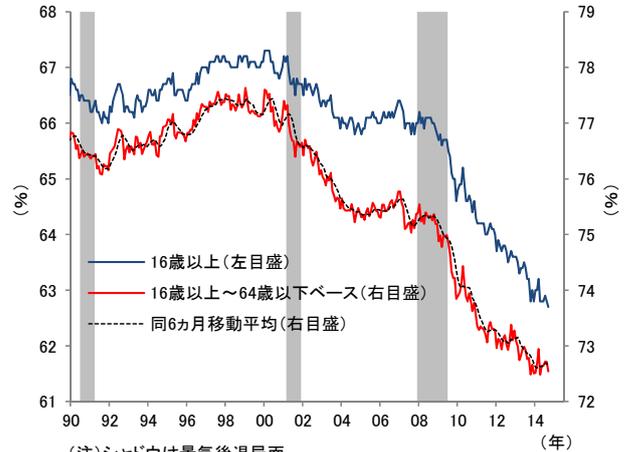
他方、足元の労働市場の改善傾向が続くには、高めの成長持続が欠かせない。ISMの受注指数は先行性を多少有するものの、昨年後半のように、家計を中心とする最終需要が企業の期待ほどは伸びず、在庫の積み上がりに繋がる可能性も残っている。また、来年にかけて、労働参加率が下げ止まってくれば、失業率の改善ペースは成長率次第となってくる。

足元の景気回復は明るさを増している一方、低金利に支えられている面があるほか、割高化した住宅価格など住宅市場の弱さも残存している³。幾分軟調な海外経済の動向も踏まえると、高めの成長率を持続させるには、利上げ前倒し観測による金利上昇は引き続き回避する必要があるだろう。

9月の失業率がいよいよ5%台へ低下してきたことで、中期ゾーンの金利はFRBのメッセージにより神経質に反応することも予想される。目先のインフレ率は総じて抑制された状況が続くとみられるなか、出口政策を引き続き慎重に進めることで、今年終盤から来年にかけて景気の本質的な回復を十分強められるかが、結果的には金利正常化の時期を左右することになると思われる。

(岩岡聰樹)

第3図：労働参加率の推移



(注)シャドウは景気後退局面。
16歳以上～64歳以下の労働参加率は当室による計算値。
(資料)労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ISM指数-受注・雇用・在庫



(注)製造業と非製造業の平均値。シャドウは景気後退局面。
(資料)ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

² 3月14日付け Weekly 「労働参加率の下げ止まりはもう少し先」 ご参照。

³ 次頁 INDICATOR OF THE WEEK ご参照。

<INDICATOR OF THE WEEK> 住宅価格が軟化するなか、急低下した現金購入の割合

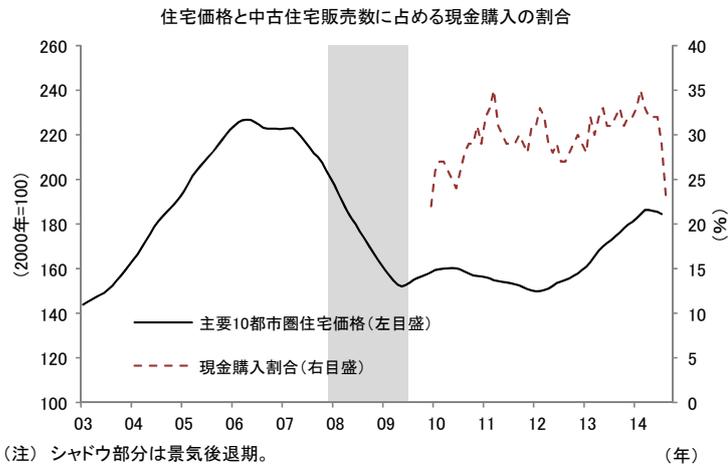
このところ住宅価格がやや弱含んでいる。7月のS&Pケース・シラー住宅価格指数は前月比▲0.5%と、小幅ながら3ヵ月連続での低下となった（主要10都市、下図）。

住宅価格は2012年1月に底打ちした後、住宅市場が緩やかに回復するなか、特にここ2年程度は急ピッチの上昇を示してきたが、足元で軟調さが目立ってきている。地域別にみると、主要10都市圏のうち、ラスベガス、デンバー、マイアミ以外の7都市で3ヵ月以上の連続低下（一部の都市は横這い）となっており、マイナス幅も徐々にだが拡大傾向にある。

注目されるのは、住宅価格の軟化と同じタイミングで、投資家や現金保有者が現金で住宅を購入（現金購入）する動きが急激に低下しているとみられることである。全米不動産協会（NAR）によると、中古住宅販売数に占める現金購入の割合は、今年3月から低下基調となり、直近8月は23%と前月の29%から大幅に低下した（同図）。

住宅価格が既に幾分割高化しているとみられることも踏まえると、住宅価格とともに上昇してきた現金購入の割合が足元で急減したことは、住宅市場における風向きが変わりつつあることを示唆している可能性がある。目先は注視する必要があるだろう。

（浦賢子）



(注) シャドウ部分は景気後退期。
住宅価格の直近データは2014年7月、現金購入割合は2014年8月。
(資料) スタンダード・アンド・プアーズ統計、全米不動産協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



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、宜しくお願い申し上げます。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.