



# 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 聰樹  
Managing Director & Chief Economist  
+1(212)782-5701, [tiwaoka@us.mufg.jp](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

September 7, 2012

## <FOCUS>

### 低成長下で低下する失業率

- 8月の雇用統計は民間雇用者数が前月差+10.3万人の増加にとどまった。非製造業が+10万人台の増加を維持した一方、製造業が前月からの反動もあり11ヵ月振りの減少に転じたことが全体の増加幅を抑制する格好となった。労働時間についても、製造業の頭打ち感がやや目立っており、製造業活動のモメンタムが低下してきていることが示唆される。
- 製造業の軟調さと非製造業の相対的な底堅さは企業の雇用スタンスの違いにもみてとれる。8月ISMにおける雇用指数は、製造業が2009年11月以来の水準まで低下する一方、非製造業は改善を示している。足元の雇用情勢は、4~6月にかけて減速局面を抜け出してきたものの、欧州債務問題を背景としたグローバルな景気減速と輸出停滞が製造業活動の重しとなるなか、回復テンポは緩やかなものとなっている。
- 一方、8月の失業率は8.1%と、労働参加率の大幅な低下を受けて前月から改善した。8月単月の動きは、雇用の改善テンポが緩むなか、労働市場からの退出者が増えたことが背景とみられるが、過去の景気回復局面で労働参加率の低下がこれだけ長期間、失業率を低下させたことはなく、高齢化に伴う構造的な労働参加率低下が影響している公算が大きい。
- 成長率との関係からみても、ここ2年程度の失業率の低下は速く、従来の成長率と失業率の関係（オクンの法則）から乖離する格好となっているが、これは、高齢化に伴う潜在労働投入量減少とそれを受けた潜在成長率低下により、2%を下回る成長下でも失業率が改善すると解釈することが可能であろう。
- もちろん、こうした失業率の低下についてFOMCメンバーの多くが満足していないのはほぼ確実である。潜在成長率の低下を許容しないのであれば、2%を有意に超えるペースへ景気を加速させなければならない。ただ、金融不安やデフレ・リスクが必ずしも大きくないなかで、量的緩和強化により景気そのものを刺激ができるかはある意味初めての試みとなる。追加緩和策の効果が自ずと限られることを踏まえると、来週のFOMCで時間軸延長以外の緩和策が打ち出されたとしても、それは、非伝統的金融政策のコストは“慎重に検討すれば”コントロール可能である、との判断を反映したものではないか。

<FOCUS> 低成長下で低下する失業率

雇用統計は斑模様

8月の雇用統計は非農業部門雇用者数が前月差+9.6万人、民間雇用者数も同+10.3万人の増加にとどまった。

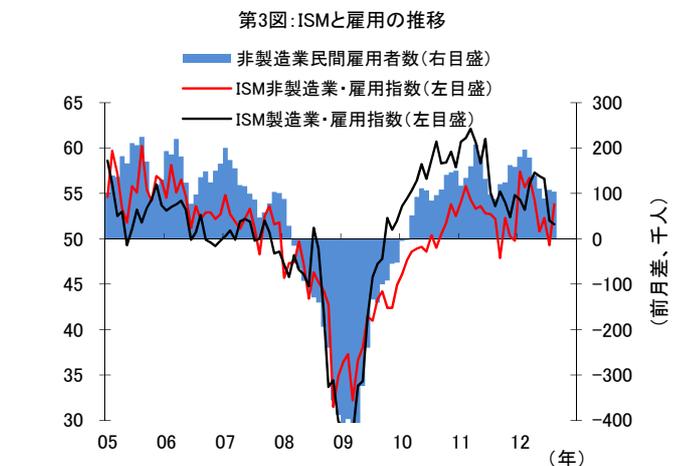
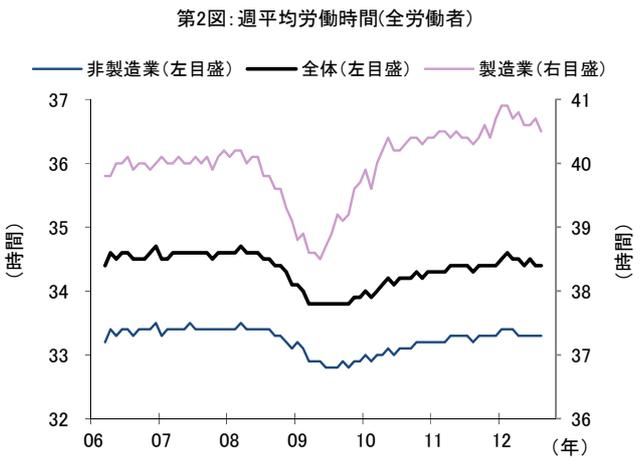
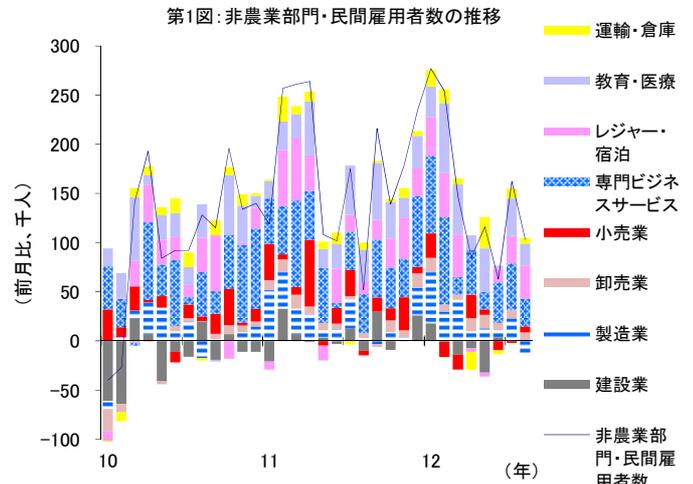
民間雇用者数の内訳では、非製造業が同+11.9万人と、小売業の持ち直しやレジャー・宿泊業の増加を背景に、前月に続き+10万人台の増加を維持した一方、製造業が同▲1.5万人と、前月の高めの伸びからの反動もあり11ヵ月振りの減少に転じたことで、全体の増加幅を抑制する格好となった(第1図)。

製造業中心にモメンタム低下

労働時間についても、製造業の頭打ち感がやや目立ってきている(第2図)。民間部門全体の週平均労働時間は34.4時間と、前月から不変だったが、非製造業が横這いで推移する一方、製造業は年初の40.9時間をピークに8月は40.5時間まで低下、製造業活動のモメンタムが低下してきていることを示唆している。

こうした製造業の軟調さと非製造業の相対的な底堅さは、ISMの雇用指数でみた企業の雇用スタンスとも整合的である。8月の同指数は、製造業が51.6と、2009年11月以来の水準まで低下する一方、非製造業は改善を示した(第3図)。非製造業の持ち直しについては、足元における個人消費の改善が小売業などの雇用面へ波及してきている可能性があるが、同指数は振れも大きいことから、個人消費の動向と合わせて足元並みの水準を維持できるのか注視が必要であろう。

米国の雇用は4~6月にかけて減速局面を抜け出してきてきたものの、欧州債務問題を背景としたグローバルな景気減速と輸出停滞が製造業活動の重しとなるなか、その回復テンポは緩やかなものにとどまっている。雇用統計における雇用増加業種数DIが足元は50.2%と、2010年2月以来の水準まで低下してきたことも雇用回復の勢いが低下しつつあることを示している。



### 失業率は低成長下でも低下

雇用が緩やかな伸びにとどまる一方、8月の失業率は8.1%と、前月から0.2%の改善となった。就業者数が前月比36.8万人の大幅減となったものの、労働参加率の大幅な低下が失業率を押し下げた。

8月単月の失業率の低下は、おそらく雇用の改善テンポが緩むなか、労働市場からの退出者が増えたことが背景とみられるが、過去の景気回復局面で労働参加率の低下がこれだけ長期間、失業率を低下させたことはなく（第4図）、これまで指摘してきた通り、高齢化に伴う労働参加率の低下が影響している公算が大きい<sup>1</sup>。

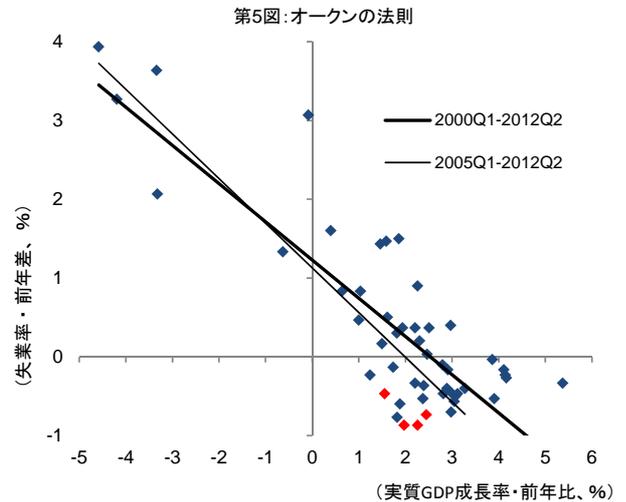
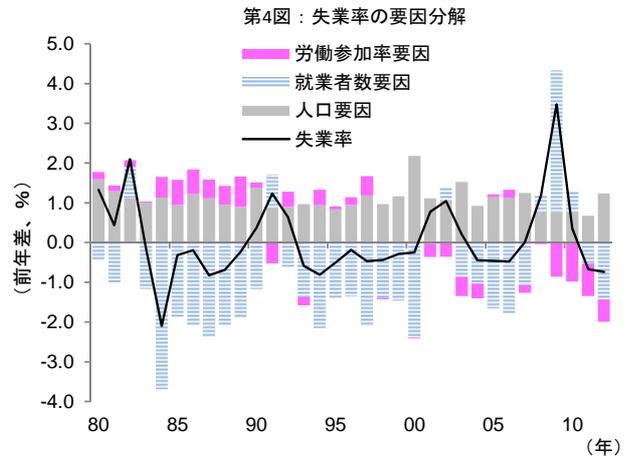
成長率との関係からみても、ここ2年程度の失業率の低下速度は速く、従来の成長率と失業率の関係（オウケンの法則）から乖離する格好となっている（第5図）。

こうした現象は、高齢化に伴う潜在労働投入量減少とそれを受けた潜在成長率の低下により、2%を下回る成長でも失業率が改善するとの解釈が可能であろう。今年に入ってから失業率が下げ渋っていたのは、労働市場の緩やかな回復を受けて短期的に労働参加率が下げ止まりないし小幅上昇していたため、これまでの景気回復期にも見られた現象だ。

### FOMCは慎重に動くはず

問題はこうした失業率の改善をFOMCメンバーがどう考えるかだが、議事録やバーナンキ議長の講演等からすると、メンバーの多くがこれまでの雇用改善ペースに満足していないのはほぼ確実であろう。バーナンキ議長は、これまでの失業率の低下が速いのは、景気後退局面における行き過ぎた雇用調整の揺り戻しによるものと指摘している<sup>2</sup>。自ら金融政策の限界を認められないという事情もあるだろうが、いずれにせよ、潜在成長率の低下を許容しないのであれば、2%を下回る成長が続けば、失業率は下げ渋るか乃至は上昇してくる、従って2%を有意に超える成長へ景気を加速させなければならない、ということになるだろう。

他方で、金融不安やデフレ・リスクが必ずしも大きくないなかで、量的緩和強化により景気そのものを刺激ができるかはある意味初めての試みとなる。8月の雇用統計が市場の事前予想を下回ったことから、巷間、FRBが大規模な証券購入、所謂QE3に踏み切るとの観測も強まっているが、既に長期金利が歴史的な低水準にあり、追加緩和策の効果が自ずと限られることも



<sup>1</sup> 2012年3月15日付 Weekly ご参照。

<sup>2</sup> 2012年3月26日講演。



踏まえると、FRB としては経済指標や欧州情勢、財政政策の動向を睨みながら、追加緩和策のメリットとコストを十分見極めざるをえないであろう。具体的には、超低金利政策の時間軸延長、それと合わせた声明文修正による時間軸の強化策、オペレーション・ツイストの修正、国債・MBS の段階的購入、といった順で追加策が検討されていくと考えられる。来週 12・13 日の FOMC では時間軸の延長が打ち出される可能性が高まったとみているが、仮にそれ以外の緩和策が打ち出されたとしても、それは「非伝統的金融政策のコストは“慎重に検討すれば”コントロール可能である（8月31日バーナンキ議長講演）」との判断を反映したものとなるのではないかと。

<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.