



# 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)

July 12, 2013

## <FOCUS>

### QE3 縮小控えた景気・雇用情勢は微妙

- 雇用環境の回復が続いているが、量的緩和縮小開始の条件である、今後の経済情勢が FOMC の予測に沿って推移するかを占ううえでは、何点か押さえておくべきポイントがある。まず、足元の雇用増はレジャー・接客業に牽引されているが、同産業の雇用が月+7万人近い増加を続けたことは 2000 年代以降無い。同業種は天候や株価の影響を受けやすく、平年に比べ安定している天候や、年前半の株高なども影響しているとみられる。
- 次に、足元の雇用の増加ペースは成長率に比べ若干速い。高めの労働投入が持続するには景気加速が必要だが、足元の ISM は、第 2 四半期成長率が減速すること、受注指数の弱さも踏まえると年後半の需要加速がまだ見えていないことを示唆しており、雇用の増加ペースは一旦鈍化する可能性がある。第 2 四半期が 1% 台半ば程度の成長にとどまれば、FOMC の成長率予測達成には年後半の成長率が+3%へ加速することも必要となる。
- また、雇用動態統計によれば、足元、企業の採用数が緩やかな回復にとどまる一方、離職数の増加傾向が明確となっている。離職数の増加は転職活動活発化を反映しており、労働市場の改善を裏付けるが、他方、雇用増が持続するには企業の採用拡大が求められる。採用数増加には成長ペース加速が前提となるが、金利上昇やドル高、今秋にかけた財政協議の行方に加え、一部新興国経済の低調さ等、そのハードルは低くはない。
- 一方、こうしたネガティブな要因とは逆に、失業率の低下傾向自体は当面継続する公算が大きいとみられる。家計の労働市場に対する見方の改善は労働参加率の上昇に繋がらず、高齢化を背景とした労働参加率の低下トレンドが続けば、失業率が来年半ばに 7% 程度へ低下する展開も視野に入ってくる。これは資産買入からの出口政策を進める要因となる。
- 資産買入の縮小は、政策当局がそのタイミング判断するうえで何を重視するかで微妙に変わってくる。今週公表された FOMC 議事要旨でも明らかになった通り、FOMC 内のコンセンサス形成は難しいようだ。QE3 縮小開始は今後の経済指標次第であり、経済予測を改定する 9 月会合で一旦その可否を判断するという不透明な状況が続くと予想される。

<FOCUS> QE3 縮小控えた経済・雇用情勢は微妙

偏る?雇用増

雇用環境の回復が続いている。バーナンキ議長(6月19日記者会見)によれば、当面の注目点である量的緩和(QE3)縮小開始の条件は、「今後の経済指標が経済予測に概ね沿って推移すること」である。雇用関連指標のヘッドラインは、QE3縮小開始をサポートする動きとなっているが、仔細にみた場合には何点か押さえておくべきポイントがある。

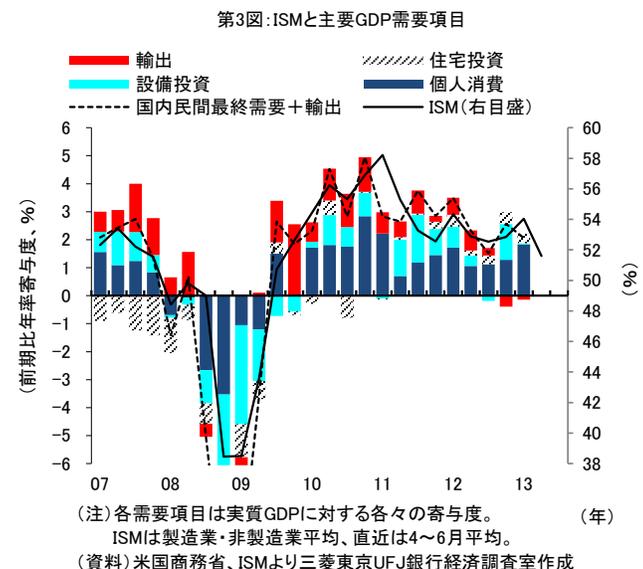
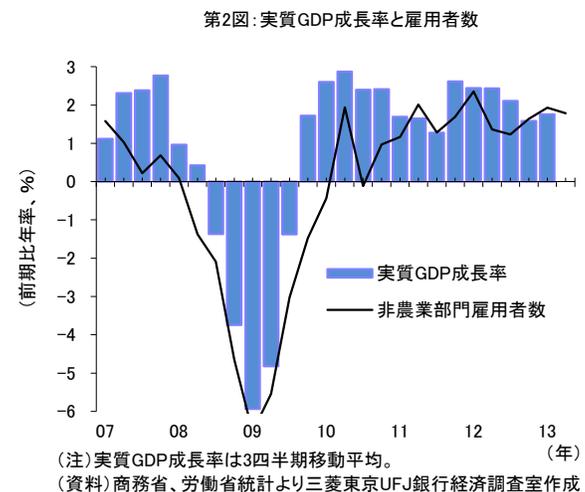
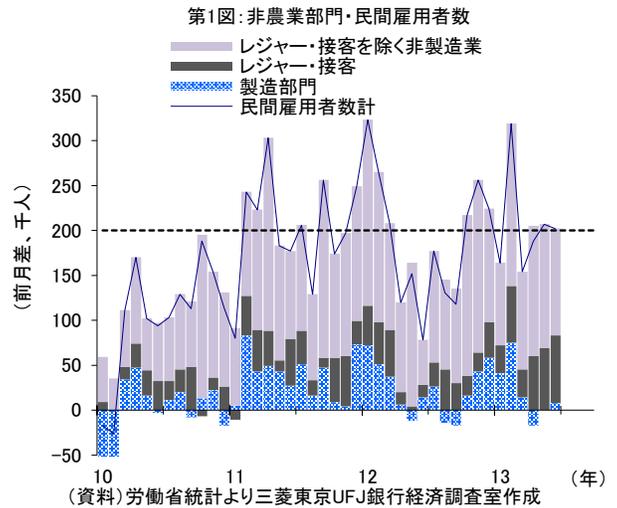
まず、足元の雇用増が業種別にみるとやや偏りがある。6月の民間雇用者数は前月差+20.2万人、5月に続き20万人台の増加を示したが、このうち最も増加が目立つのはレジャー・接客業であり、4月以降、雇用者数を押し上げている(第1図)。

底堅さを示す個人消費を背景にレジャー関連の雇用が拡大しているとの解釈は可能だが、月+7万人近い増加が続いたことは2000年代以降無い。同業種の雇用は相対的に天候や株価の影響を受けやすいことも踏まえると、平年に比べ安定している天候や、今年前半の株高なども影響しているとみられる。今後とも雇用の押し上げ要因となり続けるかは、天候・株価など外部環境によるところが大きい。

必要な年後半の成長加速

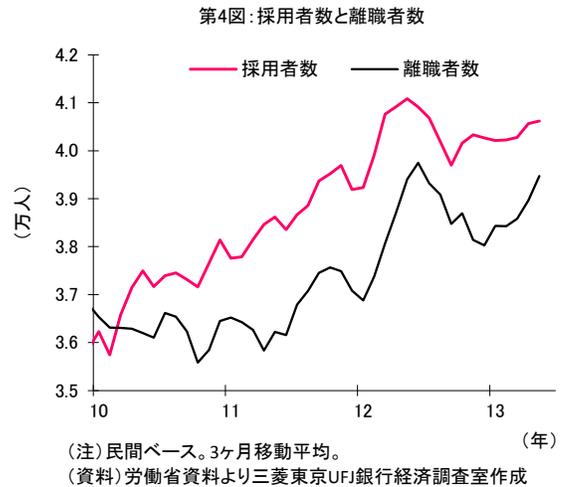
次に、足元の雇用の増加ペースは、成長率に比べて若干速い(第2図)。高めの労働投入が持続するには景気が加速することが必要となるが、足元のISMの動きは、第2四半期成長率が減速すること、受注指数の弱さも踏まえると年後半の需要加速がまだ見えていないことを示唆する動きとなっている(第3図)。

直近6月ISMのヘッドラインは、製造業が引き続き50%台にとどまっているほか、非製造業の低下が目立つ。特に非製造業の受注指数は50.8と約4年振りの低水準にある点は軽視できない。第2四半期の景気減速を受けて、雇用の増加ペースは一旦抑制気味になる可能性がある。仮に第2四半期が1%台半ば程度の成長にとどまれば、FOMCが予測する2013年第4四半期のGDP成長率(前年比+2.5%)を達成するためには、年後半の成長率が+3%超へ加速することも必要となる。



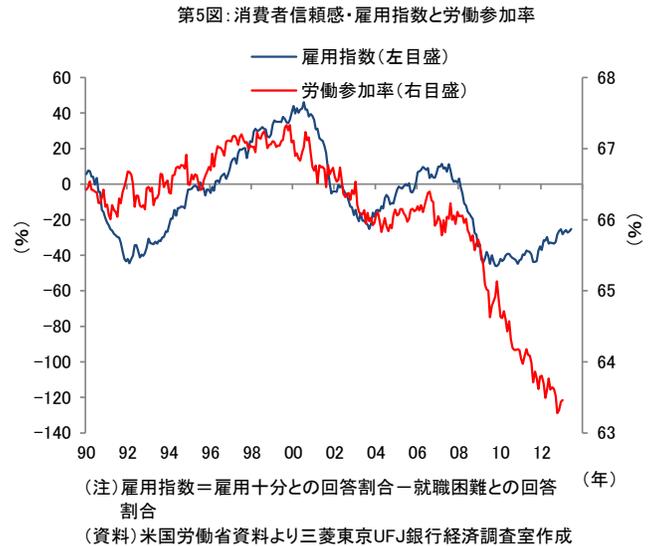
### 労働市場改善に伴い転職が増加

また、雇用動態統計によれば、足元、企業の採用数が緩やかな回復にとどまる一方、離職数の増加傾向が明確になっている（第4図）。離職数の増加は、好条件の職を求めた転職活動活発化を反映しており、労働市場の改善を裏付けるが、他方で、雇用増が持続するには、離職数同様、企業の採用も加速することが必要となってくる。企業の雇用センチメントは弱く、上述した成長ペースの加速が採用数増加の前提となるが、金利上昇やドル高、今秋にかけた財政協議の行方に加え、一部新興国経済の低調さ等、景気抑制要因も増えるなか、年後半の成長加速に向けたハードルは低くはない。



### 失業率低下は持続の公算

一方、こうした量的緩和縮小にとってややネガティブな要因とは逆に、失業率の低下傾向自体は労働参加率の低下トレンドを背景に当面継続する公算が大きいとみられる。消費者信頼感指数における雇用指数（雇用が十分との回答割合－就職困難との回答割合、%）は改善が続いているものの、労働参加率は低下傾向が続いている。



従来は家計の労働市場に対する見方が改善すれば、若干のラグをもって労働参加率が上昇する関係にあったが（第5図）、2010年代に入ってから両者の乖離が拡大し、足元は相関がかなり薄れている。このことは、これまでも指摘してきた通り、労働参加率が高齢化により構造的に下がりやすくなっていることを示している。仮に労働参加率が年▲0.3%～▲0.4%程度の低下トレンドが続けば、これは失業率を同0.4%～0.6%程度改善させることとなる。労働市場の回復が緩やかなものにとどまれば、労働参加率の反転上昇が遅れることを通じ、失業率が来年半ばに7%程度へ低下することが視野に入ってくるだろう。失業率の改善は資産買入の縮小・終了を進める要因となる。

### QE 縮小時期を巡る不透明感は継続

このように、雇用の伸びに注目すれば課題も残る一方、労働市場の需給という点では高齢化を背景に着実な改善が進んでいる。こうした混在した雇用情勢からのインプリケーションは、今週公表された FOMC 議事要旨でも明らかになった通り、資産買入縮小のタイミングは、政策当局が雇用情勢を判断するうえで何を重視するかで微妙に変わってくるということである。FOMC 内のコンセンサス形成が容易でないことも踏まえると、QE3 の縮小開始は今後の経済指標次第であり、経済予測を改定する9月会合で一旦その可否を判断するという不透明な状況が続くと予想される。

< 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.