



# 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)

January 10, 2014

## <FOCUS>

### 悪天候で雇用下振れ、今年の3%成長は目標値

- 12月の雇用者数は弱い結果となった。非農業部門雇用者数は前月比+7.4万人と10万人台を割り込み、業種別には小売や卸売業が伸びたものの、天候の影響を受けやすい建設業や運輸・倉庫業、製造業等が低調だった。
- ただ、家計調査では悪天候で働けなかった労働者数は31万人と、12月としては1977年以來の高さとなった。足元、企業の雇用スタンスはむしろ堅調な点も踏まえると、雇用減速の主因は悪天候とみられる。中部を中心とした記録的寒波により、1月の雇用統計にも影響が出る可能性はあるが、天候が安定すれば、雇用者数は反動から春先にかけてむしろ少し上ぶれ気味に推移すると想定される。目先は、天候要因により雇用回復ペースが読み難くなるが、基調としての雇用減速を現時点で見込む必要はなかろう。
- 一方、雇用回復が持続し、さらに加速していくかは、今後の需要動向が大きく左右する。これは、ISMにおける受注指数(≒需要)が雇用指数の上限を画している点からみてとれるほか、よりカバレッジの広いGDP(産出=需要)と労働投入量の関係でも同じ関係があてはまる。雇用者数は、需要の動きに対しては一致指標であり、雇用加速には民間需要(GDP)が2%台後半~3%近傍を維持することが必要だろう。
- こうしたなか、12月ISMで非製造業の在庫指数が急低下している点には注視すべきだ。在庫調整進展は将来の生産活動にとってはプラスだが、急激な在庫圧縮は、目先の成長率押し下げ要因になる。足元の在庫関連指標は、生産サイドの期待に需要が短期的についていけないことを意味しており、最終需要が加速できるか引き続き正念場と言える。
- 足元、市場では今年の3%成長を予想する見方が増えている。イエレン次期FRB議長も、今週のインタビューで今年の3%台の成長に対する強い期待を示した。しかし、今年はFRBにとって、資産買入額を段階的に縮小させつつ、雇用所得増による景気加速実現まで、金融市場を支える難しい舵取りが要求されることとなる。過剰債務の調整進展、財政政策を巡る不透明感緩和により、今年の景気展望は過去数年に比べ間違いなく明るいものの、雇用所得と消費を同時に加速させていけるか、これから試されるタイミングにあって、5度目の挑戦となる3%台成長は目標値として位置づけるべきであろう。

<FOCUS> 悪天候で雇用下振れ、今年の3%成長は目標値

雇用者数は天候要因から軟調

12月の雇用者数は悪天候を主因に弱い結果となった。非農業部門雇用者数は前月比+7.4万人、うち民間部門雇用者数は同+8.7万人と、ともに同+10万人台を割り込んだ（第1図）。業種別には、小売や卸売業が伸びたものの、天候の影響を受けやすい業種で低調となり、建設業で減少したほか、運輸・倉庫業や製造業、レジャー・飲食業でも雇用の伸びが急減速する形となった<sup>1</sup>。

目先は基調読み難いが、過度の懸念も不要

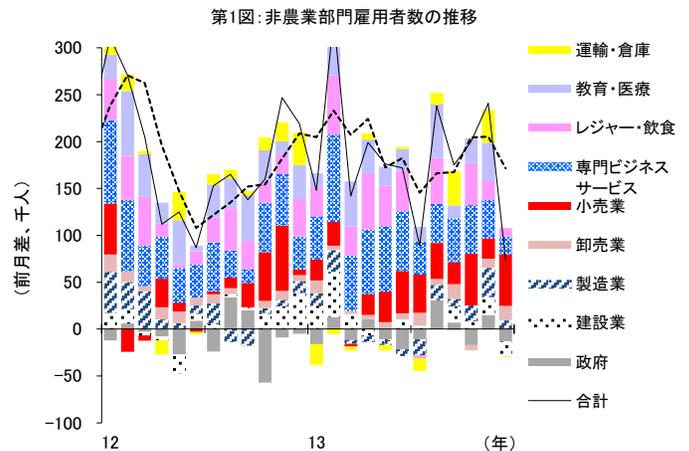
雇用者数のヘッドラインは低調となったが、家計調査では悪天候で働けなかった労働者数は31万人と、12月としては1977年以来の高さとなっている。12月ISMでみた企業の雇用スタンスはむしろ堅調に推移していることも踏まえると（第2図）、雇用減速の主因は悪天候と考えていいだろう。

なお、今月、米中部を中心とした記録的寒波によって、1月の雇用統計にも相応の影響が出る可能性はあるものの、その後、天候が例年並に安定する場合には、雇用者数は反動から春先にかけてむしろ少し上ぶれ気味に推移することが過去のデータからは想定される（第3図）。

短期的には天候要因のために雇用回復ペースが読み難い状況となりそうだが、基調としての雇用減速を現時点で見込む必要はないだろう。

雇用加速は今後の需要が左右

一方、雇用回復が持続し、さらに加速していくかをみるうえでは、重要なのはやはり今後の需要動向である。これは、ISMにおける受注指数（≒需要）と雇用指数の関係において、前者が後者の上限を画していることからみてとれる（次頁第4図）。因みに、こうした関係は、今回回復局面だけの動きではなく、過去の景気回復でも同様である。

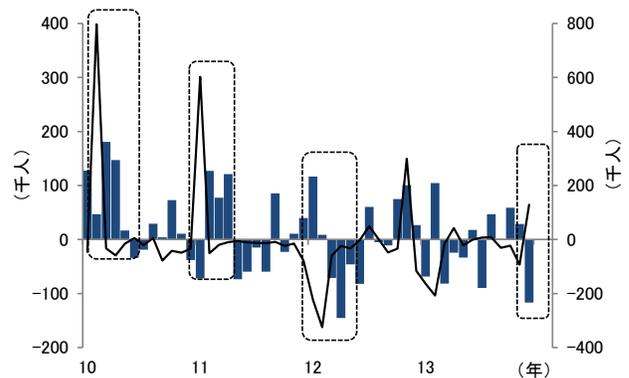


（注）点線は3カ月移動平均値。  
（資料）米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



（注）ISM雇用指数は製造業と非製造業の平均値。  
（資料）労働省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：悪天候で働けなかった労働者数と雇用の増減ペース  
■ 非農業部門雇用者数増減（当月実績-前3カ月平均、左目盛）  
— 悪天候で働けなかった労働者数（過去5年平均との差、右目盛）



（注）雇用者数増減は前月比。  
（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

<sup>1</sup> 詳細は本日付 Diary ご参照。

よりカバレッジの広い GDP (産出=需要) と労働投入量の関係でもこうした関係は当然あてはまる (第 5 図)。雇用者数は、需要に対しては一致指標であり、雇用加速を展望するには、需要 (GDP) が 2% 台後半~3% 近傍を維持することが必要と考えられる。

### 目先は在庫調整の程度に注目

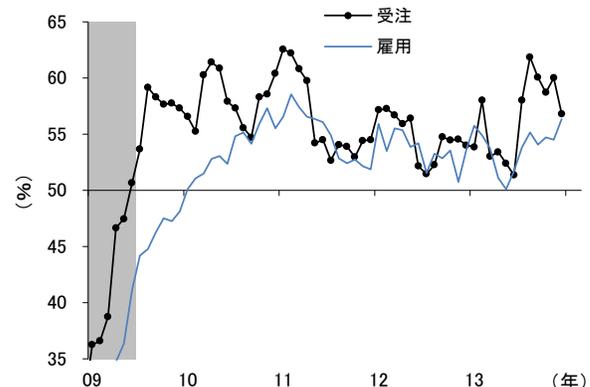
こうしたなか、12 月 ISM では、非製造業の在庫指数が急低下している点は注視すべきだ (第 6 図)。在庫調整の進展は将来の生産活動にとってはプラスとなるが、急激な在庫圧縮は、第 4 四半期~今年第 1 四半期については成長率押し下げ要因になる。他方、12 月の実質雇用者所得は 3 ヶ月前比年率+2% 前後で推移しており、所得面からの消費加速までは示唆していない。消費に遅行する投資が伸びを高めるのにも少し時間がかかるだろう。足元の在庫関連指標は、生産サイドの期待に比べ、最終需要が短期的についていけないことを意味しており、最終需要が加速するかは、引き続き正念場と言える。

### 今年の 3% 成長は目標値

こうしたなか、市場では今年の 3% 台成長を予想する見方が増えている。昨年末の財政協議の妥結の影響が大きいとみられ、イエレン次期 FRB 議長も、最近のインタビューで今年の 3% 台の成長に対する強い期待を示した。

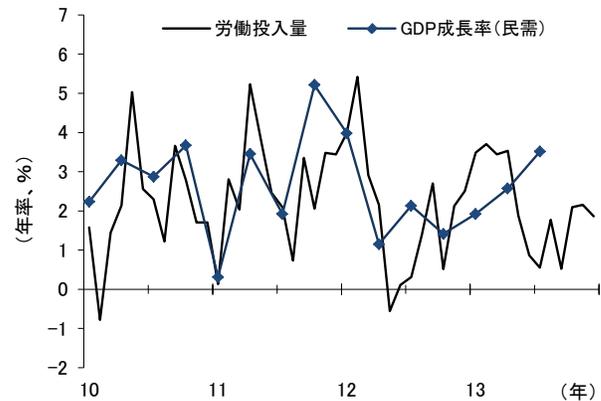
しかし、今年は FRB にとって、資産買入額を段階的に縮小させつつ、雇用所得増による景気加速が実現するまで、金融市場を支え続けるという難しい舵取りが要求される年である。過剰債務の調整進展、財政政策を巡る不透明感緩和により、今年の景気展望は過去に比べれば間違いなく明るいとみているが、上述の通り、今回の雇用統計について過度の懸念は不要な反面、雇用所得と消費を同時に加速させていけるか、まさにこれから試されるタイミングにあることも踏まえると、5 度目の挑戦となる 3% 台成長達成については、目標値と位置づけるべきであるように思われる (次頁第 7 図)。

第4図: ISM指数-受注・輸出受注と雇用



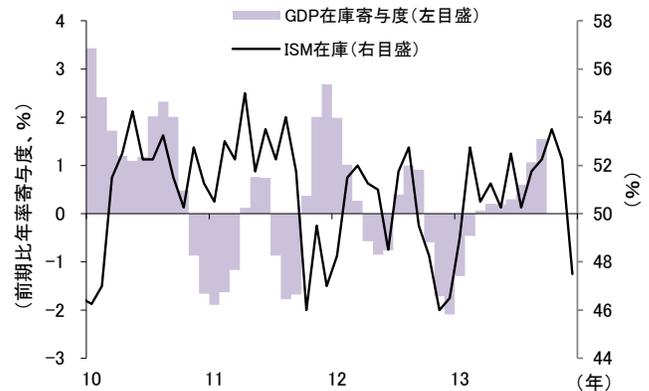
(注) 製造業と非製造業の平均値。シャドウは景気後退局面。  
(資料) ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: 労働投入とGDP成長率(民間)



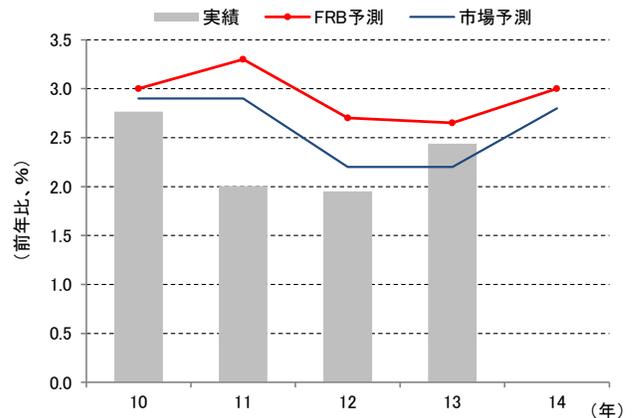
(注) 労働投入量は民間、3か月前比年率ベース。  
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図: GDP在庫投資とISM在庫



(注) 製造業と非製造業の平均値。在庫投資は四半期値を月次にスプライン補完。シャドウは景気後退局面。  
(資料) 商務省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：FRBと市場のGDP予測



(注) 第4四半期の前年比ベース。FRBは2010～2012年は前年11月時点の予測、2013～2014年は前年12月時点予測。市場予測はブルーチップの前年12月時点予測平均値。  
 (資料) 商務省、FRB、ブルーチップより三菱東京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.