



# 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)

Satoko Ura 浦 賢子

Economist

+1(212)782-5710, [sura@us.mufg.jp](mailto:sura@us.mufg.jp)

March 14, 2014

## <FOCUS>

### 労働参加率の下げ止まりはもう少し先

- 2月の雇用者数は悪天候の影響が残るなか健闘したが、12月～1月の低迷からの反動という面もあるだろう。ISMでみると、在庫調整に伴い受注指数の水準が低下するなか、雇用指数もやや弱含んでいる。今後、雇用の増加ペースが昨年後半同様、月+20万人前後へ回復するには、個人消費を中心に最終需要が順調に持ち直すかが引き続き焦点だ。
- 一方、2月の失業率は6.7%と労働参加率の上昇を受けて小幅上昇した。労働参加率は昨年終盤以降、63%近傍で一進一退となっている。今回回復局面における失業率の改善は、労働参加率低下による面が大きく、今後の失業率を左右する。労働参加率が下げ止まれば、失業率の改善は緩やかとなり、FRBにとって金融緩和を継続しやすい環境が続く一方、労働参加率の低下が続き、失業率がゼロ金利政策継続の目安となっている6.5%を下回ってくれば、市場の利上げ予想時期が早まるリスクもある。
- 結論を先取りすると、労働参加率は今暫く低下が続く公算が大きい。労働参加率は人口動態を反映する構造要因と、労働需給を反映する景気循環要因によって変動するが、まず、構造要因については高齢化による下押しが継続するとみられる。2013年時点で60歳～64歳の人口は約18百万人であり、今後徐々に引退時期を迎える。当該年齢層の引退に伴う労働力人口減はラフに年間約80万人、労働参加率を同0.3%程度押し下げる。
- 他方、景気循環の観点からは、労働参加率が下げ止まるには、労働需給がもう一段改善することが必要。労働市場の需給を示す失業率ギャップと、短期的な労働参加率の変動との関係からは、失業率ギャップが解消するタイミングで労働参加率が上昇するという緩やかな相関がみとれる。非労働力化した労働力が戻ることで労働参加率押し上げ要因となるのは、労働需給改善がもう一段進む今年終盤～来年以降。人口動態面からの低下要因と合わせると、労働参加率は来年以降横這いになるかどうかという姿が想定される。労働参加率の動きによって目先の失業率の低下ペースが大きく変わることはないと思われる。

<INDICATOR OF THE WEEK> 雇用回復を牽引する中小・中堅企業

## <FOCUS> 労働参加率の下げ止まりはもう少し先

### 今後の雇用回復ペースはやや不透明

2月の非農業部門雇用者数は前月比+17.5万人と、悪天候の影響が残るなか健闘したが<sup>1</sup>、12月～1月にかけての低迷からの反動という面もあるとみられる。また、ISMでみると、在庫調整に伴って受注指数の水準が低下するなか、雇用指数もやや弱含みとなっている（第1図）。

今後、雇用の増加ペースが昨年後半同様、月+20万人前後へ回復するには、個人消費を中心に最終需要が順調に持ち直すかが引き続き焦点だ。今週公表された2月の小売上が3ヵ月振りに増加に転じたことはプラスであるものの<sup>2</sup>、コア小売上の水準はまだ昨年11月を0.4%程度下回っている。悪天候や在庫調整など、短期的な減速要因剥落後の景気回復ペースが判断できるにはあと2～3ヵ月かかるとみられる。

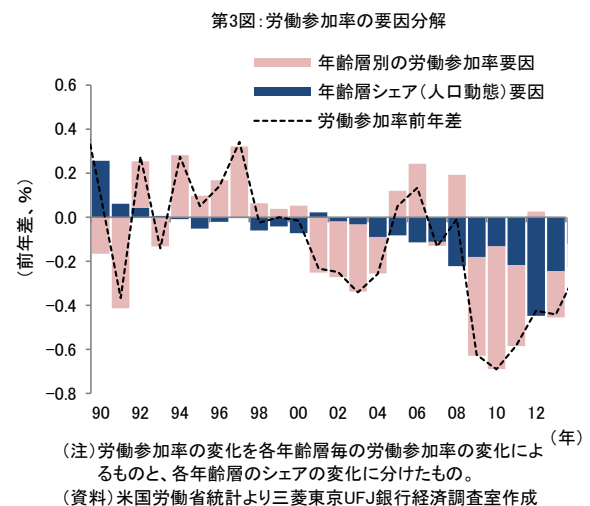
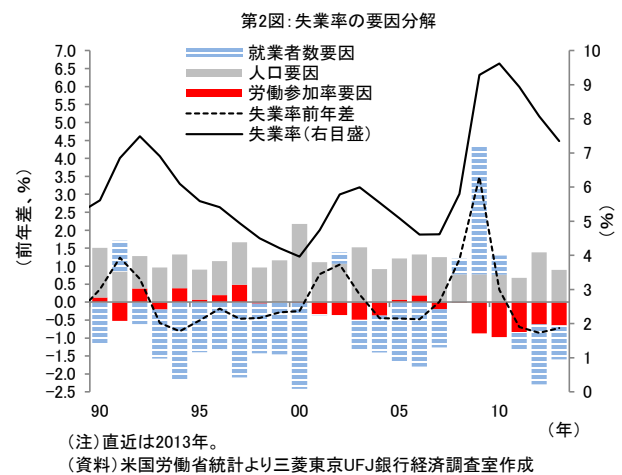
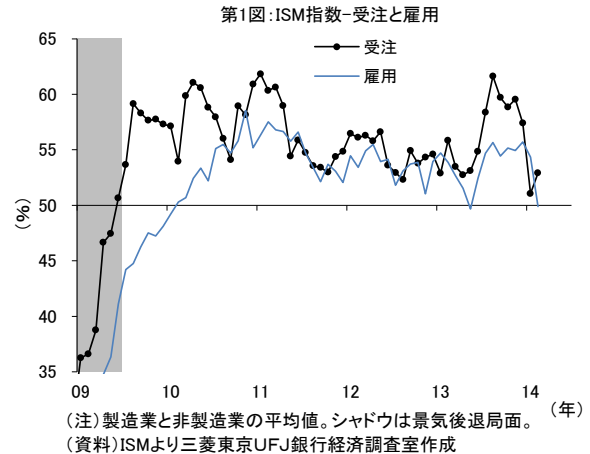
### 労働参加率上昇で失業率は下げ渋り

一方、2月の失業率は6.7%と、労働参加率の上昇を受けて小幅上昇した。労働参加率は2ヵ月連続で上昇しており、昨年終盤以降は63%近傍で一進一退となっている。

今回回復局面における失業率の改善は、過去とは異なり、労働参加率の低下によるところが大きくなっており、今後の失業率を左右する要因である（第2図）。仮に労働参加率が下げ止まり、上昇に転じてくれば、失業率の改善は緩やかとなる一方、FRBにとっては金融緩和を継続しやすい環境が続くこととなる。逆に労働参加率の低下が続き、失業率がゼロ金利政策継続の目安となっている6.5%を下回ってくれば、市場の利上げ予想時期が早まり、金利上昇圧力が強まるリスクもある。

### 人口動態要因が労働参加率を押し下げる

結論を先取りすると、労働参加率は今暫く低下が続く公算が大きいとみられる。労働参加率は人口動態の変化を反映する構造要因と、労働需給を反映する景気循環要因によって変動しており、労

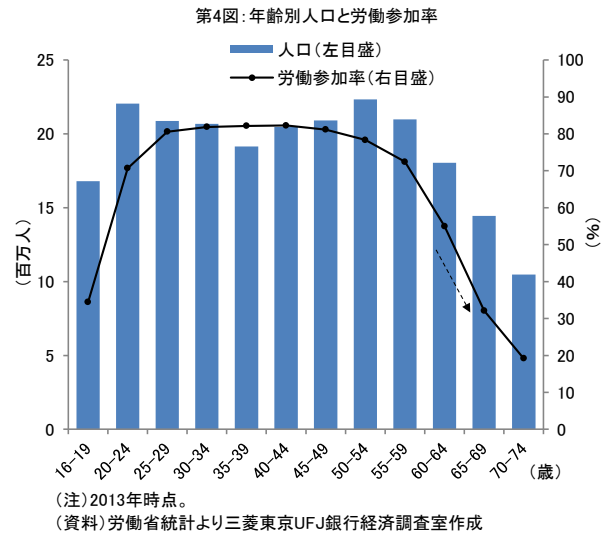


<sup>1</sup> 詳細は3月7日付Diaryご参照。

<sup>2</sup> 詳細は3月14日付Diaryご参照。

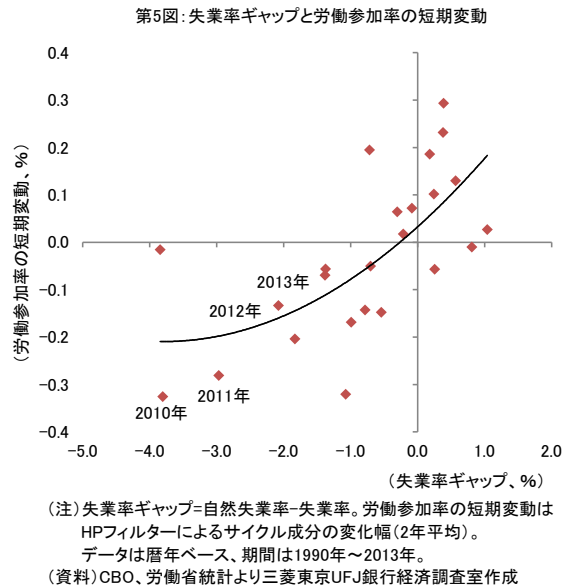
働市場の年齢層別シェアの変化による分が前者、年齢層毎の労働参加率の変化による分が後者となる（前頁第3図）。

まず、構造要因については、高齢化による下押し要因が継続する可能性が高い。年齢別にみた労働参加率は、60歳～64歳から65歳～69歳にかけて最も大きく低下するが（第4図）、2013年時点で、60歳～64歳の人口は約18百万人であり、今後数年間で徐々に引退時期を迎えることとなる。当該年齢層の引退に伴う労働力人口の減少幅だけでもラフに年間約80万人、労働参加率は同0.3%程度押し下げられる計算となる。金融危機後、引退時期が幾分遅くなっている点などは踏まえる必要があるが、所謂ベビーブーマー世代の引退が進むことによる労働参加率の押し下げという構図は当分変わらないであろう。



### 労働需給のもう一段の回復が必要

一方、景気循環的な観点からみると、労働参加率が下げ止まり、上昇に転じるには、労働需給がもう一段改善することが必要と考えられる。労働市場の需給を示す失業率ギャップと、短期的な労働参加率の変動（サイクル成分）との関係からは、失業率ギャップが0%に近づくタイミングで労働参加率が上昇しやすいという緩やかな相関関係がみてとれる（第5図）。2010年以降、失業率ギャップは着実に縮小してきており、足元は▲1%程度である。非労働力化した労働力が労働市場に戻ることで労働参加率押し上げ要因となるのは、労働市場の需給改善がもう一段進む今年終盤～来年以降とみられる。上述した人口動態による構造的な押し下げ要因と合わせて考えると、労働参加率は来年以降横這いになるかどうかというところであろう。



### 失業率は低下傾向持続、FRBのフォワードガイダンスは年後半微調整へ

したがって、当面は労働参加率の低下が進み、雇用回復も進むなか、失業率の低下傾向は続くと考えられる。景気回復持続を前提とした場合、失業率はフォワードガイダンスにおける閾値6.5%を年後半には下回ってくる可能性が相応に高いと言える。ただ、FOMC内で失業率の閾値を今後どうするかについて議論はまだ分かれている。先月のイエレン議長の議会証言も踏まえると<sup>3</sup>、失業率が現在の閾値を大幅に下回らない限り、目先はフォワードガイダンスの修

<sup>3</sup> 証言原稿では失業率以外のデータも確認することの重要性を強調した（Those out of a job for more than six months continue to make up an unusually large fraction of the unemployed, and the number of people who are working part time but would prefer a full-time job remains very high. These observations underscore the importance of considering more than the unemployment rate when evaluating the condition of the U.S. labor market）。



正は無く、今年後半のFOMCにおいて、おそらく失業率の閾値を削除したうえで、幅広い労働指標を確認していくという、より定性的な文言に微調整されるというのが現時点でのメインシナリオとなるだろう。

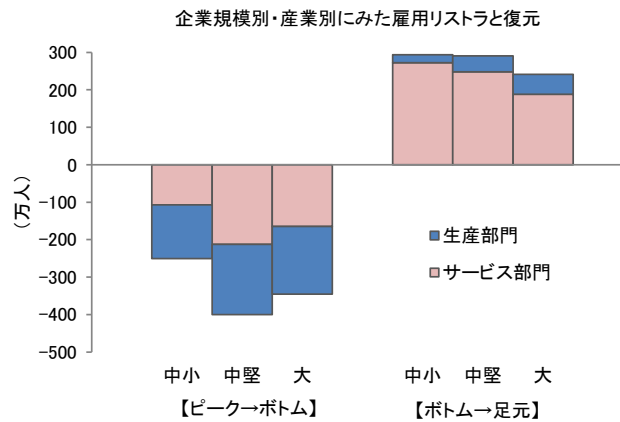
(岩岡聰樹)

<INDICATOR OF THE WEEK> 雇用回復を牽引する中小・中堅企業

景気底入れから約5年が経とうとするなか、雇用者数は金融危機前の水準まで戻りつつある。2月の雇用統計では、民間部門雇用者数は1億1,584万人と、2008年初のピーク回復まであと約13万人、ADP雇用統計も概ね同様となっている。

ADP雇用統計によると、雇用回復を主導しているのは従業員数が50人未満の中小企業である。前回の景気後退期における雇用削減幅とその後の雇用増を企業規模別にみると（下図）、中小企業では、足元までの雇用増加幅が、景気後退期の雇用削減幅を既に68万人上回っている。中堅企業の雇用は既往ピーク回復まであと93万人、大企業はあと103万人となっている。

これらの雇用増はサービス部門が主な牽引役である（同図）。また、商務省によると、中小、中堅企業ともに宿泊・飲食サービスやヘルスケア・社会扶助の雇用が大きく増加している（Statistics of U.S. Businesses、直近データは2011年）。特にヘルスケア・社会扶助が雇用者数全体に占めるシェアは大きく、且つ拡大傾向にある。高齢化進展により、こうした業種に対する需要が高まるなか、中小・中堅企業が雇用を拡大させている様子が窺われる。また、起業活動の持ち直しもこうした中小企業の雇用増に繋がっていると推察される。開業・廃業率（サービス部門）は、2009年こそ開業率が廃業率を下回ったが、それ以降は開業率が廃業率を上回っている。景気回復が続くなか、サービス部門における中小・中堅企業の雇用拡大は今後も期待できそうだ。



(注) 雇用の増減は夫々のピーク・ボトム対比。  
 中小企業のピークは2008年1月、ボトムは2010年2月、中堅企業は同2008年1月、2009年12月、大企業は同2006年3月、2010年2月。  
 中小企業は従業員数が50人未満、中堅企業は50～499人、大企業は500人以上の企業。  
 (資料)ADP雇用統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(浦賢子)



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.