



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

Satoko Ura 浦 賢子
Economist
+1(212)782-5710, sura@us.mufg.jp

May 9, 2014

<FOCUS>

4月雇用統計が示した2つの留意点

- 雇用統計は総じて良好な内容だったが留意点が2つある。まず、大幅増となった雇用者数については、悪天候で昨冬～春先に雇用が抑制されたことの反動が出ている点だ。昨冬同様、悪天候に見舞われた2010年冬以降の雇用者数は、冬場に雇用が抑制された後、春にかけて復調し、初夏にペースダウンするというパターンを辿ったが、足元にかけて雇用者数もこれに似た推移となっている。ISMでみた企業の雇用スタンスもそこまで強くはない。冬場の天候が平年から大きく乖離すると、雇用面への影響は翌年半ば頃まで残存する点を踏まえる必要がある。
- もう1つの留意点は、失業率が大きく低下した理由が引き続き労働参加率の低下であることだ。高齢化を背景とする労働参加率の低下が失業率の改善に繋がっていることは、これまでも指摘してきた通りであり、労働需給の改善を速める点ではプラス材料だ。失業率の低下はいずれ賃金上昇率の加速に繋がってくると見込まれる。
- ただ、労働参加率の構造的低下トレンドは、労働投入量抑制を通じ、潜在成長率の低下に直結する点は無視できない。実際、実質GDP成長率と失業率変化幅の関係（オウケンの法則）からは、足元の潜在成長率が2%を下回っている可能性が指摘できる。
- 仮に潜在成長率が2%以下に低下したままだとすると、FRBが想定する3%近傍の成長達成は高い目標となる。金融・財政政策による景気刺激の余地は小さく、潜在成長率を高める経済改革は時間を要するなか、今後の成長加速には、外部環境改善を背景に企業・家計の期待成長率が高まり、設備投資や個人消費、住宅投資が自律的に拡大することが鍵といえる。この点、潜在成長率と家計の所得期待の関係は、①潜在成長率低下が家計の所得期待抑制を通じ成長加速の重石になってきたこと（構造的停滞）、と同時に、②景気回復が続くなかで家計の所得期待が足元で漸く持ち直そうとしていること（循環的回復）、を示している。今年、この2つの動きがどう推移するかは重要な焦点となるだろう。

<INDICATOR OF THE WEEK> 雇用コスト～微妙な変化をみせる諸手当の内訳・・・P4.

<FOCUS> 4月雇用統計が示した2つの留意点

雇用者数の急増は2011年に類似

4月の雇用統計は総じて良好な内容だったが、留意点が2つあるだろう。まず、前月比+28.8万人増となった雇用者数については、悪天候で昨冬～春先に雇用が抑制されたことの反動が出ているとみられる点である。

昨冬同様、悪天候に見舞われた2010年冬¹以降の雇用者数をみると、冬場に雇用が抑制された後、春にかけて復調し、初夏にややペースダウンするというパターンを辿ったが、足元にかけて雇用者数もこれに似た推移となっている(第1図)。逆に、記録的暖冬だった2011年冬から2012年にかけて雇用者数はこれと反対のパターンを辿ったことは記憶に新しい。

企業の雇用スタンスはそこまで強くない

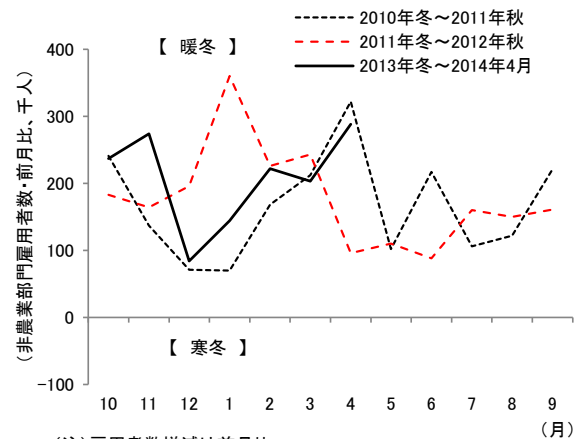
ISM雇用指数と雇用者数の関係からも、足元の雇用者数には反動増の影響が出ている可能性がみてとれる。4月の雇用指数(製造業・非製造業平均)は、2月を底に持ち直しているものの、昨年後半の水準を下回っている。企業の雇用スタンスが急速に積極化したとまでは言い難いなかで、雇用者数が伸びを高めている一方、昨年末はこれと反対の動きになっている(第2図)。2011年と2012年における雇用者数とISM雇用指数の関係も、それぞれ寒冬と暖冬後のパターンに沿った動きだったと言えるだろう(同図)。冬場の天候が平年から大きく乖離した場合、雇用面への影響は翌年半ばぐらいまで残存する点を踏まえる必要がある。

労働参加率・失業率低下は賃金上昇要因に

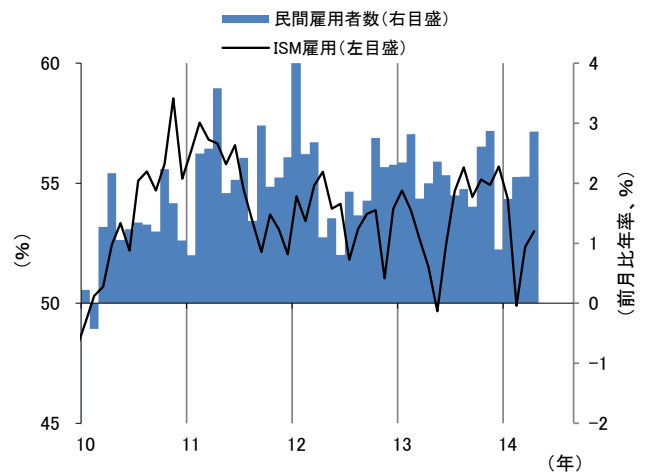
もう1つの留意点は、失業率が大きく低下した理由が引き続き労働参加率の低下であることだ。労働参加率は62.8%と、1978年以来の水準まで低下した。

高齢化を背景とする労働参加率の低下が失業率の改善に繋がっていることは、これまでも指摘してきた通りであり²、労働需給の改善を速めるという点ではプラス材料である。今年1月～4月までの実績値でも、労働参加率の低下は失業率を約0.4%押し下げている計算となる(前年平均比ベース、次頁第3図)。失業率の低下はいずれ賃金上昇率の加速に繋がってくると見込まれる。

第1図:冬場以降の雇用者数の増減ペース



第2図:ISM雇用と民間雇用者数



¹ 過去数年の冬場における気温・降水量については、3月19日付 Weekly 「今冬の寒波の度合いは?」 ご参照。

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

潜在成長率に対する負の側面

ただ、労働参加率の構造的な低下トレンドは、労働投入量の抑制を通じ、潜在成長率の低下に直結する点は無視できない。実際、実質 GDP 成長率と失業率変化幅の関係（オウケンの法則）からは、足元の潜在成長率は 2% を下回っている可能性が指摘される（第 4 図）。潜在成長率の推計については幅を持ってみる必要があるが、議会予算局（CBO）による潜在成長率の推計結果も概ね同様の姿となっている。

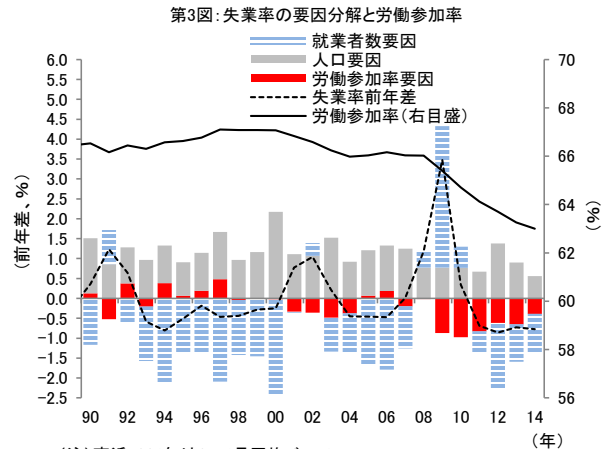
成長加速の鍵は企業・家計の期待

仮に潜在成長率が 2% 以下に低下したままだとすると、例えば FRB が想定しているように 3% 近傍の成長達成は難題となる。

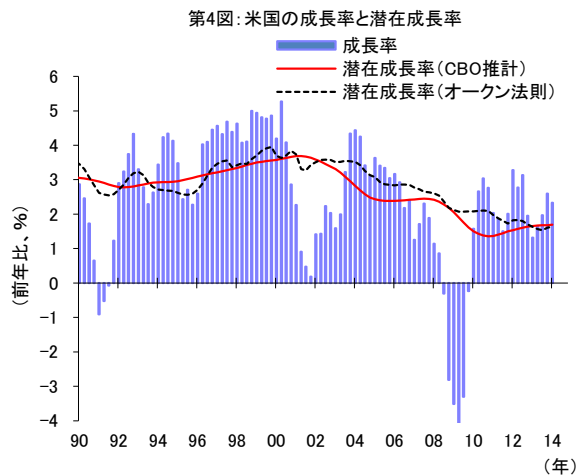
短期的な政策対応としては金融緩和や財政支出による景気刺激、中長期的には潜在成長率を高める投資促進策や税財政改革、教育など供給サイドの取り組みが必要となるが、前者の余地はさほど小さくなく、後者は数年単位の時間を要する。このため、今年から来年にかけての成長加速には、海外経済回復や財政リスク後退など、外部環境の改善を背景に企業と家計の期待成長率が高まることで、設備投資や個人消費、住宅投資が自律的に拡大するかが鍵を握る。

この点、潜在成長率と家計の所得期待の関係は、①潜在成長率低下が家計の所得期待抑制を通じ成長加速の重石になってきたこと（構造的停滞）と同時に、②景気回復が続くなかで家計の所得期待が足元で漸く持ち直そうとしていること（循環的回復）、を示している。今年から来年にかけて、この 2 つの動きがどう推移するかは重要な焦点となるであろう。

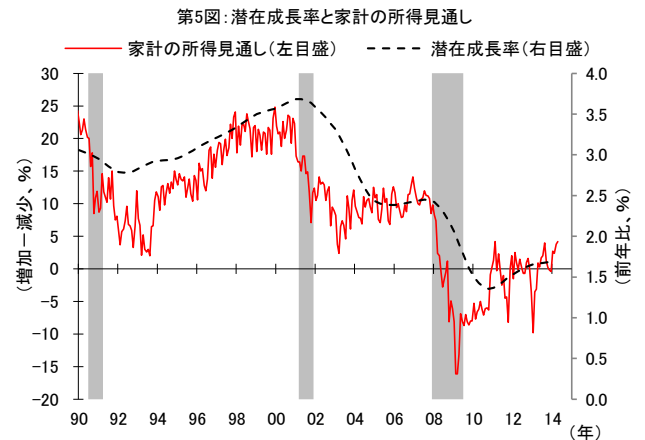
（岩岡聡樹）



(注) 直近2014年は1~4月平均ベース。
(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



(注) オウケン法則による潜在成長率は20四半期ローリングベースでラフに試算したものの。
(資料) 米国商務省・労働省・米議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注) 6ヶ月先の所得見通し。シャドウは景気後退局面。
(資料) CBO、カンファレンスボードより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

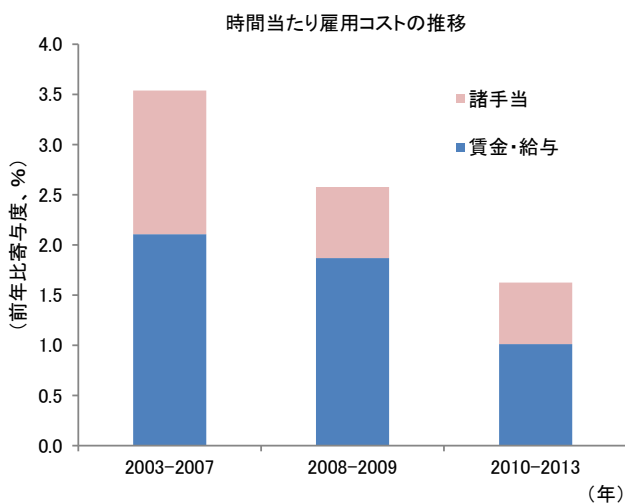
<INDICATOR OF THE WEEK> 雇用コスト～微妙な変化をみせる諸手当の内訳

直近の雇用コスト（労働省公表）では、時間当たり雇用コストの抑制傾向が改めて確認された。雇用コストの伸びは、前回景気回復局面（2003年³～2007年）、景気後退局面（2008年～2009年）、今回の景気回復局面（2010年～2013年）、と一貫して低下しており（左下図）、内訳では賃金・給与、諸手当ともに伸びが鈍化している。

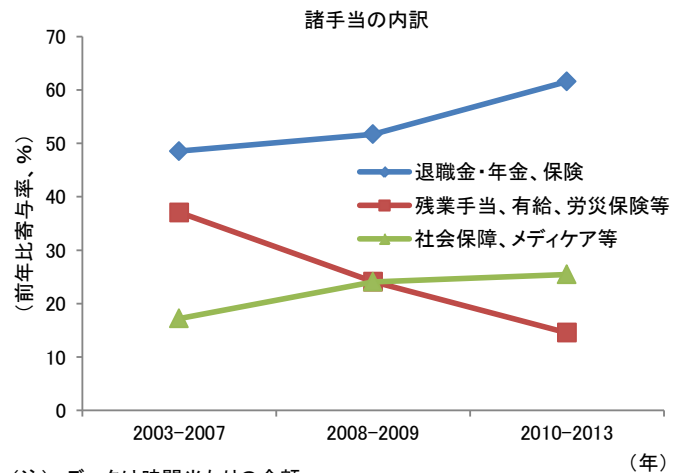
一方、細かくみると、諸手当の内訳が微妙に変化してきている点は注目される。諸手当の増加の内訳を寄与率でみると、「退職金・年金、保険」は、高齢化や医療コスト上昇を背景に上昇傾向にある（右下図）。また、法律上支払いが義務付けられている「社会保障、メディケア等」も緩やかに上昇していることがみてとれる。一方、「残業手当、有給、労災保険等」は、人員抑制等を背景に寄与率は低下傾向にある。

時間当たり雇用コストは全体として抑制されているため、企業側のコスト増はあまり目立っていないものの、こうした諸手当の内訳の変化は、企業に高齢化や社会保障制度変更に伴う将来の雇用コスト増を意識させている可能性は相応にありそうだ。

（浦賢子）



(注) データは時間当たりの金額。
(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) データは時間当たりの金額。
統計上、労災保険は社会保障と同様の義務的支払いに属するが、ここでは人員数と連動するため残業手当、有給と同じ分類とした。
(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

³ 公表データは2002年以降（前年比は2003年以降）。
BTMU Focus USA Weekly May 9, 2014



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.