

テーマ：経済指標とマーケット 2
～米雇用統計～

発表日：2010年12月2日（木）

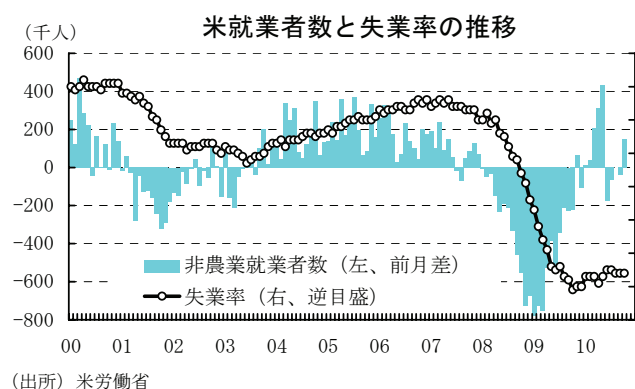
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

世界のマーケットが最も注目する指標

米雇用統計は、毎月第一金曜日（原則）に前月分が発表される米国の雇用状況を示す統計で、雇用者数や失業率などを調査する家計調査と、業種別の就業者数を調査する事業所調査の二構成となっている。米雇用統計が世界中のマーケットから最も注目されるのは、①戦後世界経済は米国の個人消費を牽引車として拡大してきたが、米消費動向を見極めるうえで雇用環境が最も重要視されたこと、②世界の金融市場に最も強く影響を及ぼす中央銀行であるFRBの金融政策を見極めるうえで、失業率や賃金動向は重要な手掛かりとなること——などの背景が挙げられる。

雇用統計で最も注目されるのは非農業部門就業者の前月対比増減数で、所謂ヘッドラインとなる。同様に失業率も注目度が高いが、失業率の変動は雇用実態と異なる方向に動くこともあり、市場の注目度という点では非農業就業者数の増減に劣る。このほか、特に景気が好調さを保つ中では先々のインフレ圧力を計る指標として時間あたり賃金の動向に注目が集まる時期もある。

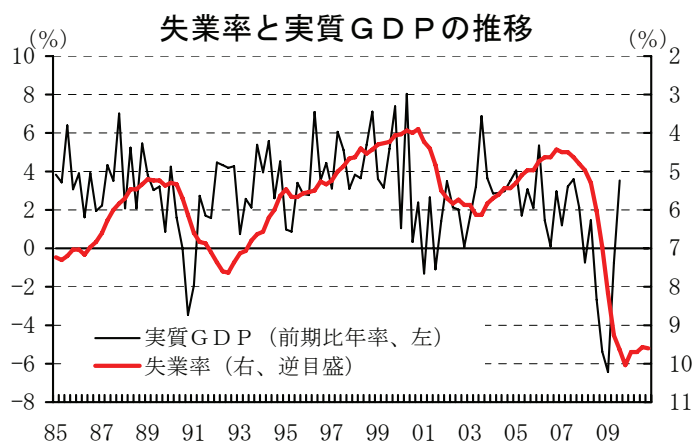
なお、家計調査、事業所調査とも毎月12日を含む週についての調査となるため、関連統計である当該週の失業保険申請件数は、雇用統計を予測するうえで参考指標となる。同時に、たまたま調査週に雇用を大きく変動させるような要因があれば（例えばハリケーンや吹雪など）、発表数字が歪められる可能性がある点には注意が必要となる。



景気には遅行する——と単純なものではない

一般に雇用は景気に遅行するとされる。このことは景気と企業の行動を見ても明らかで、企業は売上が鈍化するなどして業績が悪化した後に雇用を圧縮してコストを切り詰めようとする一方、景気が持ち直して既存雇用者の時間外労働延長による労働投入拡大で対応できなくなると雇用拡大を図る。こうした関係を最も端的に示す経済指標は失業率だ。失業率の推移は実質GDP成長率の動きに遅れて推移する傾向ははっきりとしている。

しかし、景気循環との関係を見ると、景気が拡



(出所) 米労働省、商務省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

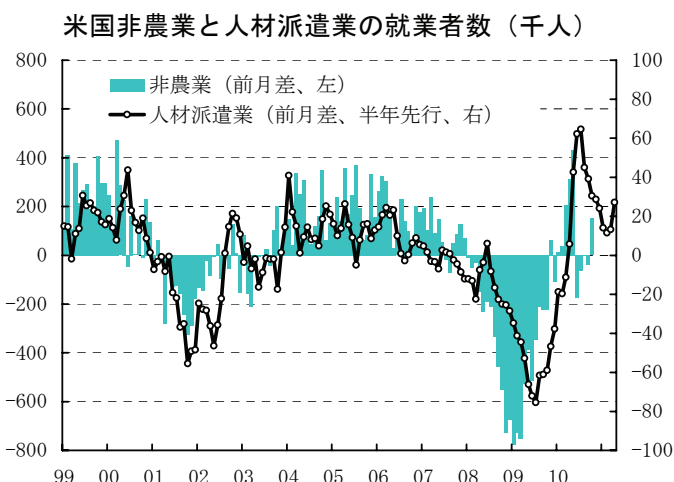
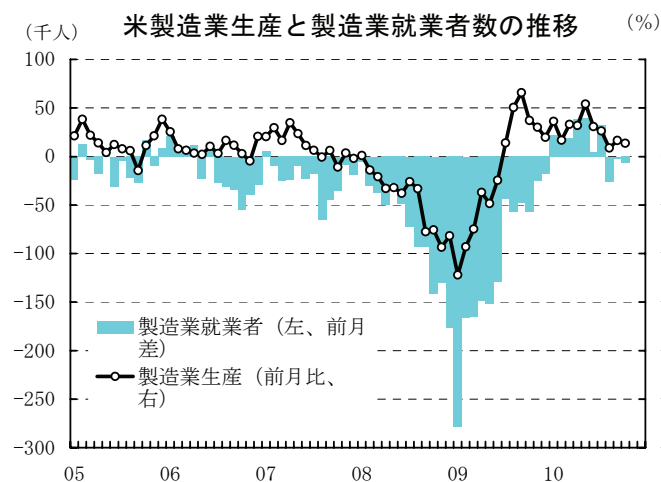
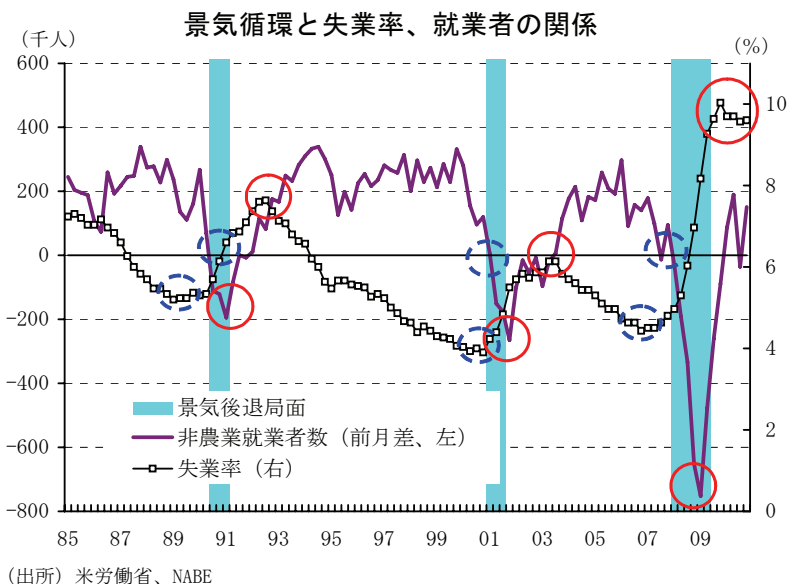
大に転じた局面では失業率が改善するまでには時間がかかる一方で、景気が後退に転ずる局面では景気の山と失業率のボトムとの間にほとんどタイムラグはないことが分かる。さらに、米雇用統計のヘッドラインである非農業就業者数の動きでみると、四半期ベースで非農業就業者数が減少に転じると景気は山をつけ（後退局面入り）、逆に景気拡大局面に転じる時期（景気の底打ち）にはほぼタイムラグ無く非農業就業者数の減少幅も底打ちする（減少幅縮小に転じる）傾向があることが分かる。

雇用統計から示唆される経済指標・市場動向

雇用統計の中身のうち、製造業就業者数の動きは製造業生産の動きと相関が極めて高い。製造業就業者数と製造業の労働時間を掛け合わせて簡便的に製造業の労働投入量を作成すれば一層相関は高くなる。雇用統計は景況感調査などではない実体統計としては発表が最も早いいため、1週間から2週間後に発表される同月の鉱工業生産の動きを予測するのに適している。

また、雇用動向は景気の本格的な回復局面への移行のカギを握る消費者マインドへの影響も大きい。消費者信頼感指数については、11月分が前月より改善したことが株価上昇要因となっているものの、昨年5月来続いているレンジ内での変動に過ぎず、引き続き過去最低レベルにとどまっている。これは失業率が歴史的な高水準にとどまっていることが深く影響している。

このほか、雇用統計の中には雇用に先行する指標も存在する。それは人材派遣業の就業者数の動きで、一般的には非農業就業者数全体の動きに半年程度先行する傾向がある¹。



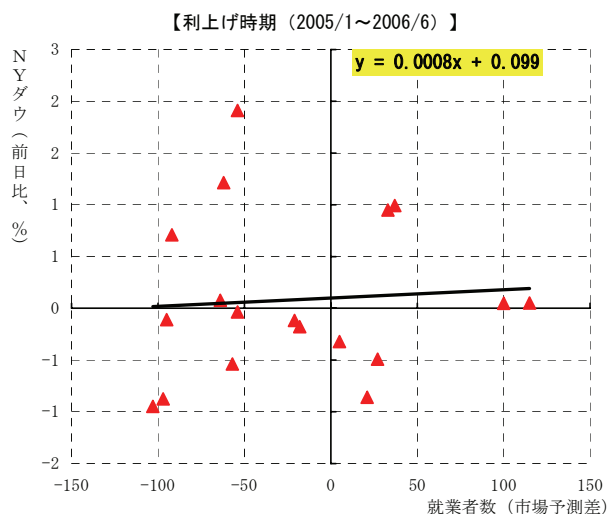
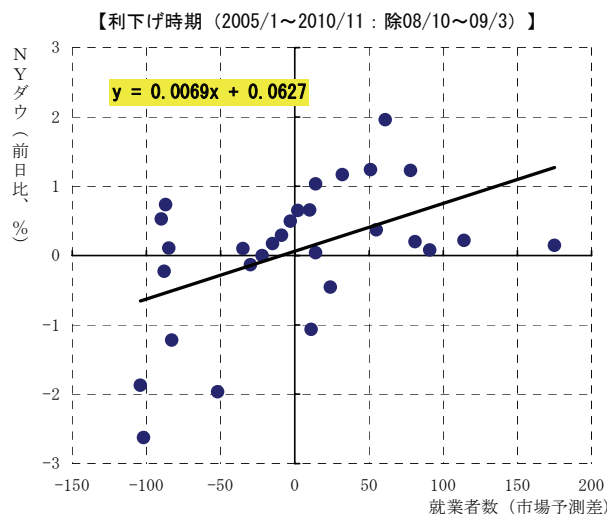
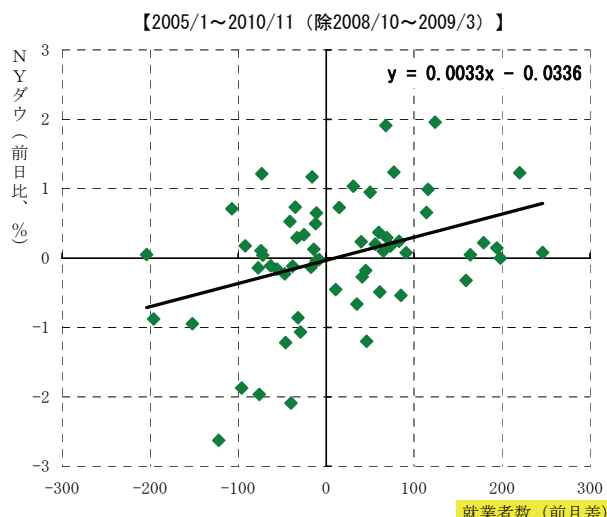
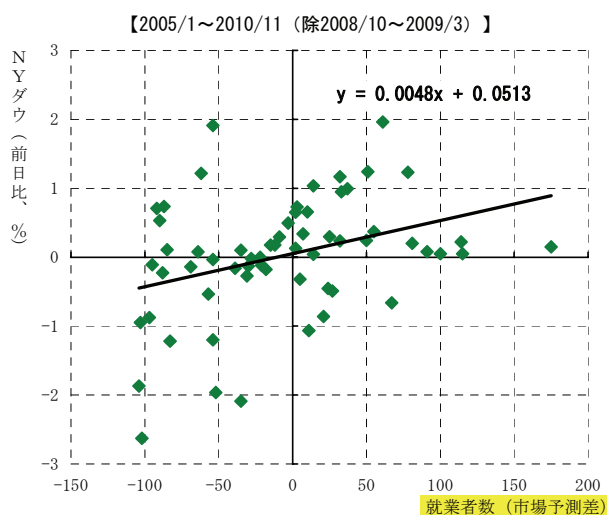
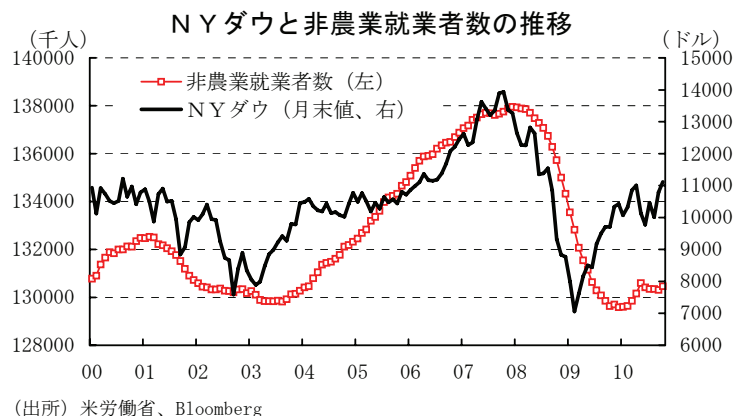
雇用は景気に遅行する性質があることからすれば、景気の“先”を読んで動く市場が雇用の動きに影響を受けるとは考えにくい。実際、非農業就業者数と株価のヒストリカルな動きを確認すると、両者の水準自体を比較すれば非農業就業者数の動きは株価から大きく遅行して動いており、雇用動向が（前もって）株価に影響を

¹ 08年のリーマン・ショック時には先行関係が崩れ、非農業就業者と人材派遣業者の動きは時制的にはほぼ一致して推移した。これは通常の景気循環時には見られないような急激な需要の落ち込みや資金繰り環境の悪化により、企業の雇用カットが一気に進んだためと考えられる。

及ぼすことは考えにくいことが確認される。しかし、現実には雇用統計は市場が最も注目する指標であり、実際に統計発表時には市場に大きな影響を与えることもある。

本シリーズ「Market Watching 経済指標とマーケット1～ISM製造業景況指数」

(10/11/29)で行ったのと同様に、非農業就業者数の発表値と市場の事前予測値との乖離が、当日の株式市場にどの程度影響を及ぼすか見たところ、ISMほど強いインパクトは与えない。この理由としては、①2007年頃から、雇用統計の1～2営業日前に発表されるADP雇用統計の注目度が高まり、雇用統計については“サプライズ”が発生するリスクが小さくなったこと、②ISMはアンケート調査のため市場の予測が難しく、雇用統計のような実体統計に比べて“サプライズ”が発生して市場に強いインパクトをもたらす可能性が高いこと——などが考えられる。しかし、発表値が事前予測値を上回った時には株価は上昇、逆に下回った時には株価は下落するという“素直な関係”においては、ISMよりも安定した傾向があることが伺える。なお、ISM同様に金融政策の方向性によって、雇用統計の結果が市場に及ぼす影響度は全く異なってくることに注意が必要で、雇用統計の場合利上げ時期には統計結果と当日の株価の動きには明確な関係は確認できない。

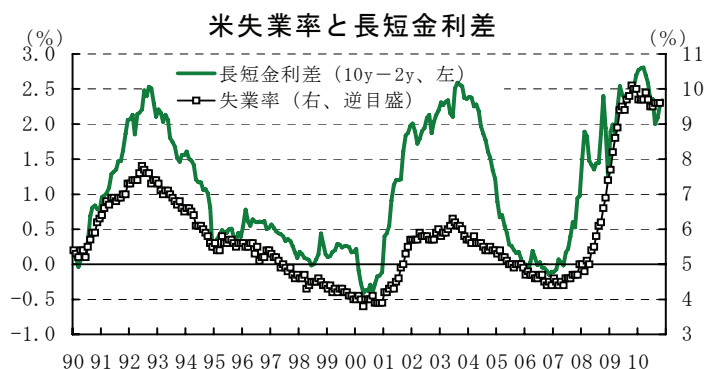
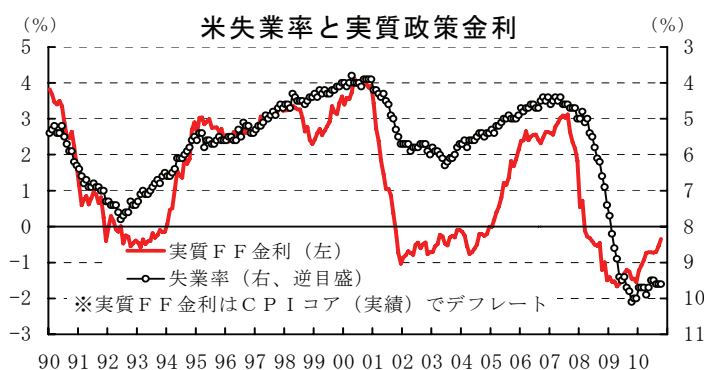
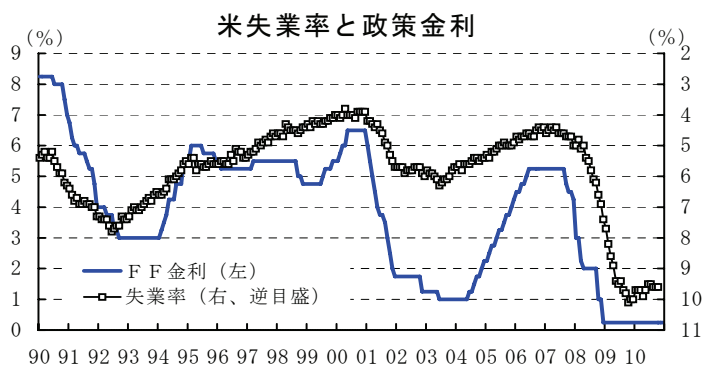


(出所) ISM、Bloomberg

一方、金融市場や債券市場に示唆するところは株式市場よりも大きいと考えられる。F R Bは金融政策を執るうえで数多くの経済指標を総合的に判断するが、いくつか代表的な指標への関心は非常に高い。そのうちの一つが失業率で、これはF R Bの金融政策の目的が物価の安定と完全雇用の実施と定められていることと関係している。この点に関し市場でよく指摘されているのは“最初の利上げは、失業率が低下に転じてから1年後”というものだ。実際、90年以降の失業率とF F金利の推移を見ると、上記のような関係が成り立っていることを示している²。ただし、今局面においては失業率は09年9月につけた10.1%をピークに低下しているものの、それから1年以上を経過した今年11月のF O M Cで量的緩和第2弾を実施、利上げどころか追加の緩和策に踏み切っている³。

そこで、景気に影響を及ぼすのは名目金利よりもむしろ実質金利であるという点に着目し、失業率と実質F F金利の推移について、特に利上げ局面に絞って見ると、①失業率が改善に転じてから1年半後に実質F F金利はゼロを上回る、②失業率が完全雇用とされる自然失業率程度⁴にまで改善すると、実質F F金利は景気に対して中立的とされる2～3%程度⁵にまで引き上げられる——という傾向が確認される。こうしたことを足元の状況に照らし合わせると、F R Bは利上げを行っていないにもかかわらず実質F F金利のマイナス幅は縮小しているが、これは物価上昇率が鈍化しているためで、F R Bとしては“意図しない実質金利の上昇”ということになり、景気をコントロールするうえで歓迎されるものではない。こうした状況が追加の緩和策である量的緩和第2弾に繋がったとの見方もできる。同時に、足元の失業率水準は自然失業率水準にはほど遠く、F R BがF F金利を中立的な水準にまで引き上げるにはかなりの猶予があることも明らかだ。

一方、失業率と市場金利との関係を長短金利差（10年債利回りから2年債利回りを差し引いて算出）で見ると、両者は綺麗に連動していることが分かる。失業率が低下する局面は景気が拡大している局面であるため、金利水準は上昇傾向にあるが、特に利上げを織り込む形で短期金利の上昇ペースが長期金利を上回るため、長短金利差は縮小、イールドカーブのフラットニングが進む。ただし、足元では失業率が低下に転じ始めているとはいえそのペース



(出所) 米労働省、F R B、Bloomberg

² 同時に“最初の利下げは失業率が上昇傾向に転じてから半年以内”というパターンも存在することが確認される。

³ その背景や狙いなどについては「Market Watching F R B 量的緩和の功罪（上）（下）」（10/11/18、11/29）を御参照。

⁴ 自然失業率は労働条件や仕事を探すコストなど様々な条件によって変化すると考えられる。インフレを加速しない失業率（N A I R U）とほぼ同じ概念。米国の場合、長期的には5～6%程度とされているが、90年代後半から2000年台半ばには4%程度まで低下したとの見方もある。

⁵ パーナンキ議長らの研究によれば、歴史的に見た実質中立F F金利は2.7%。一方、テーラールールなどでは2%程度としている。

は極めて緩慢なうえ水準も歴史的な高水準にある。F R Bはデフレ懸念なども念頭に緩和策を強化しており、長短金利差の縮小テンポは緩慢なものになるばかりでなく、場合によっては連動性が薄らぐ局面が訪れる可能性もある。例えば、失業率は緩やかな低下傾向を辿る一方で、F R Bが量的緩和政策を変更しない場合などは、短期金利が低水準にとどまる一方、インフレ懸念などを含む形で長期金利には上昇圧力がかかる可能性がある。

当面の注目点

非農業就業者数については、今年攪乱要因となった国勢調査要員の一時雇用・及び解雇の動きが一巡し、ヘッドラインの数字を素直に解釈できる状態に戻った。先行きを見ると、在庫復元効果の一巡などで生産活動の伸びには一服感があり、製造業の就業者数は当面雇用全体の抑制要因となると見込まれる。一方、非製造業では住宅販売の不振から建設業の停滞が続くと見込まれるほか、サービス業も消費者マインドの低迷を勘案すれば消費者の財布の紐が緩むとは考えにくく、一方的に回復していくとは考えにくい。したがって、米国の雇用環境は最悪期は脱したものの、改善ペースはしばらく緩慢なままにとどまる公算が大きい。

市場では、米国の国内需要の回復が無ければ景気の自律的な回復も見込み難いとして、専ら個人消費の動きに関心が集まっている。足元ではクリスマスセールスの出足が好調だったこともあって、決して良い数字とは言えない消費者信頼感もポジティブに解釈するなど“上げ”基調にある。見方を変えれば、こうした改善に対する期待と現実とのギャップに耐えられないような材料が出てくると、市場の失望も大きくなるリスクがある。その意味で、消費や消費マインドを大きく左右する雇用統計の重要度は高い。先行きの動きについては、非農業就業者数に先行する傾向の強い人材派遣業者の就業者数の動きに特に注目していきたい。