

米雇用 20 万人増持続、利下げ転換には時間

バイデン氏の目標 15 万人、現状は 6 カ月平均も 31 万人

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/4/12 (水)

米国の非農業部門雇用者数は最新 3 月に前月比 +23.6 万人となり、依然 +20 万人の節目を維持していることで、米 FRB は利上げ休止があっても利下げ転換には時間を要する。昨年 6 月にはバイデン米大統領が、インフレ抑制につながる目安として +15 万人という数値を挙げていた。FRB の利下げ転換には「6 カ月移動平均で +20 万人割れに減少して以降」という実績もあるが、3 月はまだ +31.5 万人と高い。同じく利下げ転換と相関性がある平均失業期間も、前年比で減少（短縮）の改善基調が持続している。

6 カ月 30 万人、利下げは混乱対応でも 7-10 月後

「適切な政策が行われることで、米国は回復から安定的かつ着実な成長へと移行し、インフレを抑え込むことができる」、「記録的だった雇用創出は減少するだろうが、それは懸念材料にはならない。むしろ、向こう 1 年間の平均的な月間雇用創出が現在の 50 万人（昨年 6 月時点）から 15 万人ほどの水準に近づくのであれば、それは回復の次のフェーズにうまく移行している証拠だ」、「この程度の雇用の伸びは、低い失業率と健全な経済に見合う」――。

バイデン米大統領は昨年 6 月、米ウォールストリート・ジャーナル紙に「インフレと戦う計画」という寄稿を行ったが、その中ではこのような見解を示している。同氏は「物価上昇を抑えつつ、米経済を安定的で着実な成長に導く」と強くアピールしたが、インフレ抑制と巡航速度化の目安として「月間雇用創出 15 万人」という目安を掲げていた。

その中で米国では最新 3 月の非農業部門雇用者数が、前月比 +23.6 万人となった。バイデン氏が言及した「1 年間の平均」は 12 カ月移動平均で +34.5 万人、6 カ月移動平均は +31.5 万人となっており、依然として高めの水準だ。先行き FRB は 5 月の利上げを最後とした「利上げ効果の見極め様子見」はあっても、利下げ転換には時間を要する。

過去 FRB の利下げ転換でいえば、雇用者数・前月比の 6 カ月平均が +20 万人割れに減少して以降という傾向が見られてきた。直近 3 月の 6 カ月平均は +31.5 万人と大幅な上振れとなっており、これから利上げ効果の時間差表出などで雇用が急減したとしても、「6 カ月平均での +20 万人割れ」には現状から半年以上、場合によっては 1 年前後の冷却期間を要する。

最近では 3 月雇用統計が発表される直前の 3 月 6 日、カナダ系 BMO ウェルス・マネジメントのエコノミストが、「米国の景気が過度に軟化していないものの、鈍化しつつある具体的な証拠と米金融当局が考

える最適なレンジがあるのではないかと指摘。「その『スイートスポット』は +10 万人から +20 万人前後の雇用増だろう」という見立てを行っていた（ブルームバーグが引用で紹介）。その後の 3 月統計では、そうした最適レンジからの強め上振れが再確認されている。

過去の 6 カ月平均については、2000 年 3 月に +30.5 万人という現在と近い例があった。当時は 2 カ月後の 5 月で FRB の利上げは最後となったが、その後は様子見での据え置きに移行。利下げ転換は IT バブル崩壊などの混乱対応もあり、「10 カ月後」である 2001 年 1 月まで時間を要している。

その前では 1998 年 2 月に +32.1 万人という 6 カ月平均があった。当時はその後にロシア危機やヘッジファンド危機があり、混乱対応での利下げ転換となったが、それでも利下げは同年 9 月と「7 カ月後」の時間が掛かっていた。

失業期間は前年比減維持、利下げは前年比増以降

足元 3 月の米雇用者数では、「前年同月比」が +414.5 万人の増加となった。昨年 2 月の +746.6 万人を直近最高として増加数は鈍化してきたが、それでも 1940 年代以降の 80 年超では最高水準が維持されている。過去の FRB 利下げ転換は、前年比で +200 万人から +300 万人を割り込み、マイナス方向に移行する局面で観測されてきた。

FRB の利下げ転換について、関連実績のある指標には米国の平均失業期間（週次）がある。これは米労働市場の逼迫・緩和度合いや、失業者や無職者の就労参加意欲、就労希望者の失業脱却に向けた難易度などを示す尺度だ。直近 3 月は 19.5 週となり、前月の 19.3 週から小幅に悪化の増加となった。しかし、2021 年 7 月の 29.8 週が直近最長となる形で、改善の減少基調（期間短縮化）や人手不足状況が維持されている。コロナ危機や 2007-08 年の金融危機時を除くと、2006 年以来の低水準となっている。

失業期間は前年比の変化幅も -4.6 週の減少となり、2022 年 1 月以来、15 カ月連続での減少トレンドが維持された。過去には失業増加やインフレ低下の先行指標となっており、前回 2014 年以降の利上げ局面では、2019 年 4 月から 6 月にかけて失業期間が「前年比増」の悪化に転じた。当時は翌 7 月に、FRB は利下げへと転換している。

2004 年以降の利上げ局面では、2007 年 3-4 月や 7 月に「前年比増」の悪化となった。FRB は直後となる同年 9 月に、利下げに転じるという関連実績が見られている。その前では 2001 年の IT バブル崩壊前

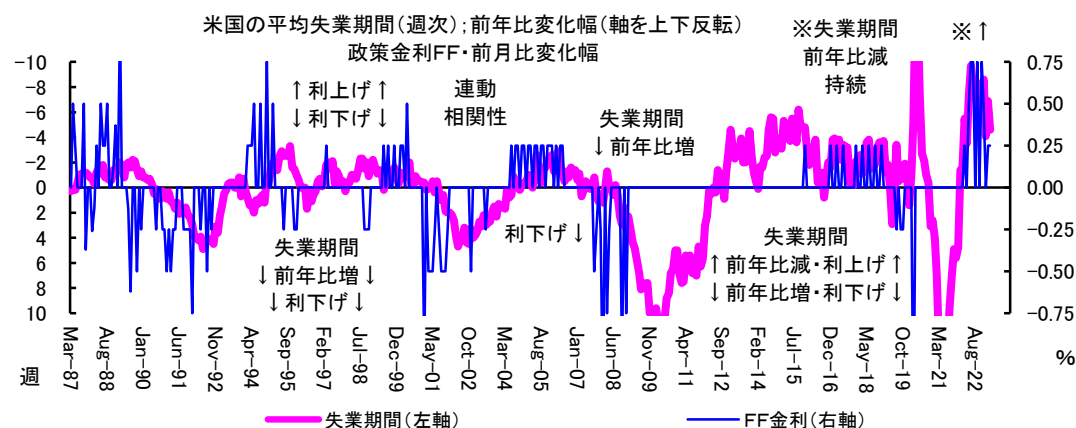
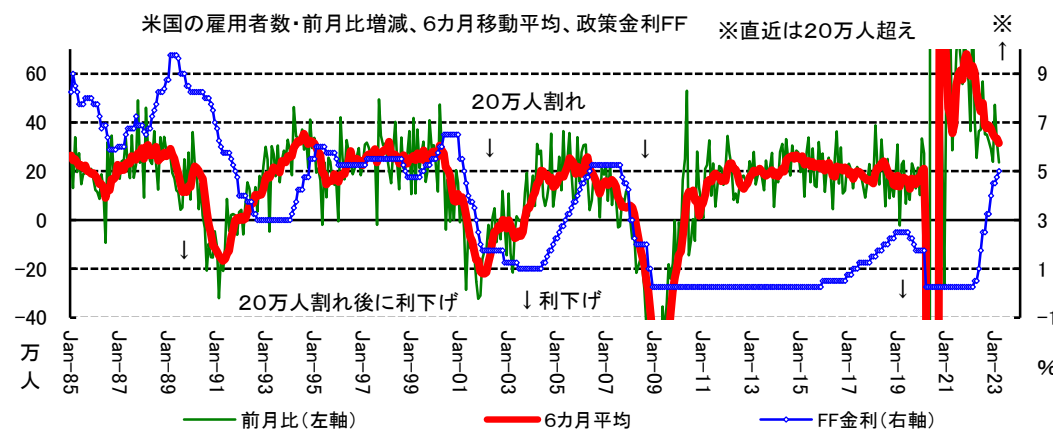
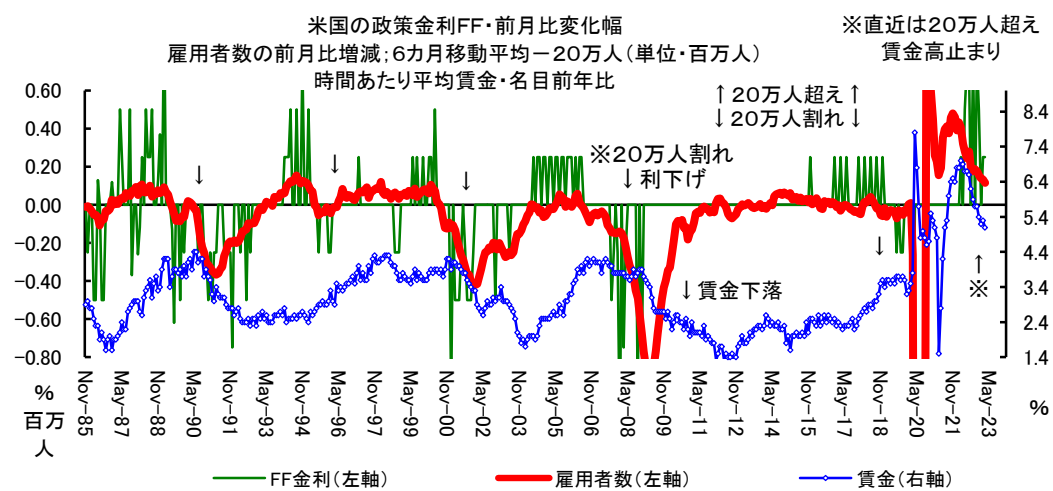
後で、失業期間の前年比が2001年2-4月に増加の悪化となっていた。FRBはその直前である2001年1月から利下げ転換を行うという、高確率の連動相関性が観測されている。

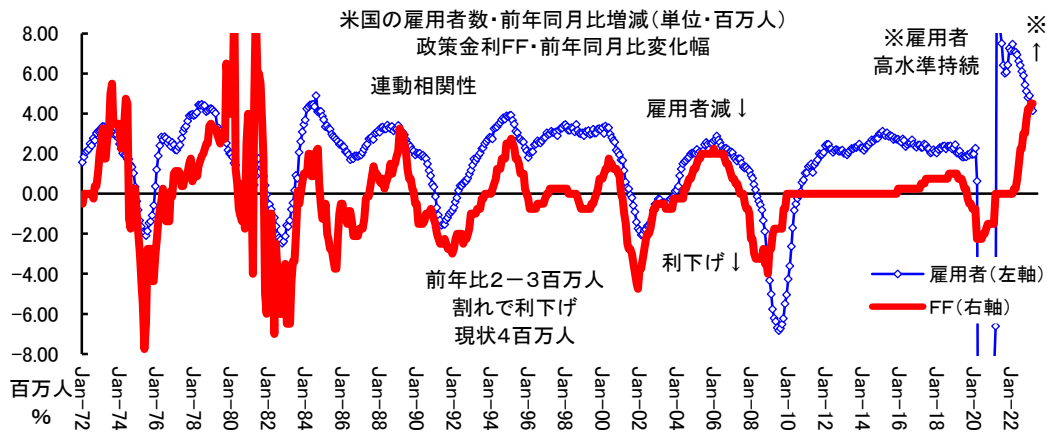
その点で最新3月指標での失業期間「前年比減少」トレンド持続は、雇用者数・前月比の6カ月平均が+31.5万人という底堅さとあいまって、FRB利下げ時期の遅延サインとして注目されそう。

過去のFRB利上げ局面では1989年以降、約33年の過去実績として、遅行指標である雇用統計の前月比が6カ月移動平均ベースで「雇用改善の節目ゾーン」である前月比+20万人を割り込み始める局面まで、利上げが継続されてきた。言い換えるなら、遅

行指標である雇用統計で+20万人割れの「減速初期兆候」が見えてくると、利上げ効果の浸透を確認。その後は住宅など先行指標の先行悪化のほうに重要視され、利上げ休止から利下げという政策フェーズへと移行している。

過去には2007年から今年1月まで長くシカゴ連銀の総裁を務めたエバンズ氏が、現在と反対の緩和局面などで、「数四半期にわたり、毎月の雇用増加数が+20万人を上回り続けるまで、FRBは量的緩和などの緩和策を継続する必要」(2012年9月)、「雇用者数の伸びが20万人前後なら極めて良い」(2016年3月)といった発言を行っていた。+20万人前後は、FRBの政策判断の基準にもなっている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。