

みずほマーケット・トピック(2020年12月7日)

米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～

米11月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)は失望的な内容。NFPの改善幅が小さかったことはもちろん、労働参加率の低下やその背景にある長期失業者割合の上昇は深刻と考えられる。11月の長期失業者割合は失業者全体の4割近くに迫っており、リーマンショック直後の記録(45%程度)が視野に入る。労働市場から長く退場してしまうと意欲もスキルも喪失してしまい経済活動に復帰できなくなってしまうという懸念が強い。また、労働参加率はリーマンショック後の回復局面を経ても元に戻らなかったという事実も無視できない。これは長期失業者の急増と因果関係が指摘される。労働参加率低下は一国の労働投入量減少を通じて潜在成長率を押し下げる。市場では政策対応を期待してリスクオンムードが先行しているが、今、米国で起きていることは相応に深刻。なお、失われた雇用の「量」に限って言えば、現状は「リーマンショックの最悪期よりも最悪」である。正常化はどんなに早くとも3年後というイメージに違和感はない。

～長期失業者増加という厳しい現実～

米11月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)に関し、前月比+24.5万と市場予想の中心(同+46.0万人)を大幅に下回った。家計調査に基づく失業率は前月比▲0.2%ポイントの6.7%だが、労働参加率の低下(61.7%→61.5%)を伴う動きでありあまり喜べる話ではない。労働参加率は「労働力人口(就業者+失業者)÷生産年齢人口(16歳以上人口)」である。だが、失業者と認識されるためには調査期間中に求職活動を行っている必要がある。労働意欲を失い、労働力人口から外れた者は失業者にならない。そのような層が増えた場合、失業率(失業者÷労働力人口)は低下するかもしれないが、労働参加率も低下してしまう。これがよく指摘される「悪い失業率低下」だ。逆に労働参加率上昇を伴う失業率上昇は「良い失業率上昇」と呼ばれることもある。

労働参加率の低下が続くと一国経済に対する労働投入量が減ることになるので潜在成長率が押し下げられてしまう。こうした労働市場からの退出予備軍は「長期にわたって就職活動をしたものの職を見つけることができなかった層」と被ることが多く、その意味で「過去27週間以上にわたって職探しをしている失業者(長期失業者)」の趨勢は重要視される。図は失業率と失業者全体に占める長期失業者の割合(長期失業者割合)を見たものだ。足許で失業率が大きく低下している一方、長期失業者割合は大きく上昇していることが分かる。11月の長期失業者



割合は失業者全体の4割近くに迫っており、リーマンショック直後の記録(45%程度)まで上昇する雰囲気もある。前頁図に示すように、基本的に失業率が下がっていけば長期失業者割合も同様に下がるのがこれまでの傾向だが、現状ではそうになっていない。これはロックダウンによって失業者の母数自体が大きく増減した影響である。長期失業者割合は失業者(すなわち分母)が急増した春先に急低下したものの、足許にかけては失業者の急減と共に急上昇するという特異な軌道を強いられている。いずれにせよ現状の4割弱という長期失業者割合が歴史的に見ても非常に高いという事実にはなんら変わりはなく、これが「まだ上がりそう」というのが非常に心配な現状である。

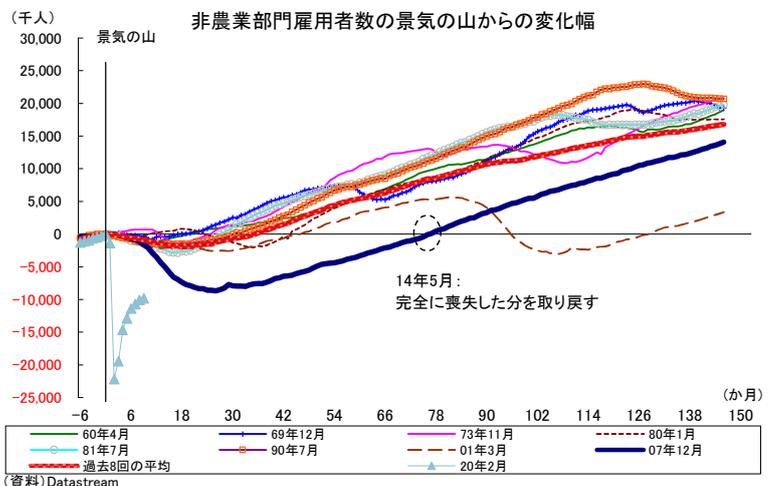
～労働参加率は戻りにくい～

なお、労働参加率低下に話を戻す。そうした動きはリーマンショック後、FRBも再三問題視してきた論点であり、過去10年、米国が完全雇用状態に接近する中でも労働参加率は悪化こそしなかったものの、元には戻らなかったという経緯がある(図)。「強いショックを受けて低下すると元には戻りにくい」という労働参加率の特徴は、上述した長期失業者が一旦、労働市場から退場してしまふと意欲もスキルも喪失してしまい経済活動に復帰できなくなってしまうという事実を理解すると良く分かるだろう。長期失業者割合上昇が原因、労働参加率低下が結果となっている側面がある(そして、労働参加率は潜在成長率低下の原因にもなる)。コロナショックを受けて労働参加率が一段と低下してしまったという事実について、FRBを始めとする米政策当局者の胸中は暗澹たるものがあるのではないだろうか。



～「残り1000万人」という重み～

繰り返し議論している論点だが、株価が騰勢を強めても消費者心理が改善しないのはこうした雇用(ひいては賃金)の悪化が原因と考えられる。11月雇用統計はどう見ても失望的な内容であったが金融市場では政策期待を後押しするという解釈から株価が続伸した。もはや倒錯していると言えない値動きである。そうした金融市場の値動きから一步退いて実体経済を見つめれば、米国の雇用情勢ひいては米国経済の先行きについては大きな懸念を抱かざるを得ない。3～4月に失われた2000万人



の雇用のうち半分(1000万人)を復元したところで、雇用の増勢に急ブレーキが掛かってしまったのが現状である。この「残り 1000 万人」というのは非常に大きな数字だ。というのも、リーマンショックを伴う 2007 年 12 月に始まった前回の後退局面を例にとると、後退局面入りから 26 か月後の 2010 年 2 月に約▲870 万人という雇用喪失が最悪期だった。現状は、少なくとも失われた雇用の「量」に限って言えば、「リーマンショックの最悪期よりも最悪」である(前頁図)。ちなみに、リーマンショック後の約▲870 万人が完全に解消されたのが後退局面入りから 77 か月後の 2014 年 5 月である。

片や、2020 年 11 月は後退局面入りからまだ 9 か月後なのだが、「残り 1000 万人」、より厳密には約▲983 万人という雇用喪失に直面している。これを完全に復元するのにどれほどの月日がかかるのかを考えると気が遠くならざるを得ない。もちろん、今回は人為的な活動制限で喪失した雇用なので、感染症の動向とこれに伴う為政者の判断次第では雇用復元ペースも早いものになるだろう(事実、9 か月で 1000 万人の復元は異例である)。しかし、仮にリーマンショック後の半分の期間で復元しても 3 年弱はかかる。当面は雇用情勢が FRB の政策運営を縛る要因となるはずである。

既報の通り、FRB は「平均+2%」到達を物価安定の条件とする新たな枠組みを今夏より展開している。だが、その平均すべき期間などは明示しておらず、適宜、柔軟に調整するとしている。率直に、実際に予想を立案する立場からは物価だけでは心許ないという印象がある(例えば CPI は上がっていないが、インフレ期待は上がっているという理由で引き締め動く可能性もある)。しかし、大量の雇用が失われたまま正常化プロセスに着手することはあるまい。FRB が利上げに復帰できたのは 2015 年 12 月。雇用が完全に復元した 2014 年 5 月から 1 年 7 か月後だった。雇用市場の現状と展望に照らせば、見通せる将来において、米国の金利が一方向的に上がる(ひいてはドルも上がる)ということはまず考えにくい。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫逓減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三種の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ & アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場感度をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか?
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあつて円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか?
2020年7月3日	週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか?
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き