

Kanno Report

金融市場調査部
シニアフェロー、チーフエコノミスト
菅野 雅明

米国雇用環境は緩やかに悪化 —サム・ルールの機械的な適用には慎重であるべき—

KEY POINT

- 米国7月雇用統計は市場の予想を上回って大幅に悪化、市場も一時大きくリスクオフに
- 失業率の上昇の結果、サム・ルールに基づく景気後退のサインが点灯
- 過去の景気後退局面では、景気後退が始まった後にサム・ルールに基づく景気後退のサインが点灯
- 今回の失業率上昇には、供給要因(労働市場への参入増加)が寄与した面も
- 企業の解雇者数についても、家計調査とJOLTS(雇用動態調査)では異なる結果
- FRBは労働市場の下振れリスクに注目、9月利下げの可能性高まるも利下げ幅は今後の経済指標次第
- FRBの金融政策の行方についてはジャクソンホール会議でのパウエル議長発言に注目
- サム・ルールを含む経験則は、経済の構造変化等を踏まえたうえで妥当性を慎重に判断すべき

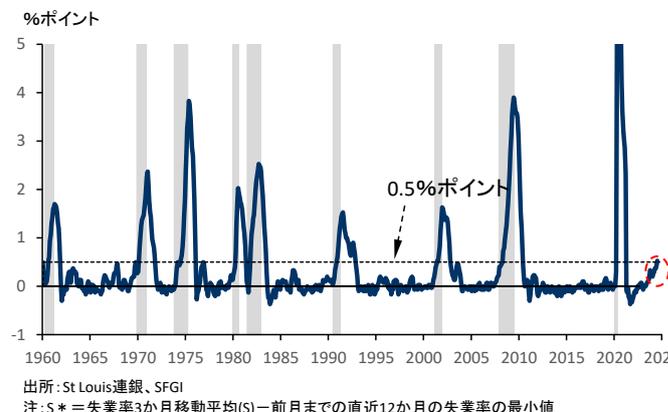
米国7月雇用統計では、非農業部門雇用者数、総労働時間、失業率などの指標が市場予想に比べ悪化したことから、米国経済の先行きに対する警戒感が強まり、市場に激震が走った。8月には、過去にもパribaショック(2007年8月)があった。パribaショックとは、BNPパriba傘下の投資ファンドが償還凍結を発表したことで金融市場が混乱に陥り、その後のベアスターズ経営危機(2008年3月)、リーマンブラザーズの経営破綻(2008年9月)の前触れとも言える金融ショックだ。米国では、このほかBlack Thursday(1929年10月)、Black Monday(1987年10月)、LTCM破綻(1998年10月)と9月から10月にかけて歴史的な株価の暴落が生じたこともあり、その意味で投資家心理がやや過剰に反応した可能性がある。また、欧米を中心に市場参加者が夏休み中ということで市場が薄く、変動幅が大きくなったのかもしれない。今回の雇用統計の悪化が金融システム上のリスクを大きく高めた訳ではないが、市場では一時的にせよリスク回避ムードが強まった。株式市場では株価が急落、VIX指数が急上昇したほか、債券市場では低格付け債のスプレッドが拡大した。

1. サム・ルールをヒット

米国7月雇用統計のなかで、とくに注目を集めたのは失業率の上昇(4.1%→4.3%)で、2021年10月以来の高さとなったほか、サム・ルールとの関連でも注目された。サム・ルールとは、「直近3カ月間の失業率の平均値が、過去12カ月の失業率の最低値を0.5%ポイント上回ると景気後退に陥る」という経験則だ。7月失業率の上昇の結果、両者の乖離(S*)は0.53%ポイントとなったので、サム・ルールの観点からは、米国経済に景気後退のサインが点灯したことになる

(図表1)。1960年以降の景気後退局面では、図表1のS*の値は全て0.5%ポイントを超えている。

(図表1) サム・ルールと景気後退指標(S*)



2. 米国労働市場の現状判断

過去の米国景気後退局面で、サム・ルールが点灯した時期と実際に景気後退入りした時期を比べてみると、一見ほぼ同時のように見える(図表1)。しかし、厳密には、サム・ルールが点灯した時点では、すでに景気後退入りとなっている(図表2、次ページ)。1960年以降の景気後退局面でみると、景気後退入りのサム・ルール点灯に対する先行期間は平均4.2カ月で労働関係指標(この場合は失業率)が景気先行指標と言われることと整合的だ。すなわち、景気が悪化して労働需要が後退し、その結果失業率が上昇する、というメカニズムがここに反映されている、と考えるべきだろう。

(図表 2) 米国景気後退入りとサム・ルール点灯時期

| 米景気後退入り (A) | サムルール・ ヒット (B) | B-A (カ月) |
|----------------|-------------------|-------------|
| 1960年4月 | 1960年8月 | 4 |
| 1969年12月 | 1970年2月 | 2 |
| 1973年11月 | 1974年7月 | 9 |
| 1980年1月 | 1980年4月 | 3 |
| 1981年7月 | 1981年11月 | 4 |
| 1990年7月 | 1990年12月 | 5 |
| 2001年3月 | 2001年6月 | 3 |
| 2007年12月 | 2008年5月 | 5 |
| 2020年2月 | 2020年5月 | 3 |
| 平均 | | 4.2 |

出所：Bloomberg

上記の経験則を今回の景気循環にそのまま当てはめると、もし、サム・ルールが景気後退入りを示唆しているのであれば、景気後退は既に始まっていることになる。しかし、既に発表されている米国 GDP 成長率は本年 4-6 月期にかけてプラス成長を続けているほか、企業景況感指数である米国全産業 PMI(7 月)も 50 を上回って推移しており、少なくとも足下までは、米国景気は減速しつつも景気後退は回避できている、と判断される。この点が示唆しているのは、足下の失業率の上昇は、過去と異なり、景気悪化に伴う労働需要の減退だけが原因ではなく、労働供給の面も影響している可能性がある、ということだ。

この点を別の角度からみてみよう。失業率は 2023 年 7 月(3.5%)から 2024 年 7 月(4.3%)の間に 0.8%[※]上昇したが、図表 3 は、この間の失業率上昇を、米国労働統計局(BLS)が公表している「失業の理由別内訳」を基に要因分解したものである。これによると、解雇要因(需要要因)による失業率上昇への寄与が 0.5%[※]、労働市場への参入者の増加要因(供給要因)の寄与が 0.3%[※]となっている。

(図表 3) 失業の理由別要因分解

| | (%, %ポイント) | | |
|------------|------------|------------|------------|
| | 2023/7(A) | 2024/7(B) | B-A |
| 失業率 | 3.5 | 4.3 | 0.8 |
| 解雇 | 1.6 | 2.1 | 0.5 |
| 一時的解雇 | 0.4 | 0.6 | 0.2 |
| 一時的解雇以外 | 1.2 | 1.5 | 0.3 |
| 完全解雇 | 0.8 | 1.0 | 0.2 |
| 短期雇用終了 | 0.3 | 0.4 | 0.1 |
| 自己都合等による離職 | 0.5 | 0.5 | 0 |
| 労働市場への参入 | 1.4 | 1.7 | 0.3 |
| 再参入 | 0.3 | 0.4 | 0.1 |
| 新規参入 | 1.1 | 1.3 | 0.2 |

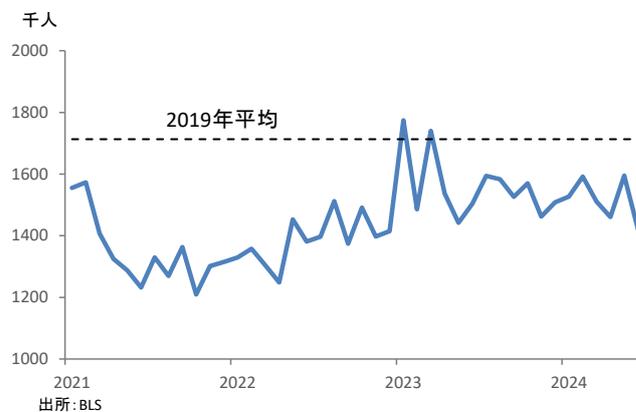
出所：BLS, SFGI

注：内訳の数字は四捨五入の関係から合計に一致しないこともある

確かに需要要因による失業率の上昇が起きていることは、この統計(家計調査)から見る限り否定できないが、同時に供給要因も少なからず影響しているように窺える。また、解雇の内訳をみると、一時的解雇による上昇が 0.2%[※]ある一方、完全解雇(permanent job losers)は 0.2%[※]に止まっている。このことは、需要の減退を一時的とみている企業がかなり多く存在することを示唆している。

以上は、雇用(失業)に関する家計へのアンケート調査の結果だが、このほか、事業所に対するアンケート調査である JOLTS(雇用動態調査)によると、企業サイドからみた離職者の状況は家計調査の結果とはやや異なっている(ただし、JOLTS の最新結果は 6 月<速報値>)。

(図表 4) 離職者数

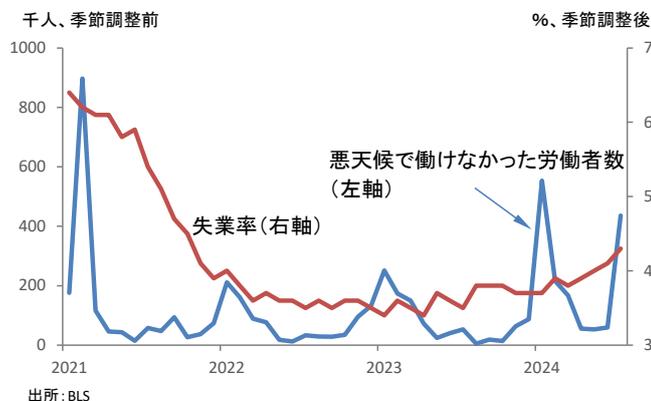


JOLTS による離職者数はこの 1 年間概ね横ばいとなっており、コロナ禍が始まる前の 2019 年平均を依然として下回っている。また、足下(6 月)にかけては、むしろ減少している。家計調査の結果と異なる理由の一つは、両者の定義の違いによる。JOLTS による離職者のなかには、家計調査の解雇(layoffs and discharges)のほか、自発的離職、さらには定年退職、死亡、転勤なども含まれる。ただ、JOLTS と家計調査の共通項目である解雇についてみると 2024 年 6 月の JOLTS 解雇率(解雇者数の雇用者数に対する割合)は 2023 年 6 月の 1.0%から 0.9%へ 0.1%[※]低下している(前月比では-0.2%[※])。解雇に関する JOLTS と家計調査の違いの原因は明らかではないが、もし雇用に対する需要が大幅に減退しているのであれば、JOLTS でも家計調査と同様の結果が得られているものと考えられる。

このほか、7 月の失業率上昇については、米国南部を襲ったハリケーン「ベリル」の影響を指摘する向きもある。ハリケーン「ベリル」は 7 月 8 日にテキサス州に上陸し、一部の石油関連企業が操業一時停止に追い込まれたほか、大規模停電の影響で、多くの企業の操業度が低下した、と報道されている。BLS が発表する「悪天候のため、働けなかった労働者数」は 2024 年 7 月に急増している。しかし、BLS は、ハリケーン「ベリル」による雇用者、失業者への全国レベルでの影響を否定している。BLS によると、家計調査の場合、

「悪天候のため働けなかった労働者」は、統計上、失業者ではなく雇用者として扱っている、とのことだ。なお、過去の失業率の変化をみると、「悪天候のため、働けなかった労働者数」からの影響はほとんど確認されていない(図表5)。

(図表 5) 失業率と天候要因



以上は、サム・ルールに関して幾つかの角度からの検証を試みたものだが、筆者が米国の雇用市場の状況に関し重要視している指標は、コンファレンスボードによる「家計による雇用環境判断 DI(「仕事が潤沢」-「職探しが困難」)だ。速報性にも優れる同指標は引き続きプラスの領域にあり、足下にかけては緩やかな悪化に止まっている。

(図表 6) 家計の雇用環境判断 DI



このほか、週次データである新規失業保険申請件数も労働市場の速報性の観点からは重要だが、足下で増加傾向にあるとはいえ、水準的には、過去の景気後退入り局面と比べると、大幅に低い。こうした点を勘案すると、米国の雇用環境は逼迫感がかなり和らいだ状況に至ったと判断できるも、景気後退を示唆するとは考えにくい。ただし、このトレンドを先延ばしすると、いずれは景気後退に陥る可能性があり、その転換点に近づいているというリスクも否定できない。

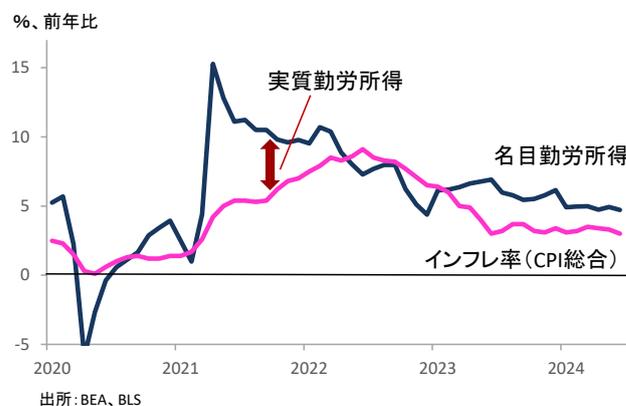
3. 今後注目すべきこととは

当社では、米国景気のソフトランディングを基本シナリオとしているが、足下にかけて雇用に対する需要が緩やかに後退しているのは間違いない。FRBによる利上げの累積効果

が顕現化しているからだ。そうしたなか、注目すべきは個人消費の動向だが、個人消費に大きな影響をもたらすのは、家計の勤労所得だ。勤労所得は、6月までは底堅く推移してきた(図表7)が、今後は減速する可能性がある。7月雇用統計では、総労働時間(hours worked、前月比)が-0.3%、平均時給(同)が0.2%で、両者を掛け合わせて得られる家計の勤労所得(同)は若干のマイナスとなる。直近の傾向をみても、総労働時間(同)は5月:0.2%、6月0.1%、平均時給(同)も5月0.4%、6月0.3%と両者とも伸び率が低下しているため、雇用統計上は家計の勤労所得の減速傾向は否めない。

もっとも、雇用統計から得られる家計の勤労所得はあくまで速報値としての意味はあるものの、統計上の問題(平均時給は業種間の賃金レベルの調整がなされていない、サンプル数が少ない、など)があるため、マクロ統計としては、月末に発表される月次ベースの個人消費、所得(GDP個人消費のベースとなる計数)を待つ必要がある。6月については、勤労所得前年比は4.7%とCPI(総合)の3.0%を上回り、この結果、実質勤労所得は1.7%の伸びを維持しており、これが個人消費を下支えしていた。もっとも、勤労所得の減速が7月月末指標でも確認されると、「個人消費の減速→企業収益の減速→企業の雇用態度の慎重化→個人消費のさらなる減速」というリスクが高まるので、要注意だ。

(図表 7) 家計の勤労所得



4. FRB 金融政策への影響

7月末に発表されたFOMC声明文では「2つの責務(物価の安定と雇用の最大化)の両面のリスクに留意する」との文言が示され、これまでのインフレリスクのみに焦点を合わせていた文言が修正された。FRBが雇用の下振れリスクにも留意し始めたことが明らかになった。インフレ抑制に焦点を当てた従来の政策スタンスからの明確な転換だ。パウエル議長も、記者会見で労働市場の下振れリスクについて言及し、インフレ抑制傾向に変化がないという前提の下で、9月FOMCでの利下げの可能性が示唆されている。

前記のように、7月FOMC直後に発表された7月雇用統計の内容は労働市場の下振れリスクを再確認するものであった。9月FOMC(9月17・18日)までには8月雇用統計を含む重要指標が幾つか発表されるので、それらを精査したうえで9月会合に臨むことになるが、9月利下げの可能性は高い。問題は、利下げ幅だ。当社では、9月・11月・12月と3回連続の利下げ(各25bp)を予想するが、9月に50bp利下げする可能性も残されている。まずはジャクソンホール会議(8月22~24日)でのパウエル議長発言に注目したい。

5. サーム・ルールと経験則

当レポートでは、サーム・ルールについての筆者の解釈を中心に議論したが、サーム・ルール自体は経験則であり、新たな経済環境のもとで修正されることはありうる。あくまでも「仮に」の話だが、前記S*(失業率の直近3カ月移動平均値と過去12カ月の失業率の最低値との差)が0.5%¹を超えX%²まで拡大しても景気後退に陥らなければ、サーム・ルールの閾値がX%に変更になるだけで、修正版のサーム・ルールということになるのかもしれない。一方、今後米国経済が景気後退に陥るような場合には、現行のサーム・ルールの有用性が改めて見直されるであろう。

サーム・ルールの他にも経験則に基づく「ルール」と呼ばれるものが幾つか存在する。例えば、「逆イールドと景気後退の関係」もその一つだが、逆イールドは将来の短期金利が足下の短期金利より低くなることを市場が織り込んでいるだけで、必ずしも景気後退を意味するとは限らない。確かに、過去の局面では利上げの結果景気後退になり、それに伴い利下げを行ったケースが多かったので、両者の間に一定の関係がある、という見方が広がったと思われるが、景気後退を伴うことなく利下げに移行する可能性を否定するものではない。また、(話はやや古くなるが)1980年代にはマネーの量が物価水準を規定する、というマネタリズムが一世を風靡したことがあった。ここでの大前提は、「貨幣の流通速度は一定」ということだったが、「何故一定か」という問いに対しては、「過去のデータが示している」、すなわち、経験則に基づくというのが当時の答えだった。しかし、リーマンショック後には、中央銀行が貨幣(マネタリーベース)をいくら増やしても物価を押し上げることは出来なかった。金利がゼロの世界では、中央銀行のバランスシートを膨らませても、銀行の貸出は増えず、インフレ率押し上げの波及経路が機能しなかったためだ。

もっとも、経験則自体を否定するつもりはない。経験則を足下の経済現象に適用する場合には、経済構造が変化する下で、経験則が生み出された過去の条件と足下を比較して、経験則をそのまま当てはめることが適当なのか、あるいは修正する必要があるのか、を考えることが必要だ。

菅野雅明

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹 (おがわ まき)
執行役員(金融市場調査部担当)
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より当社執行役員。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『為替ってこんなに面白い！(2024年幻冬舎新書)』、『最新版 本当にかかる為替相場(2023年日本実業出版社)』などがある。ソニー銀行株式会社取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Xでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
金融市場調査部長 兼 調査課長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より当社。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、特にユーロやポンド、スイスフランなどの欧州通貨を専門に担当。TOKYO MX「Stock Voice 東京マーケットワイド」、日経CNBC「朝エクスプレス」「GINZA CROSSING Talk マーケットニュース」などにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。2013年東京大学経済学部卒。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

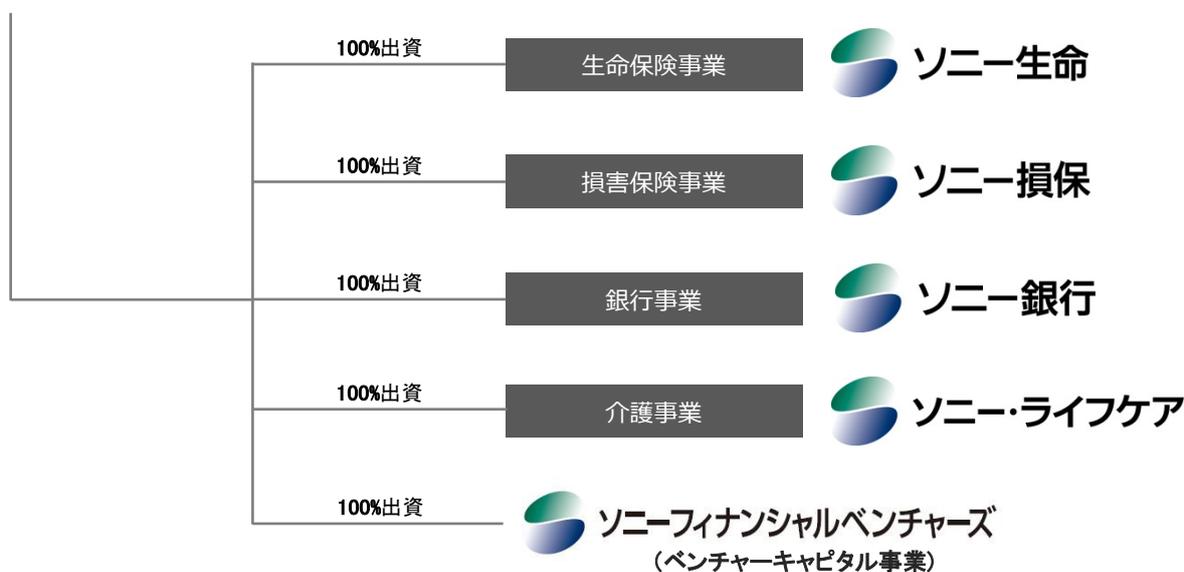
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>