

2012 年の米国株式市場は年初から好調なスタートを切り、年初来パフォーマンス（3/16 時点）は、S&P500 が 12%、NY ダウ工業株 30 種平均指数が 8%、ナスダック総合指数が 17%となっている。また、グローバル株式市場に眼を転じると、主要国株価指数の年初来パフォーマンス（3/16 時点）は、（ドイツ）DAX が 21%、（日本）TOPIX が 19%、（中国）上海総合指数が 10%、（ブラジル）ボベスパ指数が 19%と先進国・新興国ともに軒並み 2 桁の伸びとなっている。足元の株高を牽引している要因は、一つは先進国・新興国の各国中央銀行による金融緩和で、もう一つは米国景気の回復期待と考えられる。

図 1 は 2010 年から足元までの株価指数（S&P500）と米民間雇用者数増減（景気回復の代理変数）の推移を見たものであるが、12 年と同様に 10 年、11 年ともに株価指数は年初好調なスタートを切っている。しかし、春先から夏場にかけて年初からの勢いは失速している様子が見て取れる。背景は、10 年、11 年ともに欧州債務問題や米景気後退懸念である。ただし、その後は 10 年 11 月の量的緩和第二弾（FRB による米国債の購入、いわゆる QE 2）、11 年 9 月のツイストオペ（FRB が短期の米国債を売却し、その見合いでより長期の米国債を購入することで長期金利の低下を促す施策）をきっかけに年末にかけて株価は持ち直す展開となった。

10 年、11 年のパターンからすると、株価が腰折れずに上昇基調を維持できるか否かは、春先から夏場にかけて米景気回復の勢いが持続するかどうかのポイントとなろう。そこで、以下では非農業雇用者数増加や失業率低下にみられる雇用回復の中身を確認し、米景気の先行きを考察する。

まず、非農業雇用者数増加に関しては、図 2、3 を見ると、足元の雇用増加を牽引しているのは賃金の低い業種であり、雇用者数が増加しても全体としての所得（≡総賃金（労働時間×時間当たり賃金×雇用者数））拡大にはつながっていない。

次に、失業率低下に関しては、2 つの要因に分けて考えることができる。

一つ目の要因は、雇用者の増加である。11 年 12 月から 3 ヶ月連続で毎月 20 万人以上、雇用が増えており、失業率の低下に寄与している。ちなみに、米国では人口増加を背景に

毎月、労働力人口（満 15 歳以上、65 歳未満で労働の意思と能力を有する人口）が約 13 万人増加しているため、毎月少なくとも 13 万以上雇用が増えないと失業率は低下しない。

二つ目の要因は、失業者の減少である。09 年 11 月以降、失業者は毎月約 9 万人のペースで減少し、失業率の低下に寄与している。ただし、失業者の減少には、良い減少と悪い減少がある点に注意が必要である。米国の労働市場では、図 4 に示す通り、2 種類の失業者がいる。一方は”非自発的”失業者で、労働意思があり、就職活動しているが職に就けない、いわゆる失業者である。もう一方は、”自発的”失業者で、労働意思がなく文字通り”自発的”に失業している人、または労働意思はあるが自分が求めている職種と企業側が求めている職種がずれているという職種のミスマッチにより失業している人である。そして、”自発的”失業者は米国の雇用統計上、失業率の計算から除外される。したがって、”非自発的”失業者が職探しを諦める等により”自発的”失業者になると、失業率の計算上ではあたかも失業者が減少し、失業率が低下したかのようにみえる。

このように、雇用者の増加を背景とした良い失業率の低下と、”非自発的”失業者の減少、つまり”自発的”失業者の増加を背景とした悪い失業率の低下があり、10 年以降の失業率低下は後者による要因が大きいとみられる。図 5 は、”自発的”失業者を含めた場合の失業率を推計したものであり、10 年以降、実態として失業率はあまり低下していないことが分かる。

以上、雇用者の増加が賃金の低い業種に偏っているため所得拡大に結びついていないことや、失業率低下の実態は”自発的”失業者の増加による悪い失業率の低下であることから、米景気の先行きおよび株式市場に関して、過度な楽観は禁物であると考えられる。

一方、足元では明るい兆しもみられる。3 月の雇用統計では、失業者が約 5 万人増加し、失業率は若干上昇（8.26%→8.27%）したが、今回の上昇は、”自発的”失業者が労働市場に復帰したことによる失業者増加によるものであり、職探しを諦めていた失業者のマインドに改善がみられるという点で前向きな良い失業率の上昇といえる。

（2012 年 3 月 22 日 記）

図1：S&P500と米非農業雇用者数（前月差）

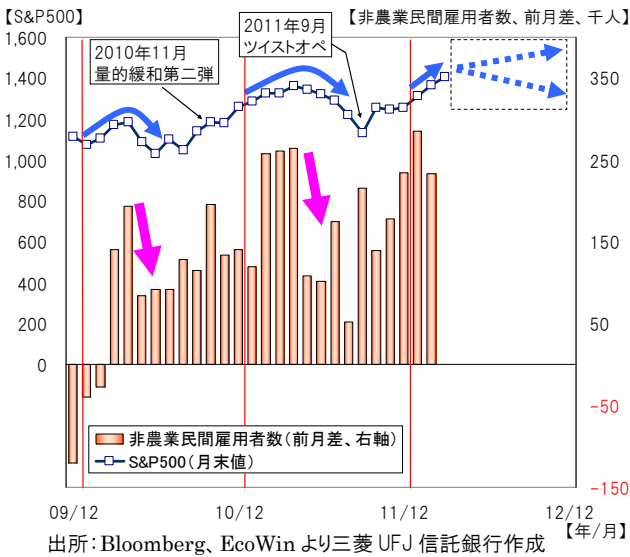


図2：業種別賃金と雇用者数増減（前月差）

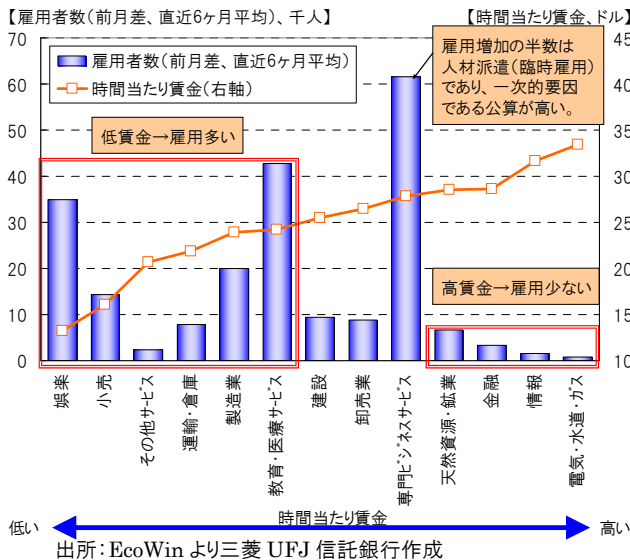


図3：米民間総賃金の要因分解（前年比）

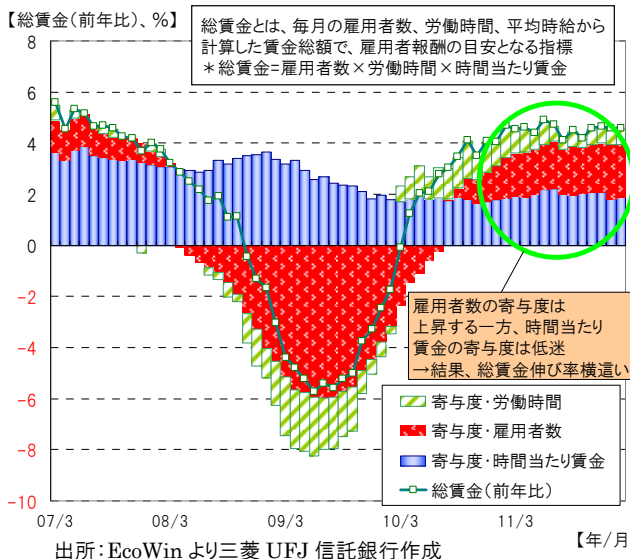
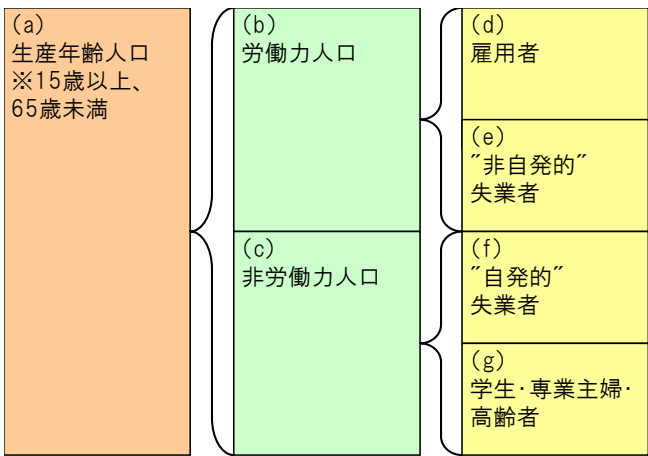


図4：米国労働市場の関係図



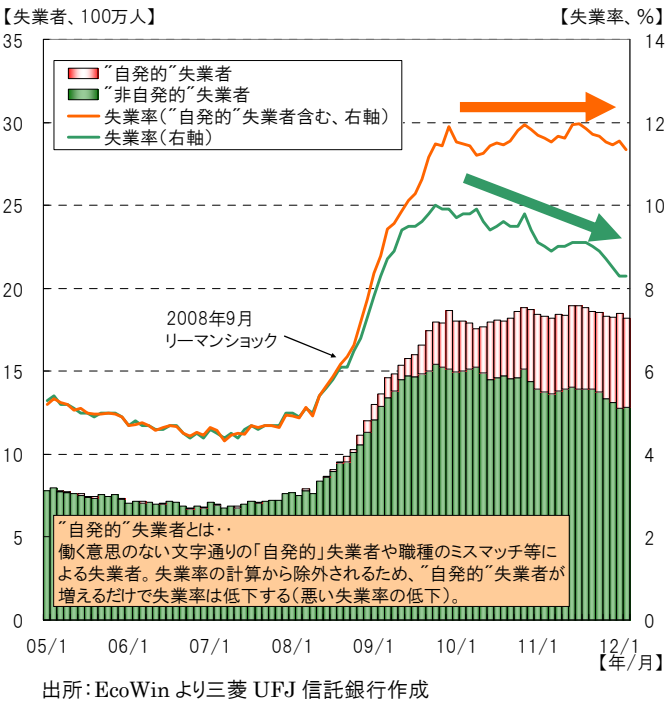
○失業率 =
$$\frac{(e) \text{ “非自発的” 失業者}}{(d) \text{ 雇用者} + (e) \text{ “非自発的” 失業者}}$$

※失業率低下の要因

- ①(d)雇用者の増加……………分母の増加
- ②(e)“非自発的”失業者の減少……………分子の減少

出所: 三菱 UFJ 信託銀行作成

図5：失業率（“自発的”失業者含む）



本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、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。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）