

# りそな 経済フラッシュ

## (日米欧 Market View : 6月雇用統計)

◎注意事項をよくお読み下さい



### ○概要：非農業部門雇用者数、失業率共に市場予想を上回った

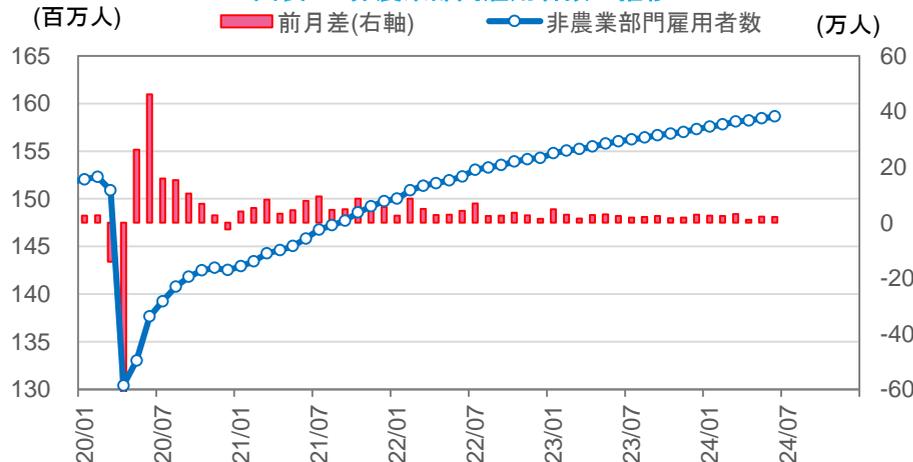
- 米労働省より発表された雇用統計によると、非農業部門雇用者数は、前月差20.6万人と市場予想(19.0万人)を上回ったが、前月値は27.2万人から21.8万人に下方修正された(図表1~2)。3ヵ月平均は17.7万人と移民を考慮した持続可能な雇用(=インフレに望ましくない圧力をかけない)増加の上限20万人(アメリカ議会予算局推計)を下回った。
- 失業率は4.1%と市場予想(4.0%)を上回った(図表3)。前月から労働市場への参入者(新規参入・再参入)増も一定上昇に寄与していること等を踏まえると、現時点で過度な警戒は不要と考える。
- 今月の雇用統計の結果は、米労働市場の過熱感が和らぎつつあることを示す内容であった。マーケットでは、FRBの9月利下げ開始織り込みが一層進み、米金利は低下、米ドルは下落、株式は上昇する結果となった。米景気は強過ぎず弱過ぎずの、所謂、ゴルディロックス相場へ近づいており、株式はヒストリカルには割高感を抱えながらも上昇を継続する可能性が高い(日米欧 Market View: SP500は楽観シナリオの下で6,200ptへ参照)。

※詳細については2P以降をご参照ください

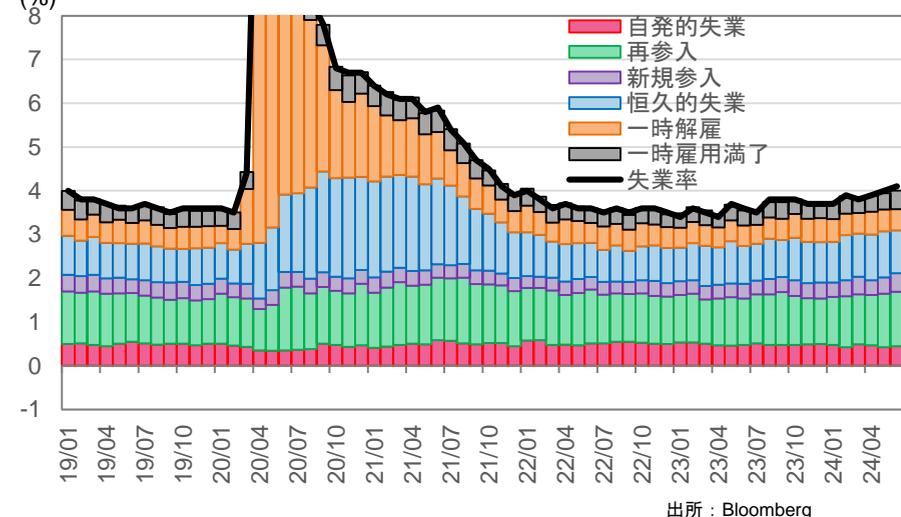
図表2：業種別の就業者数の変化

| 単位：千人    | 2024年3月 | 2024年4月 | 2024年5月 | 2024年6月 |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 非農業部門雇用者 | 310     | 108     | 218     | 206     |
| 民間部門     | 232     | 108     | 193     | 136     |
| 製品・生産    | 33      | -3      | 12      | 19      |
| 鋳業       | 2       | -5      | -4      | 0       |
| 建設       | 37      | -5      | 16      | 27      |
| 製造       | -6      | 7       | 0       | -8      |
| 耐久財      | -1      | 3       | -5      | -10     |
| 非耐久財     | -5      | 4       | 5       | 2       |
| サービス     | 199     | 111     | 181     | 117     |
| 貿易・輸送・公共 | 34      | 41      | 22      | 14      |
| 情報       | 2       | -3      | 5       | 6       |
| 金融       | 4       | -3      | 12      | 9       |
| 専門サービス   | 17      | -17     | 31      | -17     |
| 教育・ヘルスケア | 76      | 98      | 81      | 82      |
| 娯楽       | 54      | -9      | 22      | 7       |
| その他      | 12      | 4       | 8       | 16      |
| 政府部門     | 78      | 0       | 25      | 70      |

図表1：非農業部門雇用者数の推移



図表3：失業率の推移と寄与度分解



出所：Bloomberg

◎注意事項  
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



# りそな 経済フラッシュ

## (日米欧 Market View : 6月雇用統計)

2024/7/8  
りそなホールディングス 市場企画部  
ストラテジスト: 武居 大暉

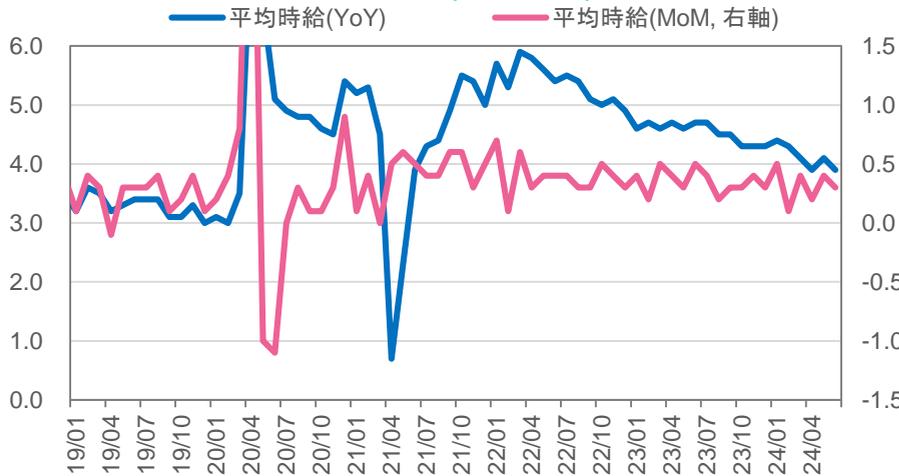
### ○賃金見通し：労働需要増&供給減で賃金の低下余地は乏しい

- 平均時給の前月比は+0.3%(前月+0.4%)、前年比は+3.9%(前月+4.1%)といずれも前月から減速した。週平均の労働時間は34.3時間(前月：34.3時間)と前月から横ばいであった(図表4～5)。
- 労働供給については、労働参加率が参考となるが、世代別に数値を見る必要があるだろう。図表6を見ると、54歳以下の所謂”現役世代”の人々と、それ以上のコロナ禍を契機としてリタイアした層が多く含まれている世代でトレンドが異なることが分かる。昨今の株高等を考慮すれば、後者が労働市場へ再参入してくることを期待しづらく、前者についても既にコロナ禍前を上回っており、今後の上昇余地は以前と比べれば限定的となる公算が大きい。
- 平均時給は緩やかに低下しているものの、①労働集約的産業への従事者数増加、②労働参加率の上昇余地が限定的であること、③足元でやや回復が停滞しているが、製造業の業況に底入れの兆しが見えていること(労働需要が循環的に回復局面入りした可能性があること)を踏まえると、インフレ率の低下はこれまで以上に緩やかなものとなる可能性がある。

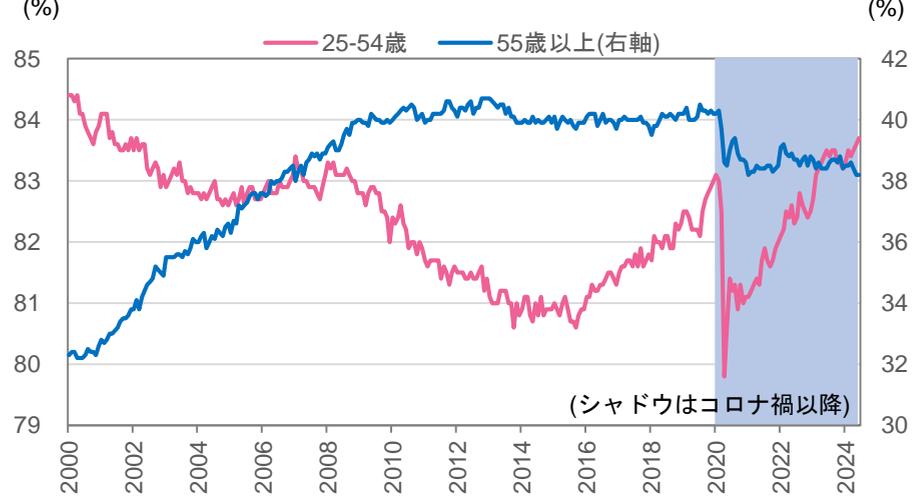
図表5：週平均労働時間の推移



図表4：平均時給(YoY, MoM)の推移



図表6：世代別の労働参加率



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



# りそな 経済フラッシュ

## (日米欧 Market View : 6月雇用統計)

2024/7/8  
りそなホールディングス 市場企画部  
ストラテジスト: 武居 大暉

### ◎物価・金利への影響：利下げ開始は12月とみる

- 今月の雇用統計は、米労働市場の過熱感が和らぎつつあることを示唆する内容であったが、FRBの利下げ開始は12月になる可能性が高いと考えている。
- 図表8は、PCEコアの前月比別の、前年比シミュレーションである。前月比+0.1%程度が継続しなければ、前年比は年後半にかけて再び上昇してしまう。一方で、前月比+0.2%が継続しても、年末以降であればインフレ率の鈍化が見通せる。9月に利下げを開始し、その後インフレ率が再上昇してしまうリスクを考えると、利下げ開始は12月となる可能性が高いと考える。
- こうした見通しの中、米10年金利の妥当レンジは4.2%~4.5%程度とみている(図表7)。足元の水準はこのレンジの範囲内にあり、妥当とみているが、今後は9月利下げ開始期待が後退する中で、レンジの上限へ近づくとみる。
- なお、9月に利下げ開始する場合、予防的利下げを理由としたものになると考えている。一部では、ベバリッジ曲線に基づき、欠員率の低下が失業率の急激な悪化を招くとの指摘もあるが、FEDS Notesで指摘されている様に、曲線には構造変化が見受けられる。同論文に反論する有識者も存在するが、これまでのところは同論文に沿って雇用関連指標は推移しており、予防的利下げが必要となる可能性は低いと考える(補足参照)。

図表7：米10年金利の想定レンジ

FRB見通し 直近のレンジ 妥当レンジ

|         |   | 2024年末以降の合計利下げ回数(FRB見通し対比) |       |       |       |       |       |
|---------|---|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         |   | 0                          | -1    | -2    | -3    | -4    | -5    |
| 年内利下げ回数 | 2 | 3.24%                      | 3.46% | 3.69% | 3.91% | 4.14% | 4.34% |
|         | 1 | 3.31%                      | 3.54% | 3.76% | 3.99% | 4.21% | 4.41% |
|         | 0 | 3.41%                      | 3.63% | 3.86% | 4.09% | 4.31% | 4.51% |

注：純粋期待仮説ではリスクプレミアムが考慮されていないため、  
純粋期待仮説に基づく推計値に一定のリスクプレミアムを足し戻した

図表8：PCEコアのシミュレーション

|          | 前月比0.1% |       |       | 前月比0.15% |       |       | 前月比0.2% |       |       |
|----------|---------|-------|-------|----------|-------|-------|---------|-------|-------|
|          | 指数      | 前月比   | 前年比   | 指数       | 前月比   | 前年比   | 指数      | 前月比   | 前年比   |
| 2024年1月  | 120.9   | 0.51% | 2.94% | 120.9    | 0.51% | 2.94% | 120.9   | 0.51% | 2.94% |
| 2024年2月  | 121.2   | 0.26% | 2.83% | 121.2    | 0.26% | 2.83% | 121.2   | 0.26% | 2.83% |
| 2024年3月  | 121.6   | 0.33% | 2.83% | 121.6    | 0.33% | 2.83% | 121.6   | 0.33% | 2.83% |
| 2024年4月  | 121.9   | 0.26% | 2.78% | 121.9    | 0.26% | 2.78% | 121.9   | 0.26% | 2.78% |
| 2024年5月  | 122.0   | 0.08% | 2.57% | 122.0    | 0.08% | 2.57% | 122.0   | 0.08% | 2.57% |
| 2024年6月  | 122.2   | 0.10% | 2.50% | 122.2    | 0.15% | 2.55% | 122.3   | 0.20% | 2.60% |
| 2024年7月  | 122.3   | 0.10% | 2.48% | 122.4    | 0.15% | 2.58% | 122.5   | 0.20% | 2.68% |
| 2024年8月  | 122.4   | 0.10% | 2.48% | 122.6    | 0.15% | 2.63% | 122.8   | 0.20% | 2.79% |
| 2024年9月  | 122.5   | 0.10% | 2.25% | 122.8    | 0.15% | 2.45% | 123.0   | 0.20% | 2.66% |
| 2024年10月 | 122.7   | 0.10% | 2.20% | 123.0    | 0.15% | 2.46% | 123.3   | 0.20% | 2.71% |
| 2024年11月 | 122.8   | 0.10% | 2.21% | 123.1    | 0.15% | 2.52% | 123.5   | 0.20% | 2.83% |
| 2024年12月 | 122.9   | 0.10% | 2.16% | 123.3    | 0.15% | 2.52% | 123.8   | 0.20% | 2.88% |
| 2025年1月  | 123.0   | 0.10% | 1.75% | 123.5    | 0.15% | 2.15% | 124.0   | 0.20% | 2.56% |
| 2025年2月  | 123.1   | 0.10% | 1.59% | 123.7    | 0.15% | 2.04% | 124.3   | 0.20% | 2.50% |
| 2025年3月  | 123.3   | 0.10% | 1.35% | 123.9    | 0.15% | 1.86% | 124.5   | 0.20% | 2.37% |
| 2025年4月  | 123.4   | 0.10% | 1.19% | 124.1    | 0.15% | 1.75% | 124.8   | 0.20% | 2.31% |
| 2025年5月  | 123.5   | 0.10% | 1.21% | 124.3    | 0.15% | 1.81% | 125.0   | 0.20% | 2.43% |
| 2025年6月  | 123.6   | 0.10% | 1.21% | 124.4    | 0.15% | 1.81% | 125.3   | 0.20% | 2.43% |
| 2025年7月  | 123.8   | 0.10% | 1.21% | 124.6    | 0.15% | 1.81% | 125.5   | 0.20% | 2.43% |
| 2025年8月  | 123.9   | 0.10% | 1.21% | 124.8    | 0.15% | 1.81% | 125.8   | 0.20% | 2.43% |
| 2025年9月  | 124.0   | 0.10% | 1.21% | 125.0    | 0.15% | 1.81% | 126.0   | 0.20% | 2.43% |
| 2025年10月 | 124.1   | 0.10% | 1.21% | 125.2    | 0.15% | 1.81% | 126.3   | 0.20% | 2.43% |
| 2025年11月 | 124.3   | 0.10% | 1.21% | 125.4    | 0.15% | 1.81% | 126.5   | 0.20% | 2.43% |
| 2025年12月 | 124.4   | 0.10% | 1.21% | 125.6    | 0.15% | 1.81% | 126.8   | 0.20% | 2.43% |

出所：Bloomberg

◎注意事項  
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



# りそな 経済フラッシュ

## (日米欧 Market View : 6月雇用統計)

2024/7/8  
りそなホールディングス 市場企画部  
ストラテジスト: 武居 大暉

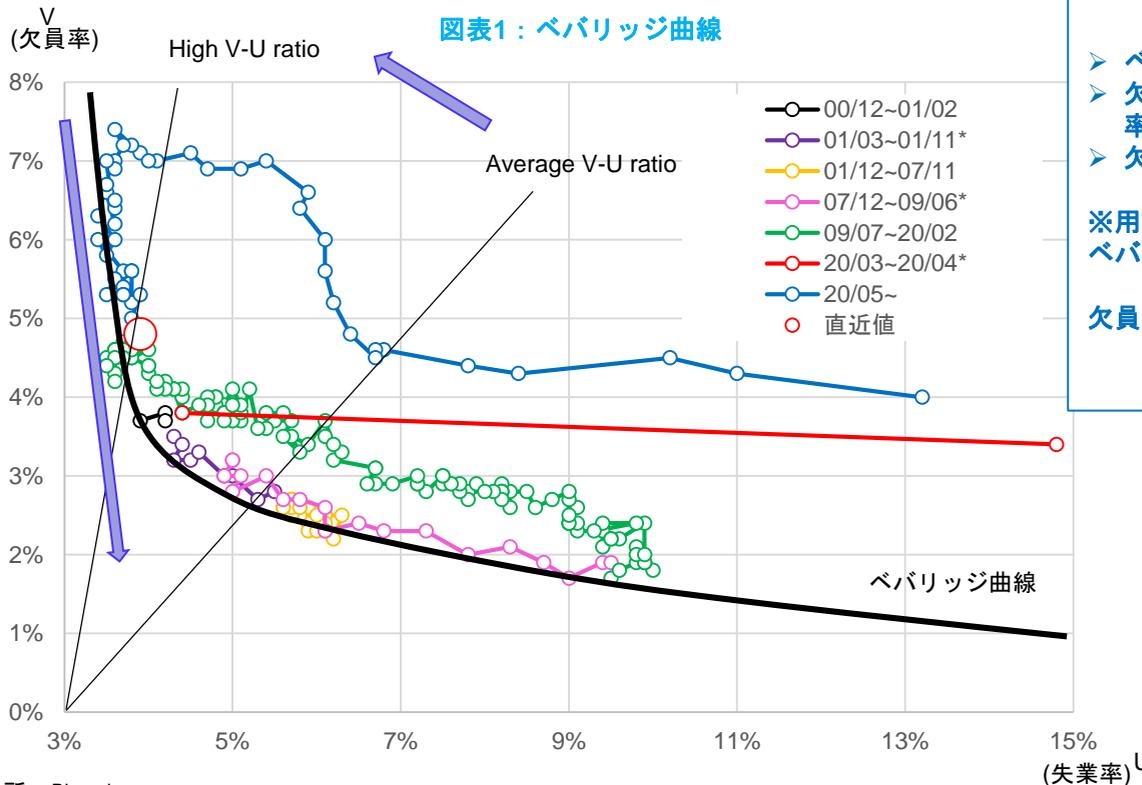
### ○ <補足> ベバリッジ曲線に関する議論の整理 : 欠員率の低下は失業率の大幅悪化を招くのか？

➢ 米労働市場のベバリッジ曲線を巡る議論について、FEDS Notesが参考になる。同論文は2022年7月時点で、ベバリッジ曲線の構造変化を指摘し欠員率が7%から4.6%まで低下しても、失業率は1%pt程度しか上昇しないと述べている。なお、以降の雇用関連指標の推移は以下の通り。

**2022年7月 欠員率：7%、失業率3.5% 2024年4月 欠員率：4.8%、失業率3.9%**

サマーズ元財務長官らは、過去欠員率が低下する中で失業率の大幅悪化を避けられた例はないと主張するが、現状はFedの見通しに沿った推移である。

➢ コロナ禍でマッチング効率が低下したことを踏まえ、マッチング効率と欠員率が雇用に与える影響度合い別に、欠員率が4.6%から2.2%まで低下した場合(直近で2%台まで欠員率が低下したのはリーマンショック時)の失業率がどの程度増加するか試算すると、1.27%pt~1.67%pt程度増加する可能性があるかと算出される。**相応に強いショックを与えても、失業率の上昇は限定的。ソフトランディングは十分可能とみる**



出所：Bloomberg, Andrew Figura and Chris Waller [2022] What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing?

#### ■ FEDS Notesのポイント

- ベバリッジ曲線は構造変化した可能性
- 欠員率と失業率の比を示すV-U ratioの傾きが急になっている=欠員率に対する失業率の感応度が大きく低下
- 欠員率が低下しても、失業率の大幅悪化は避けられる可能性

#### ※用語の解説

ベバリッジ曲線：失業率と欠員率が反比例することを表す経済学的概念

欠員率：企業が「人が欲しい」と思っている仕事の割合。例えば、100人働いている会社が10の欠員（空いている仕事のポジション）を持っているとしたら、その欠員率は10%

図表2：欠員率が4.6%から2.2%まで低下した場合の失業率変化幅の試算

単位：%pt

|         |           | 欠員率が雇用に与える影響 (最大で1、著者のモデルでは0.3) |      |      |
|---------|-----------|---------------------------------|------|------|
|         |           | 0.30                            | 0.40 | 0.45 |
| マッチング効率 | コロナ前      | 1.27                            | 2.04 | 2.56 |
|         | コロナ前の9割程度 | 1.45                            | 2.37 | 3.00 |
|         | コロナ前の8割程度 | 1.67                            | 2.78 | 3.56 |

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



# りそな 経済フラッシュ

## (日米欧 Market View : 6月雇用統計)

### ■バックナンバー(直近発行レポート30本)

| No | 発行日       | テーマ       | タイトル  |
|----|-----------|-----------|---|
| 8  | 2024/5/2  | 米国経済      | <a href="#">日米Market View : 5月FOMC</a>                      |
| 9  | 2024/5/7  | 米国経済, 米国株 | <a href="#">日米Market View : 米国のAIブームはITバブルと同じ末路を辿るのか?</a>   |
| 10 | 2024/5/13 | 日本株       | <a href="#">日米Market View : 日本株需給</a>                       |
| 11 | 2024/5/13 | 日本経済      | <a href="#">日米Market View : オルタナティブデータの活用～日経CPINow</a>      |
| 12 | 2024/5/16 | 日本株       | <a href="#">日米Market View : 3月決算企業の本決算と日本株への影響</a>          |
| 13 | 2024/5/17 | 日本株       | <a href="#">日米Market View : 日本株需給</a>                       |
| 14 | 2024/5/20 | 日本株       | <a href="#">日米Market View : TOPIX採用企業の株主還元</a>              |
| 15 | 2024/5/21 | 日本経済      | <a href="#">日米Market View : オルタナティブデータの活用～HRog賃金Now</a>     |
| 16 | 2024/5/23 | 米国株       | <a href="#">日米Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響</a>         |
| 17 | 2024/5/24 | 日本株       | <a href="#">日米Market View : 日本株需給</a>                       |
| 18 | 2024/5/30 | 日本株       | <a href="#">日米Market View : セクター動向</a>                      |
| 19 | 2024/5/30 | 欧州経済      | <a href="#">日米欧 Market View : ユーロ圏賃金動向</a>                  |
| 20 | 2024/5/31 | 日本株       | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給</a>                     |
| 21 | 2024/5/31 | 日本株       | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株バリュエーション～日本株の妥当レンジを試算</a>  |
| 22 | 2024/6/4  | 欧州経済      | <a href="#">日米欧 Market View : ユーロ圏物価動向</a>                  |
| 23 | 2024/6/7  | 欧州経済      | <a href="#">日米欧 Market View : ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>      |
| 24 | 2024/6/10 | 米国経済      | <a href="#">日米欧 Market View : 5月雇用統計</a>                    |
| 25 | 2024/6/10 | 米国経済, 米国株 | <a href="#">日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年6月)</a>   |
| 26 | 2024/6/13 | 米国経済      | <a href="#">日米欧 Market View : 5月CPI</a>                     |
| 27 | 2024/6/13 | 米国経済      | <a href="#">日米欧 Market View : 6月FOMC</a>                    |
| 28 | 2024/6/14 | 日本株       | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給</a>                     |
| 29 | 2024/6/19 | 米国経済      | <a href="#">日米欧 Market View : 5月小売売上高</a>                   |
| 30 | 2024/6/20 | コモディティ    | <a href="#">日米欧 Market View : 銅価格</a>                       |
| 31 | 2024/6/21 | 日本株       | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給 (6月10日～6月14日)</a>       |
| 32 | 2024/6/25 | 日本経済      | <a href="#">日米欧 Market View : 5月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now</a>  |
| 33 | 2024/6/25 | 米国株       | <a href="#">日米欧 Market View : SP500は楽観シナリオの下で6,200ptへ</a>   |
| 34 | 2024/6/27 | 日本経済      | <a href="#">日米欧 Market View : 5月物価オルタナティブデータ～日経CPINow</a>   |
| 35 | 2024/6/27 | 日本株, 米国株  | <a href="#">日米欧 Market View : 7月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：強気</a> |
| 36 | 2024/6/27 | 日本株       | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株6月セクター動向と7月見通し</a>         |
| 37 | 2024/7/5  | 日本株       | <a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(6月24日～6月28日)</a>        |

## ◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。