

◎注意事項をよくお読み下さい



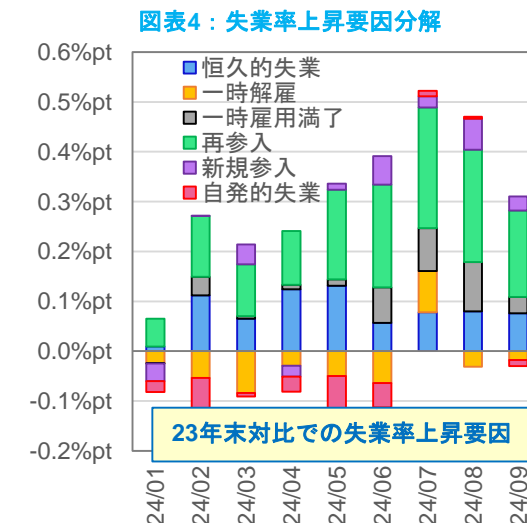
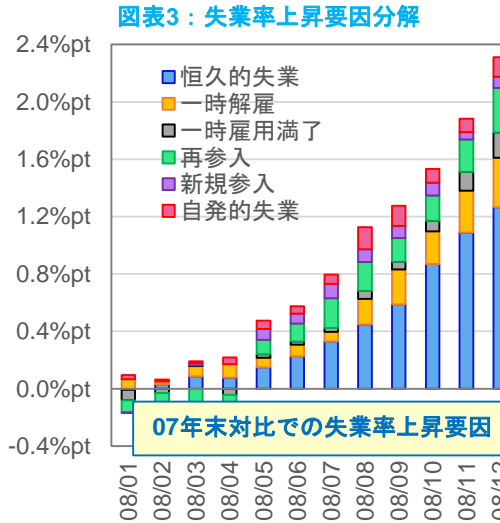
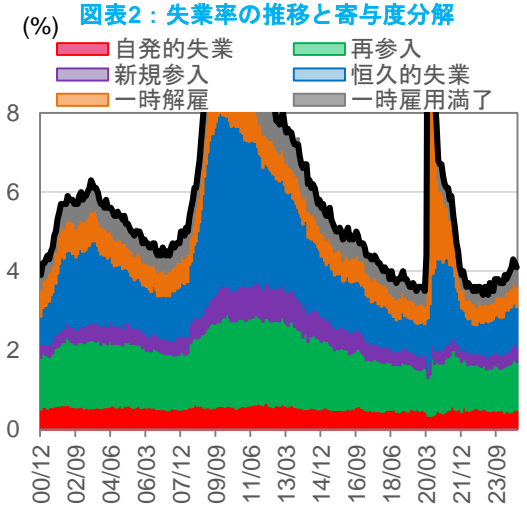
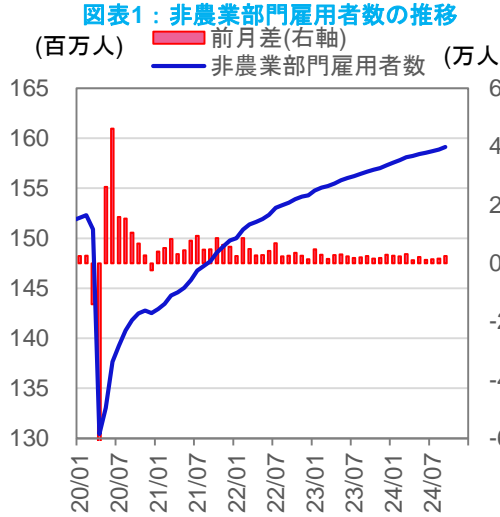
# りそな 経済フラッシュ

## (日米欧 Market View : 9月雇用統計)

2024/10/7  
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 大輝

### ○概要 : 非農業部門雇用者数、失業率共に前月から改善

- 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25.4万人と市場予想(15.0万人)を上回った(図表1)。失業率は4.1%と市場予想(4.2%)を下回った(図表2)。いずれも前月からは改善したが、今月の結果には米南部を襲った大型ハリケーン影響は含まれていないとされている。10月米雇用統計には減速リスクがあり、単月の結果に一喜一憂せず、趨勢を見極めたい。
- 今月の雇用統計の結果を受け、市場では米経済の景気不安が後退し、金利上昇、ドル高、株高で反応。通常、金利上昇は株価にネガティブであるが、景気後退懸念払しょくによるセンチメント改善効果の好影響の方が大きかったとみられる。  
なお、前号で指摘した通り、米労働市場について、①失業率はヒストリカルには低位であること(図表2)、②従来の景気後退期に見られた様な恒久的失業要因による上昇は限定的なこと(図表3~4)、③現時点では、欠員率の低下に伴う労働市場の悪化がベバリッジ曲線の構造変化を主張するFRBの論文に沿う推移となっていること(参考参照)、等から、引き続き動向を注視していく必要はあるものの、過度な懸念は不要と考えている。
- 最後に、FRBの今後の利下げパスについて議論したい。図表5は、FOMCのドットチャート(中央値)、OISレートが織り込む利下げパス(マーケット予想)、テイラールール(米経済学者のテイラー氏が提唱した、政策金利の適正値をマクロ経済指標により定める関係式)に基づく利下げパスの3つを示したものである。SEP(経済見通し)で示された経済指標に基づき、政策金利の適正値を計算した。  
図表5によると、マーケットの織り込みは良好な雇用統計を受け、FRBの見通しに近づいたが、両者はいずれもテイラールールから示される適正値対比ではタカ派にうつる。ここで重要なのは、テイラールールが示す適正値が、経済指標だけでなく、均衡実質金利にも依存することであろう。筆者は、均衡実質金利を0%として試算したが、仮に米国経済の中期的な潜在成長率が高まっているのであれば、FRBの見通しが適正値に近くなるのである。
- なお、CBO(議会予算局)によれば、2024年の潜在成長率推計が2023年よりも、主に労働投入量要因(≒移民)で上方修正されていることを付記しておく(図表6~7)。



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 : 9月雇用統計)

参考：テイラールール

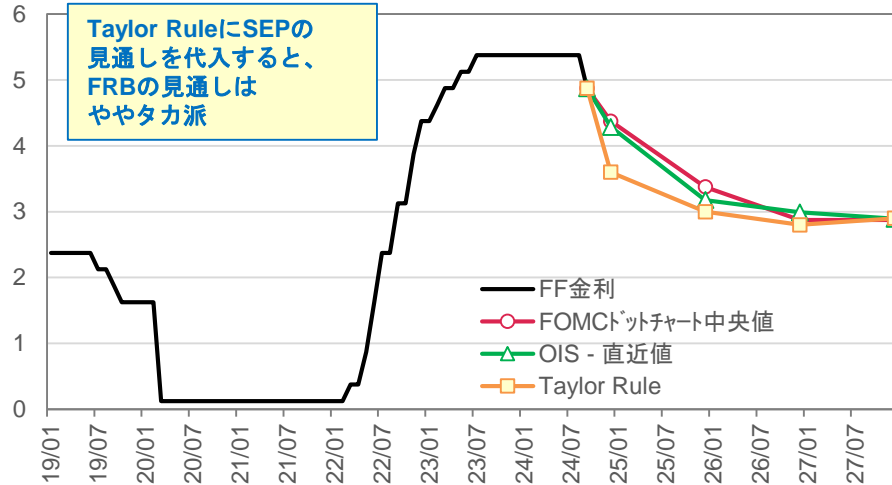
### A. Monetary policy rules

Taylor (1993) rule

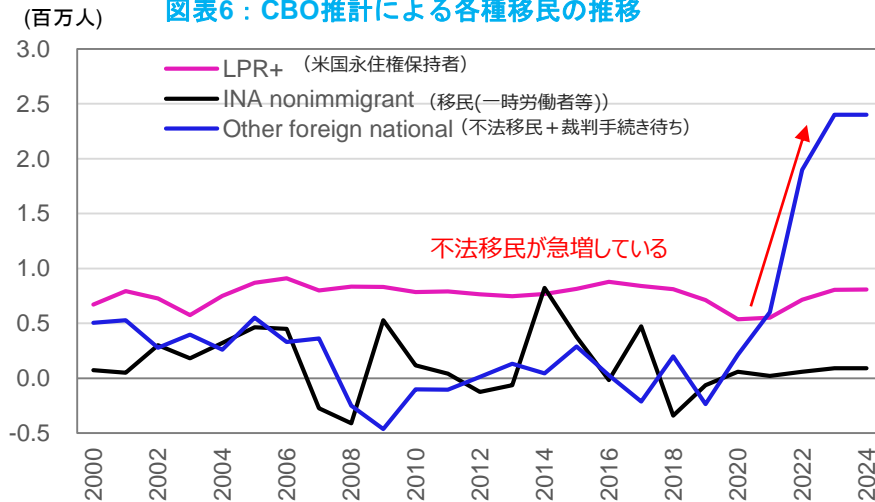
$$R_t^{T93} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + (u_t^{LR} - u_t)$$

$R_{t-1}$  denotes the midpoint of the target range for the federal funds rate for quarter t-1,  $u_t$  is the unemployment rate in quarter t, and  $rtLR$  is the level of the neutral real federal funds rate in the longer run that is expected to be consistent with sustaining maximum employment and keeping inflation at the Federal Open Market Committee's 2 percent longer-run objective, represented by  $\pi^{LR}$ .  $\pi_t$  denotes the realized 4-quarter price inflation for quarter t. In addition,  $u_t^{LR}$  is the rate of unemployment expected in the longer run.  $Z_t$  is the cumulative sum of past deviations of the federal funds rate from the prescriptions of the Taylor (1993) rule when that rule prescribes setting the federal funds rate below an effective lower bound (ELB) of 12.5 basis points.

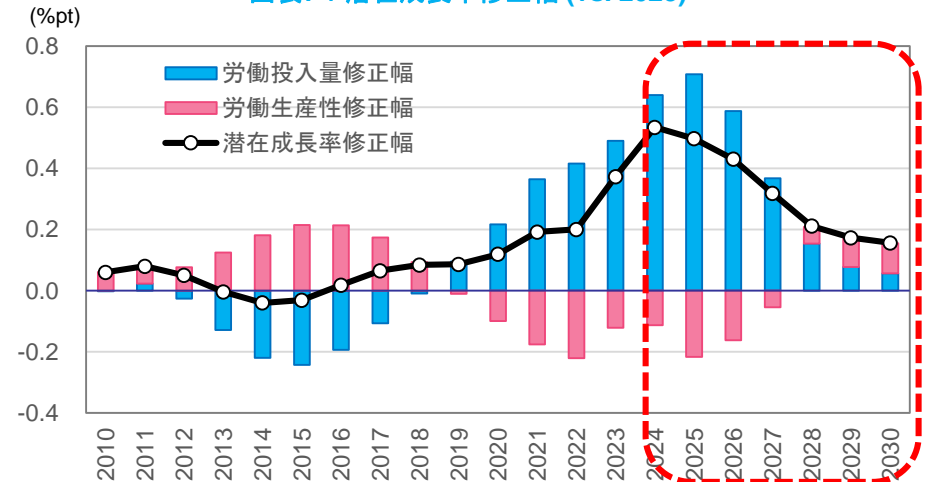
図表5：FF金利見通し



図表6：CBO推計による各種移民の推移



図表7：潜在成長率修正幅 (vs. 2023)



出所：Bloomberg、CBO、FRB

© 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 : 9月雇用統計)

2024/10/7  
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

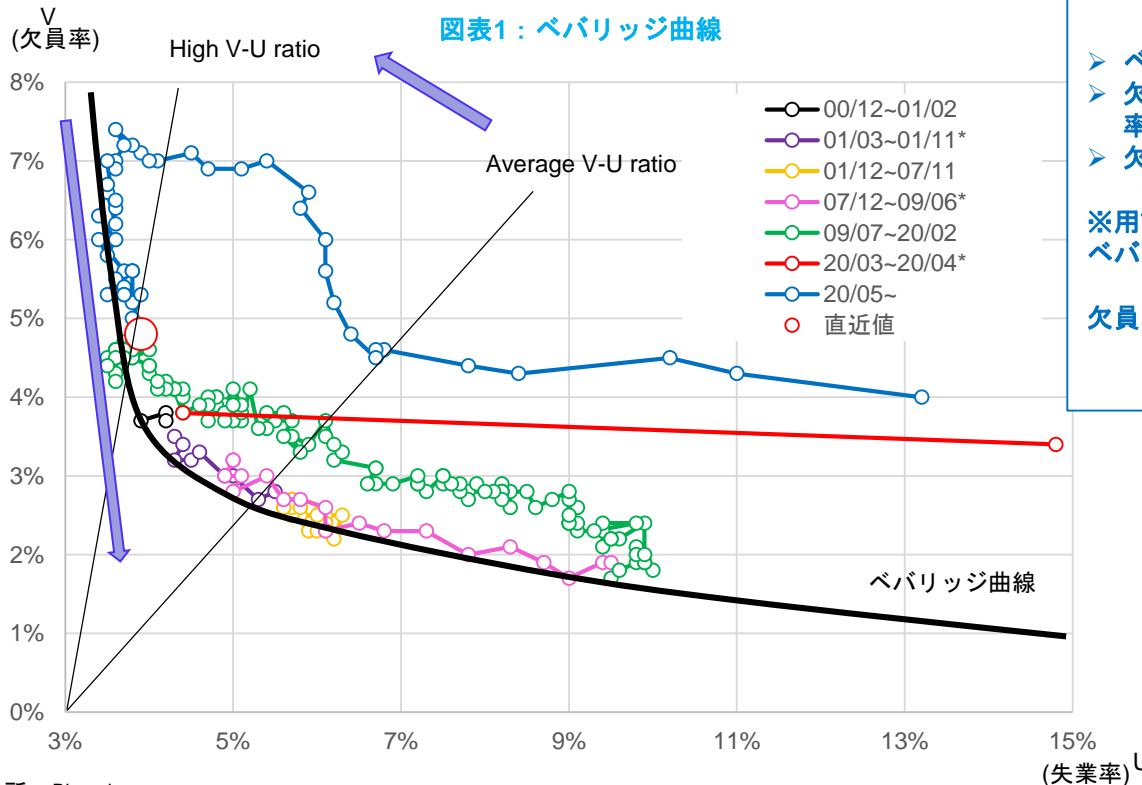
### ◎参考> ベバリッジ曲線に関する議論の整理 : 欠員率の低下は失業率の大幅悪化を招くのか?

➢ 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7月 欠員率：4.6%、失業率4.3%**

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として算出される。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 : 9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
63	2024/8/29	欧州経済	<a href="#">日米欧 Market View : 2024年第2四半期ユーロ圏賃金動向</a>
64	2024/8/29	日本経済	<a href="#">日米欧 Market View : 7月物価オルタナティブデータ～日経CPINow</a>
65	2024/8/29	日本経済	<a href="#">日米欧 Market View : 7月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now</a>
66	2024/8/29	日本株, 米国株	<a href="#">日米欧 Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 2Q</a>
67	2024/8/30	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : ここもとの為替変動が日本株に与える影響</a>
68	2024/8/30	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(8月19日~8月23日)</a>
69	2024/9/3	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株8月セクター動向と9月見通し</a>
70	2024/9/3	日本株, 米国株	<a href="#">日米欧 Market View : 9日日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立</a>
71	2024/9/3	欧州経済	<a href="#">日米欧 Market View : 8月ユーロ圏物価動向</a>
72	2024/9/4	米国政治	<a href="#">徹底分析：米大統領選のマーケットへの影響</a>
73	2024/9/4	米国経済	<a href="#">日米欧 Market View : 8月ISM製造業景況感指数</a>
74	2024/9/6	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(8月26日～8月30日)</a>
75	2024/9/9	米国経済	<a href="#">日米欧 Market View : 8月雇用統計</a>
76	2024/9/12	米国経済	<a href="#">日米欧 Market View : 8月CPI</a>
77	2024/9/12	半導体, 日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年9月)</a>
78	2024/9/13	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
79	2024/9/13	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(9月2日~9月6日)</a>
80	2024/9/19	米国経済	<a href="#">日米欧 Market View : 9月FOMC</a>
81	2024/9/20	豪州概況	<a href="#">日米欧 Market View : 9月豪州概況</a>
82	2024/9/24	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(9月9日~9月13日)</a>
83	2024/9/24	日本株, 米国株	<a href="#">日米欧 Market View : シン・ブラックマンデーを巡る論点整理</a>
84	2024/9/27	日本経済	<a href="#">日米欧 Market View : 8月物価オルタナティブデータ～日経CPINow</a>
85	2024/9/27	日本経済	<a href="#">日米欧 Market View : 8月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now</a>
86	2024/9/30	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給(9月17日~9月20日)</a>
87	2024/10/2	米国経済	<a href="#">日米欧 Market View : 9月ISM製造業景況感指数</a>
88	2024/10/2	日本株, 米国株	<a href="#">日米欧 Market View : 10日日米株バリュエーション～日本：弱気、米国：中立</a>
89	2024/10/2	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株 9月セクター動向と10月見通し</a>
90	2024/10/2	日本株, 日本政治	<a href="#">日米欧 Market View : 自民党総裁選ショックを巡る論点整理</a>
91	2024/10/3	欧州経済	<a href="#">日米欧 Market View : 9月ユーロ圏物価動向</a>
92	2024/10/4	日本株	<a href="#">日米欧 Market View : 日本株需給 (9月24日～9月27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。