

米景気後退の鐘を鳴らすのは誰か 意図せざる引き締めと、大統領選による不透明感

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 6月の米雇用統計は、5月分の下方修正を埋め合わせるほどの回復を見せた。注目されるのは、6月FOMC議事録で雇用慎重派が指摘していた、3つのチェックリストをすべてクリアした点である
- 企業業況の回復を踏まえると、英国民投票前の米国では、景気後退の影がいったん遠のいていたと言える。他の広範な米経済指標を注意深く分析しても、景気後退は差し迫った問題ではない
- しかし低迷を続ける生産性上昇率が示唆するように、米国は低空飛行状態にあり、容易にマイナス成長に陥り易い状況にある。そうした中、政策の過ちが懸念材料だ

1. 6月FOMC議事録のチェックリストをクリアした雇用統計

6月の米雇用統計は、5月分の下方修正を埋め合わせるほどの回復を見せた。注目されるのは、6月FOMC議事録で雇用動向に慎重な見方を示していた参加者が指摘した3つのチェックリストを、今回の雇用統計がすべてクリアした点である。

米国労働省によれば、6月の非農業部門雇用者数は前月差+28.7万人となり、市場予想を大幅に超える持ち直しをみせた（図表1）。一方、5月分は、前回発表時の同+3.8万人から同+1.1万人へと下方修正され、民間部門雇用者数に至っては、小幅ながら、今次景気拡張期では初めて減少（0.6万人）した。

なお5月と6月の雇用統計では、米通信大手Verizonのストライキ（5月3.5万人相当）がかく乱要因として影響している。そこで過去3カ月分を均してみると、非農業部門雇用者数の伸びは平均+14.7万人

図表1 雇用統計

	単位	4月	5月	6月
非農業部門雇用者数	前月差、万人	14.4	1.1	28.7
	前月差の3カ月平均、万人	18.8	11.4	14.7
賃金上昇率	前年比、%	2.5	2.5	2.6
失業率	%	5.0	4.7	4.9

6月FOMC議事録に示された雇用慎重派のチェックリスト

①雇用DI	%	54.0	48.1	62.4
②経済的理由によるパート労働者数	前月差、万人	▲16.1	46.8	▲58.7
③労働参加率	%	62.8	62.6	62.7

（資料）米国労働省より、みずほ総合研究所作成

である。決して力強いとは言えないが、米労働市場が完全雇用に近い状態にあることを踏まえると決して悪くはない数字とも言える。さらに、今回の雇用統計を評価する上では、6月FOMC議事録に示されていた3つのチェックリストが極めて重要であり、雇用統計はそのチェックリストをすべてクリアした。

議事録によれば、6月のFOMCでは大幅な減速を示した5月雇用統計をどう読むか、激しい議論が交わされた。一部のFOMC参加者は、地区連銀の雇用DI、新規失業保険申請件数の低位推移、企業の採用計画、家計サーベイによる雇用情勢評価などを取り上げ、「労働需要は堅調さを維持している」と考えていた。一方、「労働需要は減速しているのではないか」と危惧したFOMC参加者が指摘したのは、雇用統計の3つの指標だった。①雇用DIの低下、②経済的理由によるパート労働者数の増加、③労働参加率の低下である。

①雇用DIとは、米国労働省が民間部門の262業種について前月から雇用を増やしたかどうかをDI化したものである。DIは0～100の値をとり、高いほど望ましい。

②経済的理由によるパート労働者数とは、不景気を理由にフルタイムの職が見つからない状況を示すもので、できれば少ないほど望ましい（失業よりもパート職がある方が良いが、さらにパートタイムよりもフルタイムが望ましい、ということ）。

③労働参加率は人口に占める就業者数と失業者数の割合であり、職を得ていない労働者が「就職活動すれば職が見つかる」という明るい展望を持っているかどうかを表す指標でもある。労働者が明るい展望を持っていれば、職探し（＝失業者）が増え、労働参加率は上昇する。

以上3つの指標＝3つのチェックリストを、今回の雇用統計はすべてクリアした。まず、雇用DIは5月の48.1から62.4へと大きく上昇し、幅広い業種で雇用が増えたことが分かる。内訳のなかで注目されるのは、雇用の先行指標とも言われる人材派遣業（Temporary help services）が1.5万人の増加に転じたことである（5月は1.9万人の減少）。また、夏のバケーション・シーズンの消費動向に対する企業の展望を表す小売業の雇用は3.0万人の増加、余暇関連サービス業（Leisure and hospitality）の雇用は5.9万人の増加となり、共に過去2カ月の停滞から持ち直しを見せた。

次に経済的理由によるパート労働者数は、5月の46.8万人増から、6月は一転して58.7万人の減少となった。最後に、6月の労働参加率は前月から0.1%Pt上昇し、62.7%となった。

2. シカゴ連銀・全米経済活動指数が発する景気後退の誤ったシグナル

企業業況の回復を踏まえると、英国民投票前の米国では、景気後退の影がいったん遠のいていたと言える。他の広範な米経済指標を注意深く分析しても、景気後退は差し迫った問題ではない。

議事録によれば、6月FOMCでは、大幅な減速を示した5月雇用統計を受けてほとんどの参加者が「労働市場、生産、支出」に関する追加情報を蓄積する必要があると判断していた。必要とする追加情報は雇用統計だけではなく、「生産、支出」と幅広い分野にわたる。この点において、6月のISM指数が製造業、非製造業ともに回復をみせており、「生産」面に対するFOMC参加者らの先行き不安を鎮める内容と言えるだろう。

また、幅広く米国の経済指標を注意深く分析すると、景気後退はさほど差し迫ってはいないことが確認できる。本稿で注目したのは、シカゴ連銀が分析・公表している全米経済活動指数（Chicago Fed National Activity Index、CFNAI）に使われている85の経済指標の動きである。各経済指標の動きは、

それぞれの長期平均値と比較され、CFNAIとして合成されている。CFNAIは平均ゼロ、標準偏差1という特性を持ち、その3カ月平均値が▲0.7を下回ると米国経済は景気後退入りしている可能性があると考えられている。直近5月の3カ月平均値は▲0.36である。

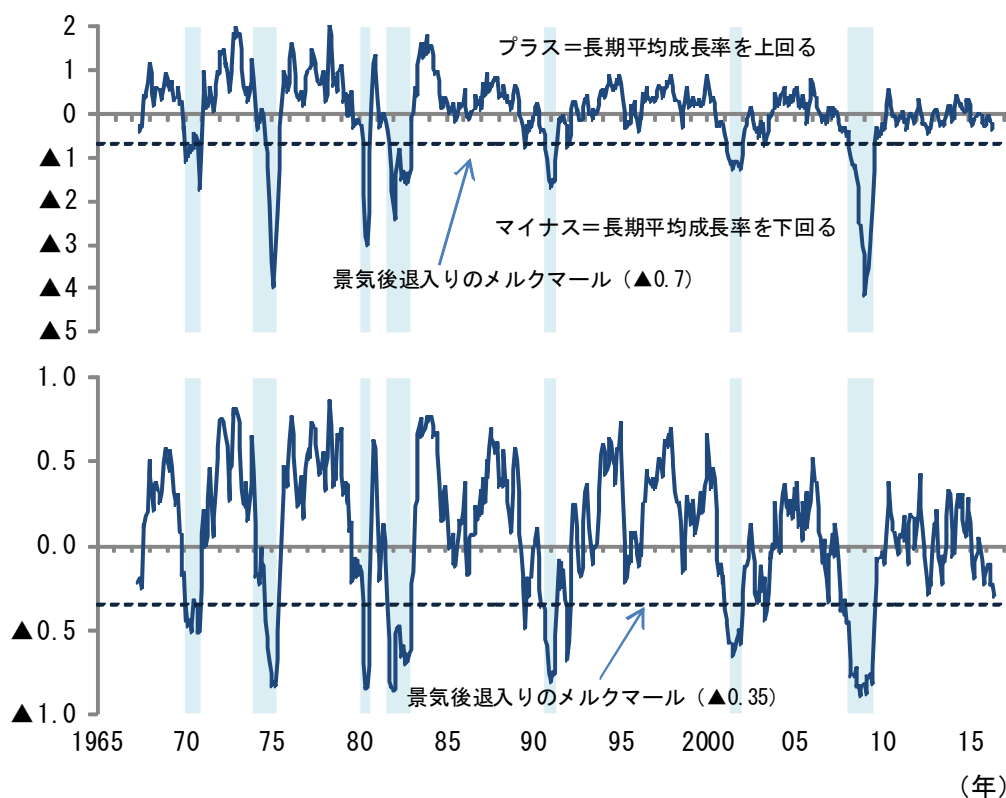
またシカゴ連銀は、85指標の動きをDIとして表現したCFNAI Diffusion Index（以下DIと略）も公表している。DIは▲1～+1の範囲をとり、3カ月平均値が▲0.35以下になると、米国経済は景気後退入りした可能性が高いとされている。直近5月の3カ月平均値は▲0.30であり、上述したCFNAIの動きと比べると、DIは景気後退の足音が近いことを示している。

CFNAIとDIには注意しなければならない点がある。経済の構造変化があると、これらの指標が景気の強さを過大評価したり、過小評価したりしてしまう問題である。この問題は、CFNAIとDIが、数多くの経済指標をそれぞれの長期平均値と比較することによって作成されていることから生じる。

たとえば経済の構造変化によって、ある経済指標（v）の平均伸び率が、ある時点から下方シフトしているとしよう。そして足元のvの伸び率が、長期平均値（v*）を下回っているが、下方シフト後の平均値（v**）は上回っている場合を考える。この場合、CFNAIとDIの計算上では、高めの長期平均値（v*）との比較によって「vは平均伸び率を下回る」と判断され、景気の強さが過小評価されてしまうことになる。本来ならv**との比較により「vは平均伸び率を上回る」と判断されるべきである。

そこで本稿では、CFNAIとDIを構成する85の経済指標のうち、筆者が入手可能な74の経済指標について

図表2 シカゴ連銀・全米経済活動指数（CFNAI、上段）と
その Diffusion Index（下段）



(注) 3 カ月平均。網掛けは景気後退。
(資料) シカゴ連銀より、みずほ総合研究所作成

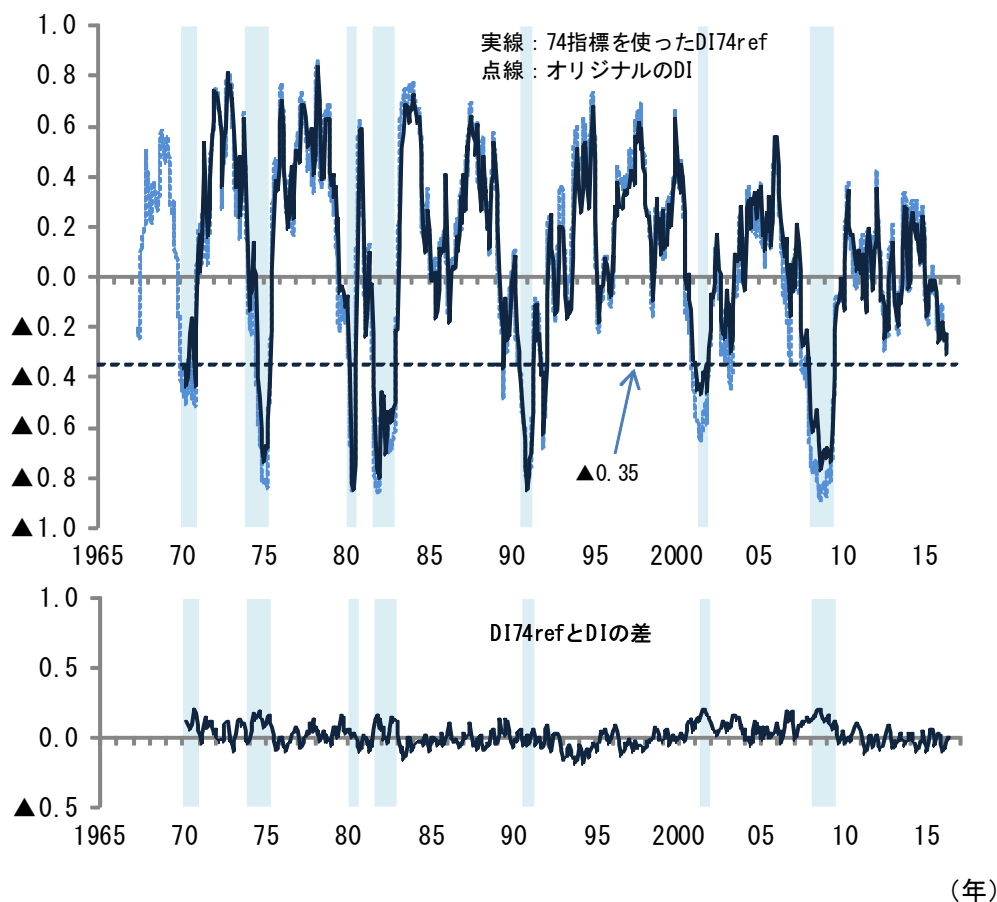
て、構造変化に伴う平均値のシフトを考慮した新たなDI (DI74) を作成した。また、74指標のサブサンプルを採用すること自体がもたらすDIの変化を確認するため、リファレンス用として構造変化を考慮せずに74指標の動きを評価したDI (DI74ref) も作成した。

まずオリジナルのDIとDI74refをみると、両者の間にはほとんど違いがない (図表3)。こうした確認によって、サブサンプルである74指標を使っても、オリジナルのDIが持ちうる構造変化の歪みをほぼ正しく捉えることができることが分かる。

構造変化を考慮したDI74に目を転じると、オリジナルのDIとは明らかな差異がある (図表4)。本稿の分析によれば、74指標のうち45指標について、1回もしくは複数回の構造変化が認められ、それがオリジナルのDIに歪みをもたらしているようだ。

構造変化を考慮したDI74の3カ月平均値は5月時点で▲0.15であり、オリジナルの▲0.3の1/2に留まる。DI74がマイナス値をとることから、構造変化を考慮してもなお、景気拡大テンポは平均よりも伸び悩んでいることは否めない。また、前回の景気後退期の始まりである2008年1月にはオリジナルのDIが▲0.46まで悪化しているのに対し、DI74は+0.07であり、景気後退入りの判断が数カ月遅れている。こうした点に注意が必要ではあるが、もし国際金融危機に発展した前回の景気後退が例外的な状況だ

図表3 サブサンプルを使ったDI74ref とオリジナルのDI の比較 (下段は両者の差)



(注) 3カ月平均。網掛けは景気後退。
 (資料) シカゴ連銀より、みずほ総合研究所作成

ったとすれば（つまりメルクマールは▲0.35）、足元におけるDI74の水準は、米国経済に景気後退が差し迫っているとは言い難いことを示している。

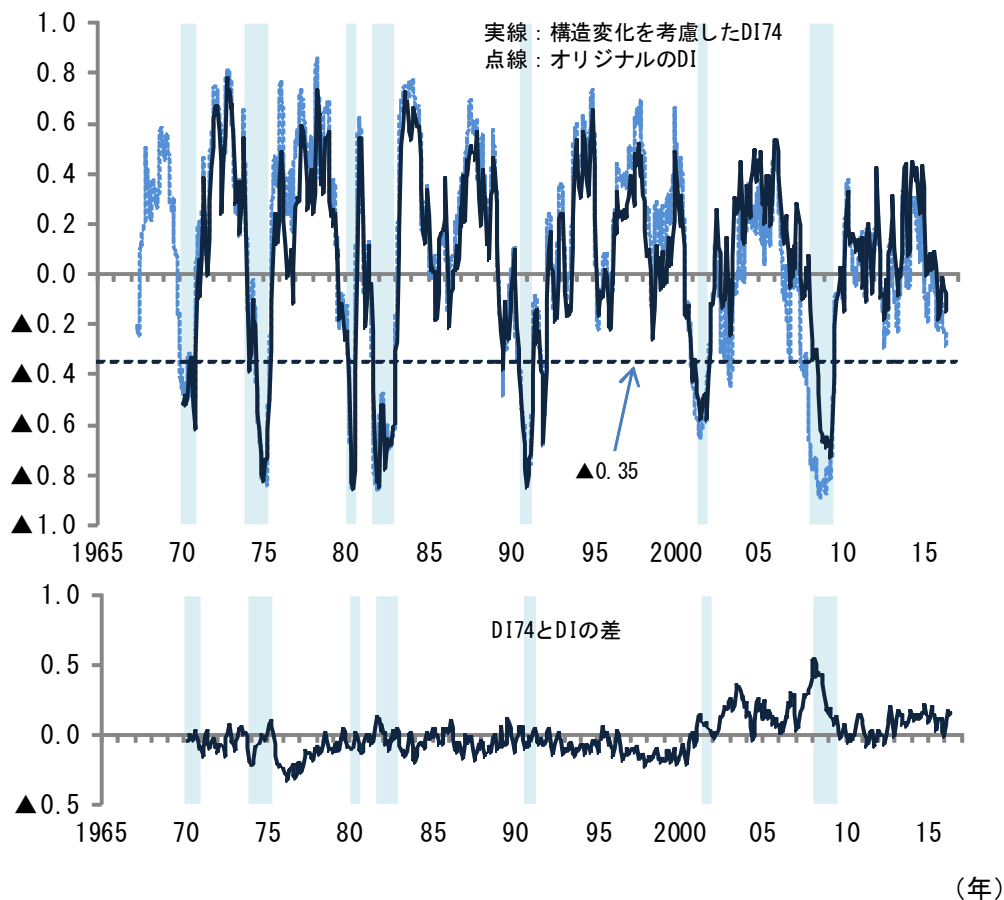
3. 意図せざる引き締めと大統領選に伴う不確実性

米国はショックに脆弱で、容易にマイナス成長に陥り易い状況にある。こうした中、金融政策と大統領選（での討論の行方）の過ちが気がかりである。

前節で、全米経済活動指数が経済の構造変化による歪みを内包することを指摘したが、金融政策にとっても構造変化は無視できない。6月FOMC議事録でも、多くの参加者が、現状または長期の中立金利について、これまで推計していたよりも低い水準に留まる可能性を指摘したことが明らかになっている。実際、低迷を続ける生産性の伸びは、米国経済の深刻な構造変化を示している可能性がある。低空飛行の米国経済は、容易にマイナス成長に陥り易い。

FOMC参加者も、政策金利見通しを相次いで下方修正している。しかしそれでもなお、年内の利上げ再開を選択肢としている。そして上述した今回の雇用統計は、年内利上げ再開をサポートする内容となったことは間違いない。

図表4 構造変化を考慮したDI74 とオリジナルのDI の比較（下段は両者の差）



(注) 3 カ月平均。網掛けは景気後退。
 (資料) シカゴ連銀より、みずほ総合研究所作成

EU離脱を決めた英国民投票（Brexit）の影響が気になりだが、ISMによれば、年内の設備投資と雇用がBrexitによる何等かの悪影響を受けるとみている企業は1割強である。FOMC内のタカ派（利上げ派）からみれば「せいぜい1割強」との評価であろう。

一方、筆者の推計によれば、米金融政策は中立金利の悪化を受けてすでに引き締めの的になっている。足元の引き締め度合いはわずかだが、FOMCが利上げに踏み切れば、おそらく中立金利の回復が間に合わず、引き締め度合いが増すだけではないかと危惧される。

さらにこうした政策の過ちが危惧されるのは、FOMCに限らない。6月FOMC議事録では、原油・資源安に苦しむ掘削セクターに限らず設備投資が弱い点について、企業収益の鈍化、景気の先行き懸念、国内の規制や財政政策の先行きに対する高い不確実性、金融危機以降持続している一部企業の新規プロジェクトに対する躊躇心という4つの理由が取り上げられた。注目されるのは3つめに挙げられた「国内の規制や財政政策の先行きに対する高い不確実性」であり、現局面では大統領選の影響を指しているのではないかと思われる。

今月は共和党、民主党の全国大会が開催され、いよいよ11月の本選に向けた戦いが始まる。これまでの論戦で指し示されてきた政策は、グローバリゼーションの見直しなど、決してプロビジネスとは言えないものだ。大統領選が生み出す不確実性は、厳しい戦いの中で一段と高まるおそれがある。