

新興国景気減速の影響はどこまで広がるか

～グローバル経済金融レビュー 2015年秋～

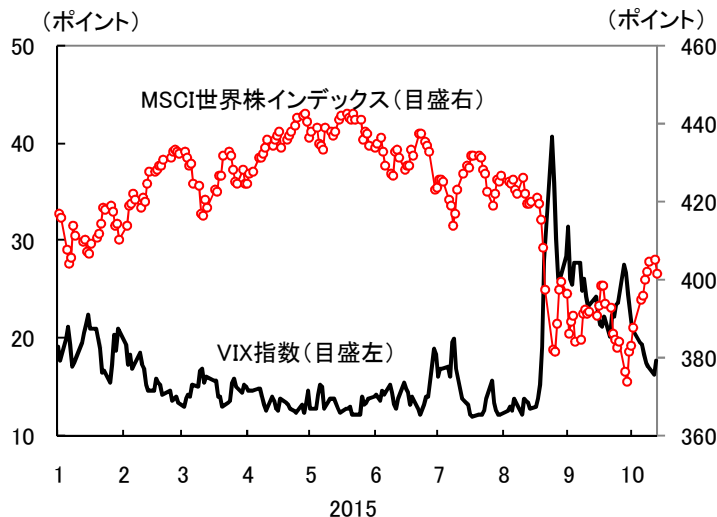
<要旨>

9月の米国雇用者数の伸びが鈍化したことで、「米国景気が堅調な回復を続けて世界経済を支える」というシナリオの不確実性が意識されるようになってきた。米国雇用増減の業種別内訳を見ると、製造業が減少に転じた上に、運輸や卸売など製造業との関係が深い非製造業部門でも雇用者数が頭打ちになっている。新興国の景気減速とともに世界貿易が減る中で、その影響が米国の製造業から非製造業に波及し始めた可能性を窺わせる。製造業が伸び悩む一方で非製造業が底堅い動きを保つ姿は、米国だけでなく他の先進国経済にも共通している。この先、非製造業がどの程度堅調な推移を維持できるかが、先進国のみならず世界経済全体の動きを見る上で重要なポイントとなろう。

1. 8月の「チャイナ・ショック」で高まった新興国・資源国を巡る不確実性

前回のグローバル経済金融レビュー(調査月報 2015年8月号)のリリース以降の3カ月間における最大のイベントは、8月11日から13日にかけて行われた、中国人民元切り下げであった。これによって、人民元切り下げによる輸出振興に頼らざるを得ないほど中国景気が深刻な状態にあるという懸念が強まり、その影響が懸念された新興国の通貨レートや資源価格が下落した。当時は米国で政策金利の引き上げが近いとされていたことも、新興国通貨の下落幅を拡大させる要因になったと見られる。更に、先進国・新興国を問わず株価が下落し、VIX指数は8月上旬までの10台前半から急上昇して一時は40を超え、欧州政府債務問題が拡大した2011年後半以来の水準に達した(図表1)。

図表1 VIX指数と株価の動き



(資料) Bloomberg

9月半ばに開催された連邦公開市場委員会(FOMC)で、可能性が意識されていた利上げが見送られたこともあって、9月後半から新興国通貨は下げ止まり、10月に入ってからVIX指数が20を下回った。足許の国際金融市場は徐々に落ち着きを取り戻しつつあり、中国をはじめとする新興国経済の先行きに関する不確実性は、まだ残っているが和らぎつつあるようにも見える。

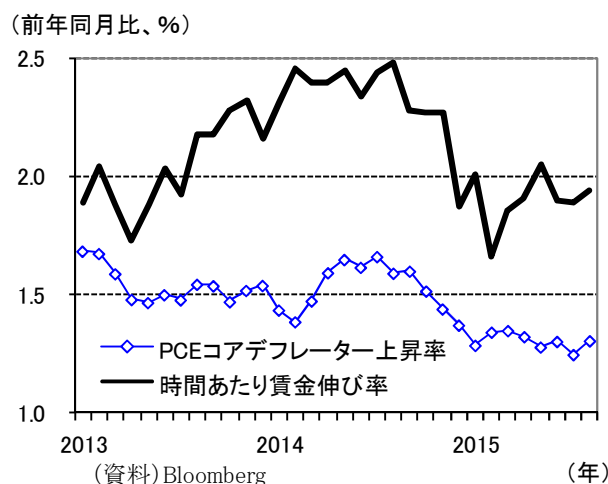
2. 先進国でも高まる不確実性 ～ 製造業部門からの影響波及が分岐点

その一方、米国での利上げを巡る不確実性が浮上してきた。こちらは利上げの時期に関するものから、利上げに踏み切れるほど米国景気の強さが保たれるのかどうか、そして米国が世界経済を支えるというシナリオが維持されるのかどうか、といったものに変化しつつある。

8月までの米国経済は、インフレ率や賃金伸び率は目立って上昇しなかったが、雇用者数は毎月20万人前後の増加ペースを維持するなど堅調な回復を続けていた。これを受けて9月の連邦公開市場委員会(FOMC)において連邦準備理事会(FRB)が利上げに踏み切るとの見方もあったが、実際には見送られた。その理由としてイエレン議長は、最近の海外経済情勢が米国のインフレ率を弱める要因となる可能性があることや、非自発的な理由でパートタイムの職に就いている人数の多さや賃金の伸び悩みなど、米国内にも循環面での弱さが残っていることを挙げ、中期的なインフレ率がFRBのターゲットである+2%に向けて上昇して行くという合理的な確信を得るには、なお追加的な証拠を待つことが適切であるとの判断を示した(図表2)。

その後、イエレン議長をはじめとする何人かのFOMC参加者は「年内の利上げが適切」という発言をしたものの、12月までに海外経済情勢の改善が期待できるのか、そして国内に残る循環面の弱さが払拭できるのかといった点には疑問を抱く向きも多い。結果として、米国の堅調な景気回復が続くという前提の下でも、利上げの時期やその影響に関する不確実性が残ることとなった。

図表2 米国の時間当たり賃金とPCEデフレーター上昇率



そして10月に入ってから、米国利上げに関する不確実性は「米国経済が、近い将来の利上げができるほどの強さを維持できるかどうか」というものに変化しつつある。すなわち、米国景気の堅調な回復という前提が弱まる兆しが出てきたということである。

きっかけになったのは、米国の9月の雇用統計であった。これまでは月平均で20万人以上の雇用者増加ペースを維持していたが、9月の増加数は14.2万人と鈍化し、8月も17.3万人増から13.6万人増まで下方修正され、2カ月連続で増加幅が10万人台前半に留まった。

雇用者数の動きを製・非製別にみると、製造業部門の雇用者数がここに来て2カ月連続の減少に転じ、相対的に堅調に推移している非製造業部門でも雇用者数増加幅が縮小している(図表3)。FRBが米国景気の循環面の弱さの一つに挙げた賃金伸び率が低いまま推移する中、雇用者数の増加ペースが鈍化し始めたことで、しばらく米国景気が利上げできるほどの強さを保てないのではないかとの見方が出てきている。

図表3 米国の業種別雇用者数前月差

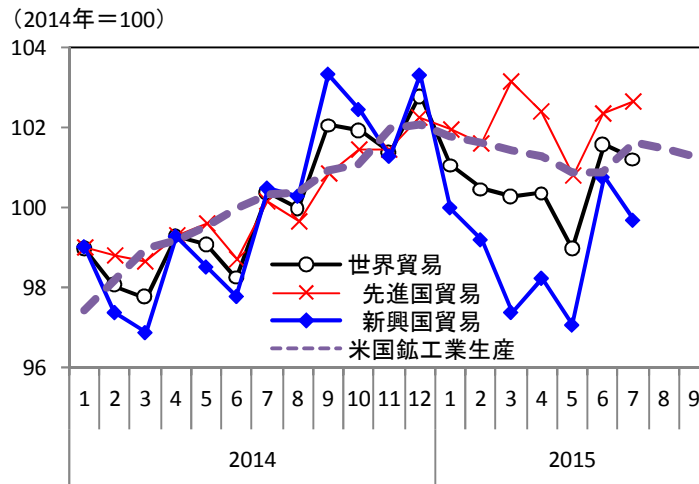
(前月差、万人)

	2015					
	4	5	6	7	8	9
非農雇用者計	18.7	26.0	24.5	22.3	13.6	14.2
民間計	18.9	25.2	21.8	19.5	10.0	11.8
鉱業	▲ 1.4	▲ 2.0	▲ 0.5	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 1.2
建設	3.0	1.2	0.1	0.5	0.5	0.8
製造業	0.0	0.6	0.1	1.1	▲ 1.8	▲ 0.9
非製造業	17.3	25.4	22.1	18.8	12.2	13.1
政府部門	▲ 0.2	0.8	2.7	2.8	3.6	2.4

(資料)米国労働省

製造業の雇用者数が減少に転じたのは、米国の生産活動が停滞気味であることを反映したものと見られ、そしてその背景には、グローバル規模で財貿易が伸び悩んでいるという構図がある。オランダ経済分析局のデータで世界貿易の動きを見ると、2014年末をピークとして、主に新興国貿易の動きが弱くなり、先進国も頭打ちになっている(図表4)。世界貿易のピークの時期が米国生産とほぼ同じであることから、景気が堅調に推移していた米国の製造業部門も世界貿易の動きと無縁ではいられず、年初来の世界貿易減少の影響が米国製造業の雇用者数に出始めた可能性が指摘できる。

図表4 世界貿易と米国生産の動き

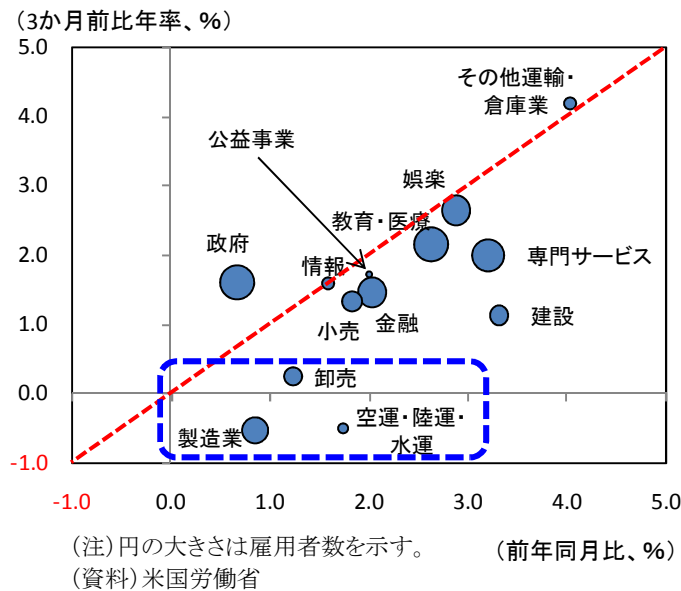


(資料)オランダ経済統計局、Bloomberg

この視点から、今後の米国雇用動向を見る上で重要なのは、年初来新興国中心に減少してきた世界貿易の動きと米国の生産である。双方とも6～7月に一旦持ち直しており、この先の中国景気が景気対策などで持ち直せば、再び上向いていくと見ることができる。ただ回復に時間を要した場合には、既に生じている製造業部門の雇用減少が、非製造業部門にどの程度波及しているのか、そしてこの先波及するのかが重要になる。

これを見るために、米国の9月雇用者数前年比伸び率と3か月前比伸び率を業種別にプロットしたのが図表5である。この図表では、45度線から下方に乖離するほど、足許における雇用者数の伸び鈍化が著しいことを示す。大半の業種で足許3か月の伸び率が前年比伸び率を下回っており、製造業に限らず広範囲で雇用者数の伸び鈍化が生じているが、中でも空運・陸運・水運業の雇用者は45度線との乖離が大きく、製造業同様に足許3か月の伸び率がマイナスに転じている。また、卸売も足許の伸びがゼロに近づいている。

図表5 米国主要業種の雇用者数伸び率変化



空運・陸運・水運と卸売は、サービス生産額のうち製造業部門に投入される割合が高いため、生産減少による影響を受けやすい構造になっており、実際に過去における雇用者数の動きは、製造業との相関が高い(次頁図表6)。足許の雇用者数伸び鈍化は生産伸び悩みの影響を受けたもので、製造業から非製造業に雇用者の伸び率鈍化が波及するルートの一つになっている可能性が指摘できる。今のところ比較的高いプラスの伸び率を保っている専門サービスも、過去の経験則から判断すると、この先製造業の影響を受けて雇用者の伸び鈍化が進む可能性があるということになる。こういった業種の雇用が、過去と同様製造業部門とともに弱まっていくのか、それとも製造業部門とは独立して堅調さを維持できるのかが、この先の米国景気とFRBの金融政策判断を左右するだろう。

図表6 業種別の製造業との雇用者伸び率相関係数と生産額のうち製造業への投入割合

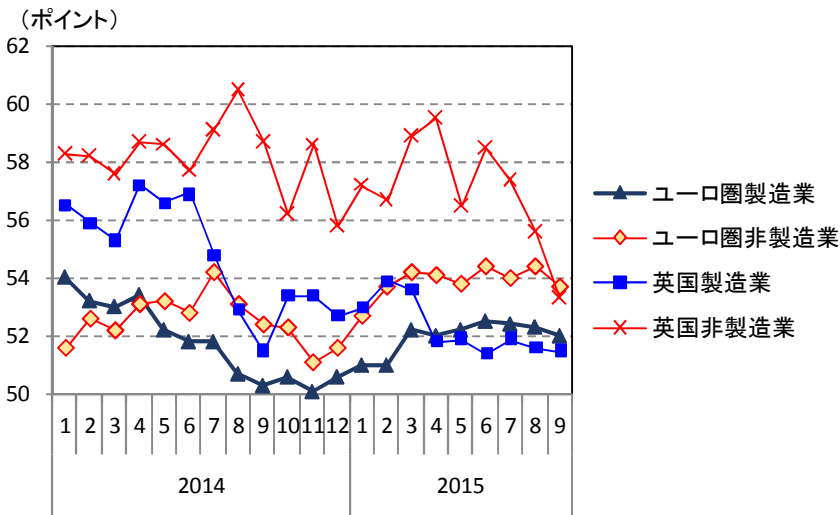
	生産額のうち製造業への投入割合 (%)	製造業との雇用者伸び率相関係数
建設	1.3	0.873
卸売	19.1	0.884
小売	0.9	0.817
空運・陸運・水運	20.3	0.920
その他運輸・倉庫業	5.6	0.695
公益事業	14.4	0.027
情報	1.7	0.739
金融	1.6	0.842
専門サービス	13.2	0.937
教育・医療	0.0	0.014
娯楽	1.9	0.775
政府	0.2	-0.090

(注) 製造業との相関係数は、過去10年間の雇用者数3か月前比伸び率で計算

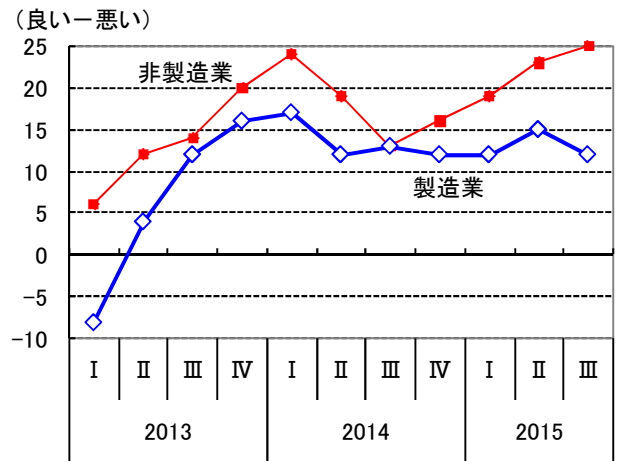
(資料) 米国労働省、米国経済分析局

製造業部門の動きが鈍化あるいは伸び悩む一方で、非製造業部門が相対的に堅調さを保っているという構造は、PMI 指数に見る英国とユーロ圏、そして日銀短観に示されるように日本でも共通している(図表7, 8)。これらの経済圏でも、製造業の減速が非製造業にどの程度波及するかが景気のカギを握る。グローバル全体の視点から見ると、新興国の景気減速が世界貿易の減少を通じて先進国にどの程度波及するか、ということであり、この点が米国をはじめとする先進国の景気と金融政策、ひいては世界経済全体の動きを見通す上で重要なポイントになるだろう。

図表7 英国とユーロ圏の PMI 指数



図表8 日銀短観 大企業業況判断DI



(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。