

Economic Monitor

5月に雇用情勢が失速、年内の引き締め転換は困難に

5月の雇用者数は5.4万人増へ失速。過去3ヶ月平均で見ても雇用増加ペースは加速が見られず。但し、米経済の5月減速は確かだが、他の統計も含めて判断すれば、雇用者数が示すほどの急減速に至ったとは現時点で判断できず。唯一確かなのは、Fedによる早期引き締めの可能性消失。

雇用増が5.4万人と昨年9月以来の低水準

5月の非農業部門雇用者数(NFP: Non-Farm Payroll)は前月差+5.4万人の小幅増加に留まった。国勢調査の影響を除くベースで昨年9月の+4.8万人(国勢調査の影響を含むベースでは▲2.9万人)以来の低い伸びである。遡及訂正により3月が+22.1万人から+19.4万人へ、4月も+24.4万人から+23.2万人へ共に下方修正されており、雇用増加ペースは従前の3~4月23.3万人/月が3~5月16.0万人/月へ急減速した。

これは2010年10~12月期の13.9万人/月、2011年1~3月期の16.6万人とほとんど変わらない。均してみれば、昨年10~12月期から雇用の回復ペースは加速していない。

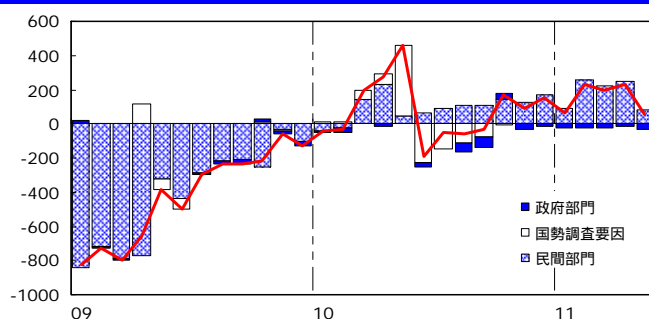
5月のNFPの増加幅は市場コンセンサスである前月差+17万人程度を大きく下回ったが、直前の6月1日に公表されていたADP調査において民間部門の雇用者数が+3.8万人(4月+17.7万人)まで減速していたため、市場には一定の備えがあったと考えられる。

NFPの内訳を見ると、民間部門が前月差+8.3万人(4月+25.1万人)に急減速したのが目立つ。政府部門は▲2.9万人(4月▲1.9万人)と減少が継続である。なお、5月後半にはサイクロンが米国を襲ったが、雇用統計の調査タイミングはサイクロン襲来の前であり、悪影響は現れていない。「悪天候による就業不能の就業者」は5.5万人と過去5年平均の5.8万人を下回った。サイクロンの悪影響は6月の雇用者数を押し下げる可能性があるだろう。

5月の失業率上昇は労働力率上昇を伴う

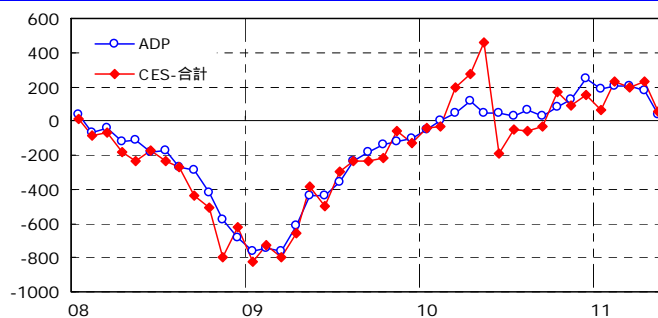
失業率は4月8.96%が5月9.05%へ0.09Pt上昇した。労働力率が4月64.15%から5月64.20%へ上昇、労働力人口が前月差+27.2万人(4月+1.5万人)と人口増加+16.7万人(4月+14.6万人)を上回るペースでの増加を示した。この労働力人口の大幅増加に対し、雇用増は+10.5万人(4月▲19.0万人)に留まり、残

非農業部門雇用者数の推移(前月差、千人)



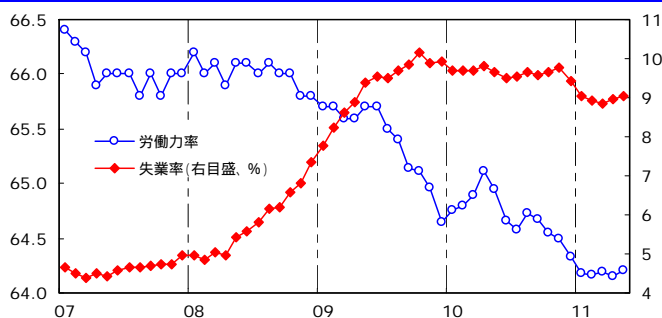
(出所) U.S. Department of Labor

ADP調査とNFPの推移(前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor, ADP

労働力率と失業率の推移(%)



(出所) U.S. Department of Labor

りの+16.7万人(4月+20.5万人)は失業者の増加に繋がったため、失業率が0.09%Pt上昇したと言える。但し、今回の失業率上昇は労働力率の上昇を伴っているため、それほど懸念する必要はない。足元の労働力率上昇には、就業機会が増加したとの認識に伴うもののみならず、失業保険給付の終了によるものも含まれるため、前向きとばかりは言えない。しかし、労働力率に下げ止まりの兆しが見えること自体は米国経済の長期的な成長余力を考える上でマイナスではないだろう。

雇用減速とは逆に賃金情勢は改善加速

賃金情勢を見ると、5月の平均時給は全労働者ベースで前月比年率3.2%(4月1.6%)、製造及び非管理労働者ベースでは3.8%(4月3.2%)と大幅に上昇した。前年比は、前者が1.82%(4月1.78%)、後者は2.10%(4月2.05%)と僅かな上昇に留まる。しかし、瞬間風速を示す前月比の高い伸びに基づく、現状程度の雇用需給が維持されれば、今後は前年比も徐々に高まる可能性が高いと判断できる。

長期失業問題は悪化

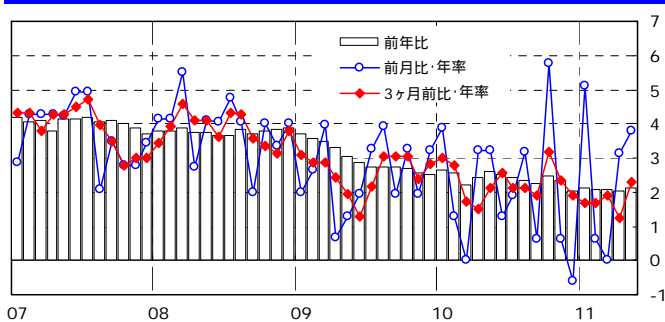
5月の長期失業者比率(失業者に占める長期失業者の比率)は44.6%(4月42.5%)へ上昇した。過去最高の3月45.2%は若干下回っているものの、極めて高い水準にあることは変わらない。また、平均失業期間は39.7週(4月38.3週)へ大幅に長期化、1月からの調査方法変更¹の影響を除いたベースでも36.8週(4月35.4週)と、共に過去最高を更新した。長期失業問題に進展は見られない。

さて、今回の雇用統計における問題は、何よりもヘッドラインであるNFPの失速である。失速理由の候補の筆頭に挙げる向きが多いのが、世界経済の拡大ペース鈍化である。確かに、新興国の金融引き締め進行などに伴い、世界経済は減速している。しかし、それは極めて緩やかであり、NFPの失速を説明するには明らかに力不足である。やはり、米国における要因を求めざるを得ない。周辺情報から、候補に挙がるのは①自動車関連セクターの低迷、②ガソリン高による消費減速、③住宅市場の不振である。

自動車関連セクターで雇用は減少せず

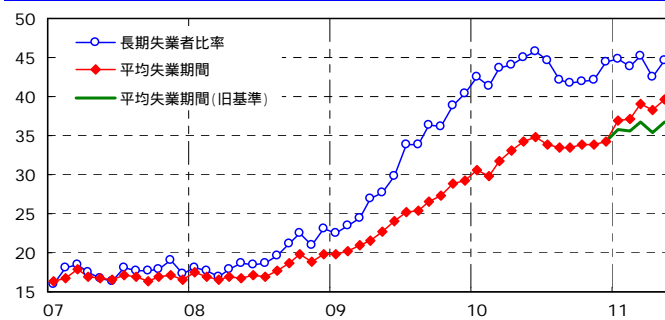
まず①自動車関連セクターの低迷だが、確かに4月の自動車生産は前月比▲8.9%と減少、5月の新車販売に至っては▲10.4%と二桁の落ち込みを記録した。しかし、こうした落ち込みの主因は需要側ではなく、日本の東日本大震災に起因したサプライチェーン途絶に

平均時給の推移(製造及び非管理労働者、%)



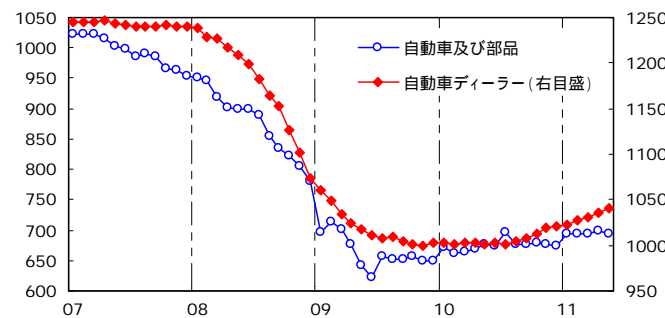
(出所)U.S. Department of Labor

長期失業の動向(%,週)



(出所)U.S. Department of Labor

自動車関連セクターの雇用者数(千人)



(出所)U.S. Department of Labor

¹ 昨今の失業期間長期化の傾向を受けて、2011年1月調査から報告できる失業期間の上限が従来の2年迄から5年迄に延長されている。この上限変更による平均失業期間押し上げの影響を除いて考える必要がある。

よる日本勢を中心とした供給制約であり、G3や欧州勢、韓国勢の販売は堅調を維持²、かつ日本勢の生産縮小も解消へ向かいつつある。例えば、米トヨタの販売担当副社長は6月には工場稼働率が急回復すると述べている³。サプライチェーン途絶が短期で解消するのならば雇用を圧縮する必要は少ない。実際、雇用統計でも自動車生産セクター（自動車及び部品製造）の雇用者数は前月比▲0.5%（前月差▲0.3万人）の小幅減少に留まり、自動車販売ディーラーは0.2%（+0.3万人）と僅かながらも増加している。自動車関連セクターの低迷をNFP失速の主たる要因とするのは難しい。なお、製造業の雇用者数は前月差▲0.5万人（4月+2.4万人）と減少に転じたが、落ち込んだのは耐久財生産（4月+1.8万人→5月+0.8万人）よりも非耐久財生産（+0.6万人→▲1.3万人）であり、食品加工や紙製品生産、印刷などで減少が目立つ。

小売セクターの雇用減は復活祭要因

次に、②ガソリン高による消費減速は、小売業の雇用者数が5月に前月差▲0.9万人と減少に転じたことから、一定の説明力を有するように見える。ただ、復活祭のタイミングのズレで今年の雇用増加が4月に集中した反動である可能性が高い。小売業の雇用増加は原系列で見ると、3月前月差+6.0万人→4月+13.0万人→5月+8.5万人であり、これは金融危機前2004～2007年平均の増加パターン3月+8.2万人→4月+6.2万人→5月+11.7万人と大きく異なる。

こうした季節性のズレが4月の雇用急増と3月及び5月の低迷に繋がったと推測される（これは小売業の販売動向からも裏付けられる）。なお、3～5月累計の雇用増加数は2011年が27.5万人と、2004～2007年平均の26.1万人を寧ろ上回っている。

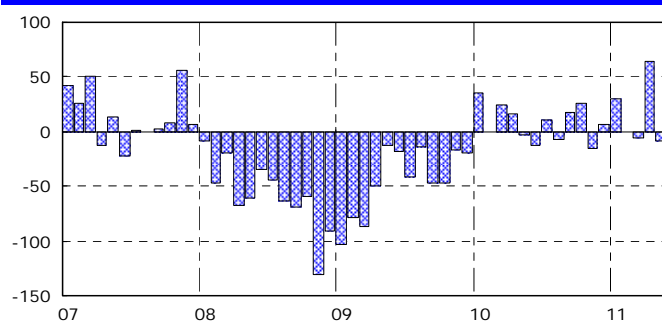
最後に、③住宅市場低迷の悪影響は住宅建設の雇用者減少（4月▲0.2万人→5月▲0.6万人）から確認できるものの、販売サイドの不動産業は+0.3万人（4月+0.5万人）と寧ろ増加している。何よりも、住宅市場の低迷は今に始まったことではない。少なくとも5月の雇用統計に大きな影響を及ぼしたとは判断出来ないだろう。

5月急減速は3・4月急増の反動

以上①～③を見てくると、どれも多少の悪影響を及ぼしたものの、十分な説明力があるとは言えない。三つの中で多少有力なのは、季節性の歪みが小売業に多少の影響を及ぼし4月を押し上げ、5月を押し下げたぐらいである。要因が特定しにくい下で浮上するのは、そもそもベースとしての米国経済の雇用創出力が脆弱なものに留まっている可能性である。3～4月に企業は採用増に動いたが、更なる雇用増加を行うほどには将来の経済が拡大しないと判断し、5月に採用ペースを緩めたとの見方である。これは冒頭で述べたように3～5月の雇用増16.0万人/月が、2010年10～12月期の13.9万人/月や2011年1～3月期の16.6万人と、概ね同程度に留まったことから支持される。この場合、5月の雇用失速は、あくまでも3・4月の急増の反動に留まる。

5月にかけて、米国経済が製造業を中心に減速したことは幅広い統計から確認できる。既に述べた4月の

小売業の雇用者数推移(前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor

² 詳細は6月2日付Economic Monitor「東日本大震災の影響が甚大な5月の米新車販売急減」を参照。

³ カーター副社長は6月1日に「5月は3割だった米国工場の稼働率が6月には7割に上昇する」と述べている。

鉱工業生産や製造業受注、4～5月の製造業ISM指数の悪化が代表的である。またガソリン高が購買力低下を通じて個人消費を下押ししたことも4月の消費支出や4～5月の小売業販売の減速などが示唆している(但し6月のガソリン価格は低下の見込み)。

米経済急失速のエビデンスは乏しい

しかし、5月の雇用統計で示されたような「失速」が米国経済を襲ったことを裏付けるエビデンスは乏しい。前述のように、雇用統計でも賃金は改善の動きを強め、新規失業保険申請件数は増加したものの、あくまで緩やかであり、週次で見れば5月後半にかけては減少している。非製造業ISM統計の雇用指数は3月53.7が4月に51.9まで低下した後、5月は54.0と3を上回る水準まで上昇した。加えて、連銀景況感調査では企業の先行き判断の悪化は限定的であり、特に設備投資意欲は高水準が続いている。

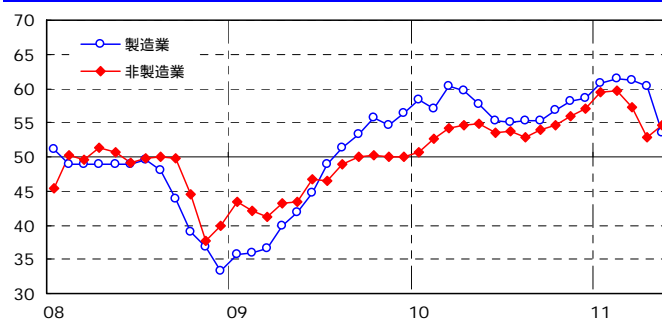
以上を踏まえて判断すれば、米国経済の回復モメンタムは4月のFOMC見通しに示された3%前半半(3.1～3.3%、最終四半期前年比)からは明らかに低下したものの、5月の雇用統計に示されたほどの失速(2011年成長率換算で考えると2%前後への低下か)が生じたとは現時点で判断できない。6月以降は、ガソリン価格の低下やサプライチェーン復旧などを受け、多少のリバウンドも予想される。当社は2011年の成長率を一貫して2.8%程度と予想してきた。

見通しを下方修正する必要があるか否かの判断は、5月以降の米国経済の動向に関するエビデンスがもう少し積み上がるのを待ってから行うこととしたい。

2011年内の金融引き締め転換は極めて困難に

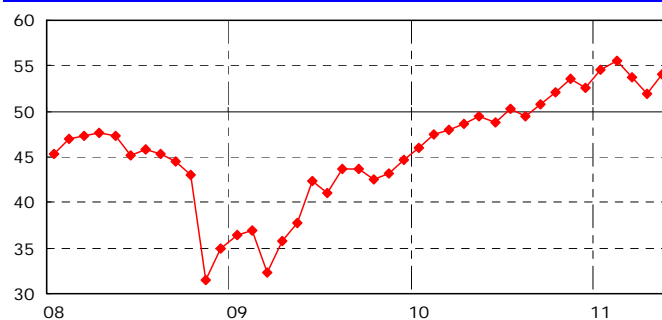
今回の雇用統計において、唯一はっきりしたのはFOMCの一部タカ派が主張するような、金融緩和状態の年内解除が極めて困難なことである。2011年内に緩和解除に向けた十分なエビデンス、つまりは米国経済高成長を示す統計が集積されるとは考えにくい。一方で、ヘッドライン・インフレの高止まりなどを踏まえれば、QE3実施のハードルは極めて高い。QE3の実施に至るには、2012年見通しの大幅な下方修正、例えば現行の3.5～4.2%が2%台へ下方修正されるような断層をもった変化が必要であろう。FedはQE2を6月で予定通り終了し、当面はバランスシートを高水準に維持することで金融緩和状態を維持、経済や物価動向の先行きを見守る可能性が高い。Fedが掲げるStock Viewにおいては、毎月の国債買入額ではなく、バランスシート残高こそが金融緩和度合いを示す指標であり、6月にそれは最大となる。

ISM調査の企業景況感(中立=50)



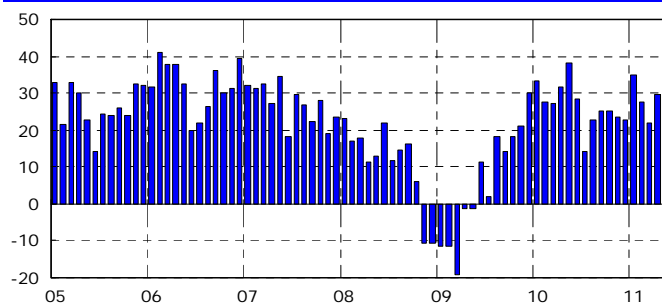
(出所)Institute for Supply Management

非製造業ISM雇用指数の推移(中立=50)



(出所)Institute for Supply Management

設備投資見通しDI(ゼロが中立)



(出所)NY Fed