

みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 9 日)

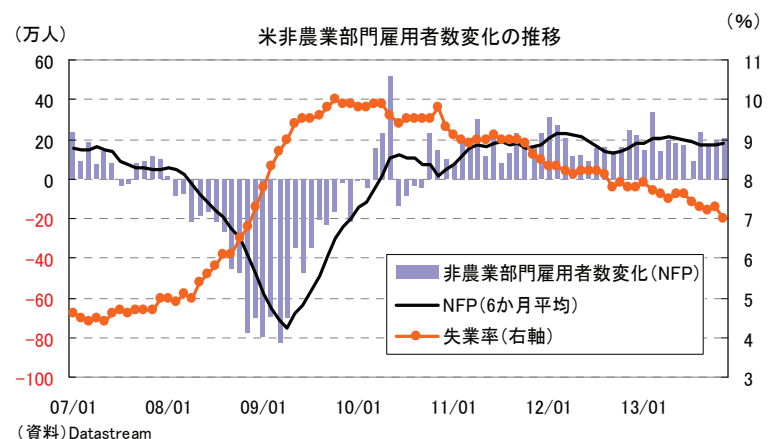
米 11 月雇用統計や年内 tapering の行方などについて

米 11 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)の変化に関し、前月比 20.3 万人増と市場予想を上回った。失業率も 0.3 ポイント改善の 7.0%となっており、実に 5 年ぶりの低水準となった。これまでのように労働力人口の減少を伴うテクニカルな動きではなく、労働参加率の上昇も見られており、失業率の低下としては理想的。但し、労働参加率は 35 年ぶりの低水準からの反発であり、10 月の政府機関閉鎖に関連した統計上の歪みも踏まえれば、結果はある程度幅を持って見る必要。俄かに 12 月 FOMC における tapering スタートを予想する声が高まっているが、敢えてリスクをとって 12 月に決定することの唯一のメリットとしては、年内スタートを宣言した「FRB の信認確保」という点くらい。新体制移行を直前に控え、しかも流動性の低い年末というタイミングで、敢えて博打をする価値はそれほど大きくない。

～米11月雇用統計:総じて前向きであるものの、歪みは拭えず～

先週6日(金)の米11月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)の変化に関し、前月比20.3万人増と市場予想の中心(同18.5万人増)を上回った。一方、失業率は7.3%から7.0%へ0.3ポイント改善し、2008年11月以来、実に5年ぶりの低水準となった。これまでのように労働力人口の減少を伴うテクニカルな動きではなく、労働参加率の上昇も見られており、失業率の低下としては理想的なものである(図)。但し、労働参加率は35年ぶりの低水準からの反発であり、10月の政府機関閉鎖に関連した統計上の歪みも踏まえれば、結果はある程度幅を持ってみたい。なお、過去分に関しては9月分が同16.3万人増から同17.5万人増へ上方修正された一方、10月分が同20.4万人増から同20.0万人増へ下方修正されており、計0.8万人の上方修正となっている。

この結果を受けて、FRBによる年内taperingスタートへの期待が否応なしに高まっており、ドル/円は再び103円台を回復している。だが後述するように、年内tapering に拘るメリットとしてはFRBが「自身の名誉(信認)を回復する」ということ以外に見出し難く、敢えてリスクをとって流動性の薄い年末に重大な決断を下す必要があるのか疑問が残る。11月雇用統計のポイントとしては①労働参加率上昇を伴う失業率低下、②労働時間及び賃金の回復基調、③全業種に亘った雇用回復



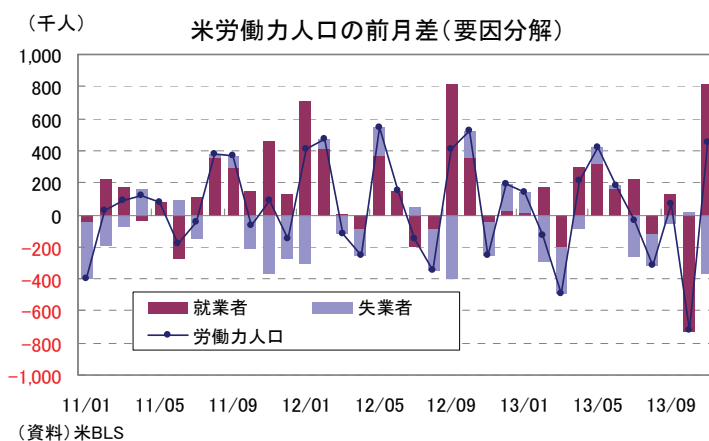
などが挙げられ、総じて前向きな内容と評価できる。

～失業率は理想的な低下～

11月の失業率(失業者/労働力人口)低下は、従前のような労働参加率の低下を伴う動きではなく、労働力人口の増加を伴う、理想的な動きであった。具体的には、16歳以上の一般市民人口が前月比18.6万人増えたのに対し、労働力人口は同45.5万人増、非労働力人口には同▲26.8万人減少している。この結果、労働参加率(労働力人口/16歳以上の一般市民人口)は62.8%から63.0%へ2か月ぶりに上昇した。但し、前回10月分の62.8%が実に35年ぶりの低水準であり、前月からも大幅低下(▲0.4ポイント)だったことを踏まえれば、手放しで喜べない部分もある。今回のような失業率低下が継続して初めて、FRBも安心してtaperingに踏み切れるだろう。

労働力人口(労働力人口=失業者+

就業者)を詳しくみていくと、就業者が同81.8万人と増加しており、これは2000年1月に次ぐ、過去2番目に大きな増加幅となる。2000年1月は人口推計変更による影響を受けて上振れたことを踏まえれば、実質的には今回が過去最大との見方もできる。一方、失業者は同▲36.5万人と減少しており、これは2012年9月以来、14か月ぶりの大きな減少幅である。就業者数の増



加幅も失業者数の減少幅も顕著に大きなものであり、失業率(失業者÷労働力人口)低下は必然の結果だが、労働力人口に係るこうした大きなスイングは政府機関閉鎖の影響を受けた統計上の歪みという指摘もある。改善が基調的なものかどうかは、単月データだけからでは判断できないだろう。また、バーナンキFRB議長が長らく懸念する長期失業者(失業期間が27週間以上の者)は同0.3万人増の406.6万人と3か月ぶりに増加し、依然として高水準にある。今後これらの層が労働市場に復帰してくることを踏まえれば、失業率は下がり難くなる。

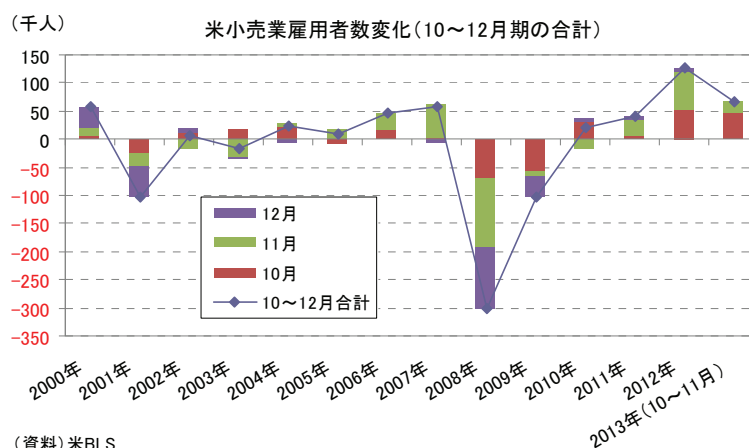
11月雇用統計では労働時間と賃金の需給に引き締めが見られている点も明るい材料である。平均週労働時間は同0.1時間増の34.5時間、平均時給が前月比4セント増の24.15ドルで共に前月比増加している。賃金と労働時間の増加が同時に起きるのは今年5・6月以来であり、労働市場の本格回復の兆しになるか注目される。こうした傾向が続けば、冴えないインフレ動向にも反転の兆しが生まれてくるだろう。なお、同じく6日(金)に公表された個人消費支出(PCE)コアデフレーターは前年比1.1%上昇と停滞が続いており、物価面からは引き締めの必要性は全く感じない。

～業種別:ADP雇用統計で示された通りの民間部門の強さ～

部門・業種別にみると、財部門、サービス部門共に雇用増ペースが加速している一方、政府部門では連邦政府における雇用減が足枷となる構図が続いている。

まず、財部門は同4.4万人増と4か月連続で増加し、増加幅としても今年2月以来の大きさとなった。過去4か月で財部門の増勢は月を追うごとに加速しており(8月2.0万人増→9月2.9万人増→10月3.1万人増→11月4.4万人増)、モメンタムの強さを感じる次第である。内訳を見ると、製造業が同2.7万人増と4か月連続で増加し、増加幅としても今年2月以来の大きさとなったことが目立つ。これは特に自動車及び同部品や食品製造の増加を反映した動きである。また、建設業も同1.7万人増と6か月連続で増加するなど好調な動きが持続している。

一方、サービス部門は同15.2万人増と引き続き雇用全体を支えており、特に運輸・倉庫業や小売業など年末商戦の恩恵を受けそうな業種が好調な結果を示した(それぞれ同3.1万人増、同2.2万人増)。小売業は2011年や2012年の11月に比べて特に強いとは言えないが、図示されるように、季節的に膨らみ易い10～12月期の小売業の動きは金融危機以前の勢いを取り戻して



いるように見受けられる。上述したような労働時間と賃金に係る需給の引き締まりが、堅調な内需の源泉となり、小売業を筆頭とするサービス部門の雇用に波及していることは少なからず事実だろう。なお、小売業の中身をみると、総合スーパー(GMS=General Merchandise Store)の増勢などが目立っており、年末商戦の恩恵を見て取ることが出来る(同1.4万人増)。それ以外にも、教育・医療介護業が同4.0万人、専門業(Professional and business services)が前月の同3.5万人増、娯楽業が同1.7万人増と満遍なく大きな伸びを見せている。財部門にしても、サービス部門にしても特に弱い部分を指摘することが難しい内容で、4日(水)の11月ADP雇用統計が民間部門の好調さを示したことと平仄が合う。

なお、政府部門は同0.7万人増と2か月ぶりの増加で、一部政府機関閉鎖の影響から復元がみられている。とはいえ、州政府が同0.8万人増、地方政府が同0.6万人増と増勢を継続する一方、連邦政府が同▲0.7万人増と足を引っ張る構図は変わっておらず、米雇用統計においては引き続き予算協議を巡る政治動向が直接的な下押し要因となっている。

～今、博打をするメリットとは？～

これらの結果を踏まえ今月18～19日のFOMCでtaperingが決定されるのではないかとの思惑が強まっているが、真っ当に考えれば今回は見送りが無難だろう。大勢の予想を裏切る格好で9月の見送りが決定されたのはあくまで「10月以降の財政協議の行方を見極めたい」という政治面への配慮があった。1月以降に再び財政協議を控える現状は当時とあまり変わっておらず、「12月にやるならば、何故9月にやらなかったのか」との思いはどうしても抱かれる。

敢えてリスクをとって12月に決定することの唯一のメリットとしては、年内スタートを宣言した「FRB

の信認確保」という点が指摘できる。恐らく、12月にtaperingを決定すれば、もう1つの宣言事項である「2014年半ばの買い入れ終了」に関しても予想確度は高まるだろう。この点、FRBのコミュニケーション戦略上、軽視できないメリットはある。9月の見送りでFRBの信認は相当毀損した感が強く、これを修復したいとの思いが働いても不思議ではない。だが、もはやそれは精神論の世界であり、筆者の率直な印象としてはもっと米株価や米金利そしてインフレ率が騰勢を強めてから、市場のムードに素直に従うようにtaperingを決定すれば良いと考える。新体制移行を直前に控え、しかも流動性の低い年末というタイミングで、敢えて博打をする価値はそれほど大きくないだろう。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ/backnumber.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3を見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かし」のパターン)を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は…～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場
2013年7月26日	週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いへ～)
2013年7月24日	本邦6月貿易収支について
2013年7月23日	「Believe me」から1年～ドラギ総裁の演技力はどこまで続くか～
2013年7月22日	週末の各種イベントに対する論点整理～中国、G20、参院選～
2013年7月19日	週末版(直近の対内・対外証券投資動向を受けて～過去最大の対外証券投資の読み方～)
2013年7月18日	参院選後の株・為替市場はどう動くか？
2013年7月17日	最近のユーロ圏貿易収支～「ネガティブなユーロ買い要因」～
2013年7月16日	フランスの格下げについて～取り残される経常赤字～
2013年7月12日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～「2年で2%上昇」の確度が意識される時～)
2013年7月11日	ドル相場の乱高下について～「単なる調整」と割り切るべきか～
2013年7月9日	ユーロ圏財務相会合について～細分化融資に映る不信心～
2013年7月8日	ECBの時間軸政策導入はユーロ「円」化の兆候か
2013年7月5日	週末版
2013年7月4日	最近の対内・対外証券投資動向について
2013年7月3日	ECB理事会プレビュー～3つの論点について整理～