

みずほマーケット・トピック(2014 年 10 月 6 日)

米 9 月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～

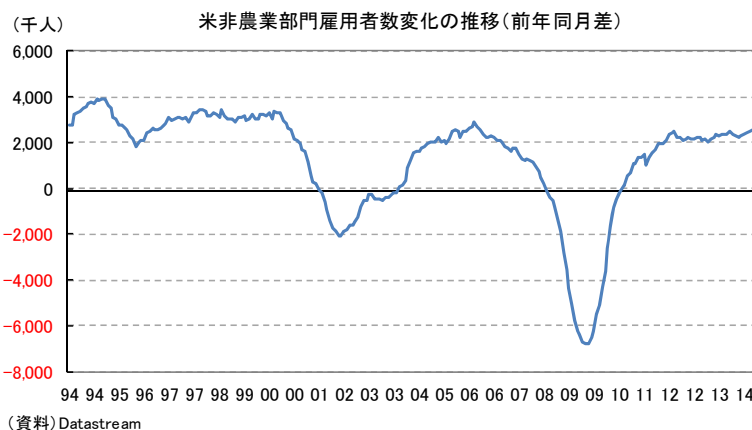
米 9 月雇用統計は、非農業部門雇用者数変化に関し、前月比 24.8 万人増と市場予想の中心を上回り、失業率も 5.9%と、実に 6 年ぶりの低水準を記録した。一方で、労働参加率が 78 年以来の低水準に落ち込んでいる上、賃金や労働時間については逼迫感がないという不安点は残り、労働市場のスラックに係る文言が近々にも削除されるのは難しいという印象も残った。とはいえ、今年の雇用の増勢は非常に強く、前年差で見れば金融バブル絶頂の 05～06 年並み。なお、07 年 12 月を起点とした場合、喪失した雇用は全て復元されており、経験則に照らせば利上げはいつあっても不思議ではない。もちろん、賃金停滞が続く中で「量」は回復したものの、「質」は全く伴っていないという指摘は有り得るが、不況で喪失した雇用が復元されたにも拘わらず、利上げが実施されていないというケースは過去殆どない。現状は 90 年 7 月に始まった不況期とイメージが被る。

～米 9 月雇用統計を受け、ドル全面高～

先週 3 日(金)に米労働省が発表した 9 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比 24.8 万人増と市場予想の中心(同 21.5 万人増)を上回り、失業率も 5.9%と、実に 6 年ぶり(2008 年 7 月以来)の低水準を記録した。元より順調な道を歩んでいた FRB の正常化プロセスが一段と正当化される結果になったと言える。後述するように、労働参加率が 1978 年以来の低水準に落ち込み、賃金や労働時間については逼迫感がないという不安点は残るが、雇用の増加ペースを過去の局面と比べればもう既に利上げに踏み切られていても不思議ではないのも確かである。この結果を受けてドル買いが一段と進んでおり、対ユーロでは 1.2501、対円では 109.91 円をつけている。

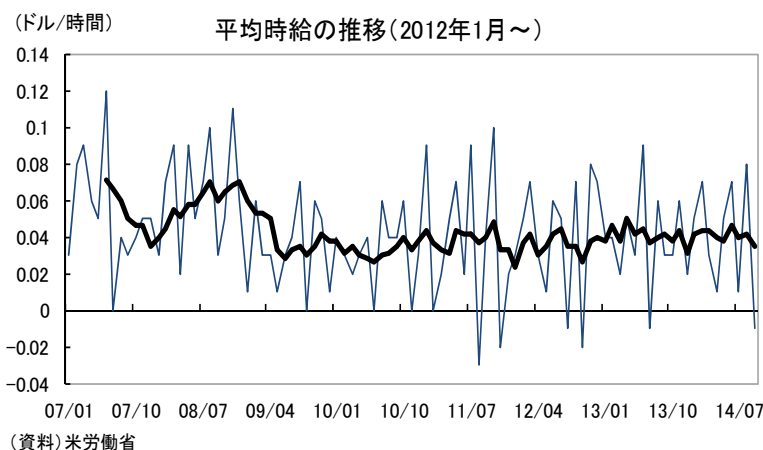
～前年差で見れば金融バブル絶頂並み？～

まず、雇用者数変化に関し見ていくと(図)、9 月の同 24.8 万人増が好調だったことに加えて、7 月が 21.2 万人増から 24.3 万人増、8 月が 14.2 万人増から 18.0 万人増となっており、合計 6.9 万人、上方修正されている。なお、前年同月差で見れば(図)、9 月は前年比 264 万人増となっており、これは金融バブルが絶頂であった 2005～06 年頃、これよりはっきりと増えていた頃だとすれば 1990 年代まで遡る必要がある。後述するように、今次後退局面で喪失した



雇用は全て復元されていることを考えると、利上げは確かにそれほど不思議なことではない。

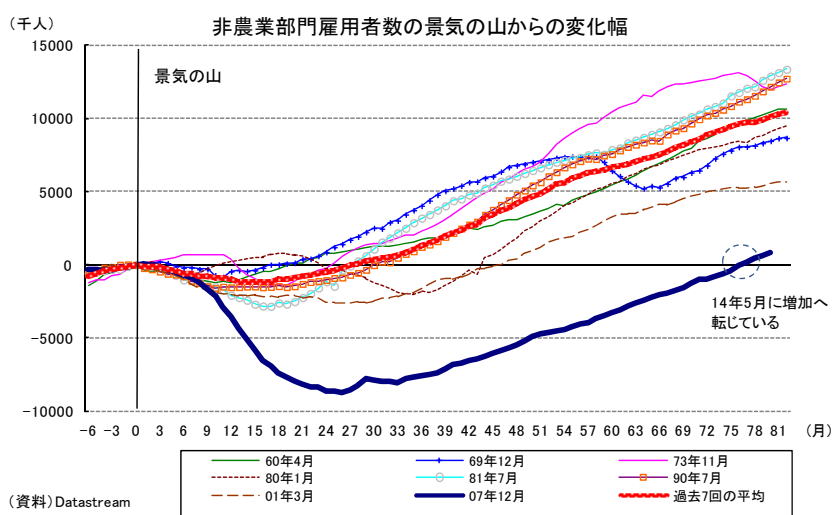
一方、6年ぶりに6%の大台を割り込んだ失業率だが、ヘッドラインだけではなく、経済情勢を理由としてパートタイムで就業している人や就職を諦めた人などを含む広義失業率(U-6 失業率)も2008年以来の水準まで低下した。とはいえ、労働力人口が同▲9.7万人と減少していることには留意する必要がある。これに伴い労働参加率は62.7%と1978年以来の低水準へ低下している。



また、平均週労働時間は34.5時間から34.6時間と同0.1時間増加しているものの、注目される平均時給は▲0.01ドル低下(24.54ドル→24.53ドル)しており、労働需給に関し、逼迫感は見出せない。なお、週平均労働時間は全雇用者ベースでこそ増えているが、生産及び非管理職雇用者(production and nonsupervisory employees)ベースで見れば、▲0.1時間(33.8時間→33.7時間)と減少している。こうした失業率周りの計数を客観的に踏まえる限り、少なくとも今月28～29日のFOMC 声明文で労働市場のスラックを懸念する文言「広範な労働市場の指標は労働資源の活用不足が著しいこと(significant underutilization of labor resources)を示唆している」が削除されるのは難しいのではないかと。

～雇用復元ペースで言えば利上げは適切～

なお、非農業部門雇用者数の復元程度に関し、過去の後退局面と比較した場合、利上げはいつ着手されても不思議ではない。右図は米国が過去に経験した後退局面に関し、そのスタート地点(要するに谷)からの雇用復元ペースを比較したものである。一見して分かる様に、サブプライム危機に端を発する今次局面で失われた雇用は2010年9月には▲800万人にも達し、FRBに一連のQEシリーズを強いるに至った。その後、極めて緩やかながらも雇用は復元を続け、今年5月に漸く喪失した雇用を全て復元するに至っている。実に、後退局面に入ってから6年5か月掛かったことになり、当然、過去最長である。



その後、極めて緩やかながらも雇用は復元を続け、今年5月に漸く喪失した雇用を全て復元するに至っている。実に、後退局面に入ってから6年5か月掛かったことになり、当然、過去最長である。

もちろん、この過程で失業期間が27週間以上に亘る長期失業者は爆発的に増え、依然高止ま

りしているし、上述したように労働参加率や賃金は未だに停滞しているという問題は残る。それゆえ、米国の潜在成長率がかつてより落ち込んでいるとの指摘は散見され、賃金の伸びが未だに芳しくない背景をその辺りに求める声も消えてはいない。要するに「量」は回復したものの、「質」は全く伴っていないという指摘はその通りではある。

しかし、歴史を振り返ってみても、後退局面で失われた雇用を完全に取り戻しているのに、利上げに転じられていないケースは殆どないという経験則も気にしたい。唯一、1990年7月に始まった後退局面は最初の利上げに転じるまで3年7か月掛かり、これが雇用の完全復元に掛かった期間である2年7か

月よりも長かった。具体的には、3年7か月後に利上げに転じた時に雇用は後退局面入り直前に比べてネットで290万人増えた状態にあった。現状に目を転じれば、雇用の復元数はネットで83.7万人程度であり、1990年7月のケースに比べると、まだ距離がある。だが、市場が見越す利上げ時期は今から8～10か月後の2015年央である。仮に、月20万人の増勢ペースが維持されるなら、例えば10か月後である来年7月に利上げをするのだとすれば、今からプラス200万人(20万人×10か月)が積み増されることになり、概ね1990年7月のケースと同パターン(290万人まで雇用を純増させたところで利上げ)を踏襲することになる。経験則に照らせば、来年央の利上げは雇用面から十分考え得る。

景気後退局面入り後、利上げと雇用復元までに掛かった期間

後退局面入り	利上げ	掛かった期間		利上げに踏み切った時の雇用喪失数(3)
		利上げまで(1)	雇用復元まで(2)	
1973年11月	1974年12月	1年1か月	2年1か月	▲25.2万人
1980年1月	1980年8月	7か月	3年8か月	▲70.8万人
1981年7月	1982年1月	6か月	2年4か月	▲103.7万人
1990年7月	1994年2月	3年7か月	2年7か月	+290万人
2001年3月	2004年6月	3年3か月	3年11か月	▲105.8万人
2007年12月	?	14年9月現在、6年8か月経過中・・・		現在+83.7万人

(資料) Bloomberg、全米経済研究所(NBER)

(1)後退局面認定後の利上げまでの期間。認定直後に「利上げ→利下げ」

という動きが見られた場合、その利下げから「次の利上げ」までの期間をカウント

(2)後退局面で喪失した雇用が完全に復元されるまでの期間

(3)後退局面認定後から利上げ時点までの雇用者数変化

以 上

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

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.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～積み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP))などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型TLTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事故的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内外対証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～ブラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かれ難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらずも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDP)について～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて