

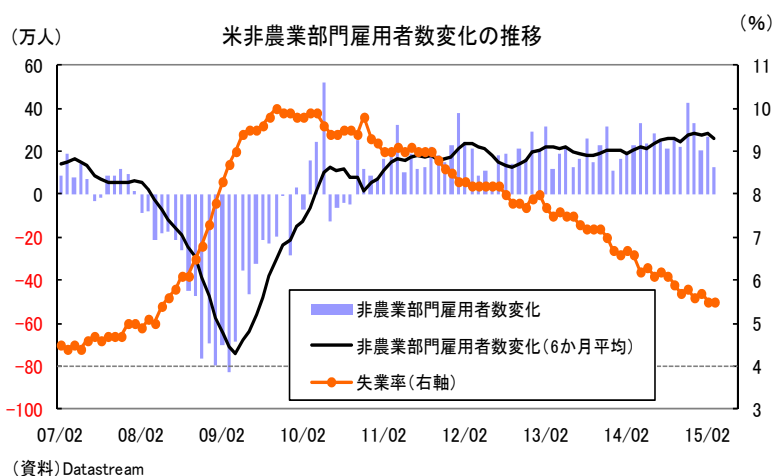
みずほマーケット・トピック(2015 年 4 月 6 日)

米 3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～

米 3 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比+12.6 万人と市場予想の下限にすら届かず、2013 年 12 月以降で最小の増加幅となった。失業率についても 5.5%と前月から横這いに。平均時給は前年比+2.1%と穏当な伸びが維持されているが、平均週労働時間が 34.6 時間から 34.5 時間へ減少しており、さほど逼迫感を感じられず。今回の雇用統計は発表前から悪天候や西海岸のストライキといった一時的要因による下押しが懸念されていたが、この言い訳がどこまで通るのかは定かではない。現にドル高の悪影響は各種ハードデータに現れているようにも見受けられ、雇用統計悪化の背景に関し、一時的要因なのか、景気要因なのかは見極める局面に差し掛かっている可能性。引き続き本欄ではFRBの利上げ着手に関し、「最速9月、順当でも12月」を前提に為替相場の見通しを考えている。為替経路での引き締め効果は引き続き侮れない。

～6 月利上げの芽はほぼ潰えた印象～

米 3 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化(事業所調査、季節調整済み)に関し、前月比+12.6 万人と市場予想の下限にすら届かず、2013 年 12 月以降で最小の増加幅となった(市場予想の中心は同+24.5 万人)。また、1 月分については+23.9 万人から+20.1 万人へ▲3.8 万人、2 月分については+29.5 万人から+26.4 万人へ▲3.1 万人、計▲6.9 万人下方修正されている。また、家計調査に基づく失業



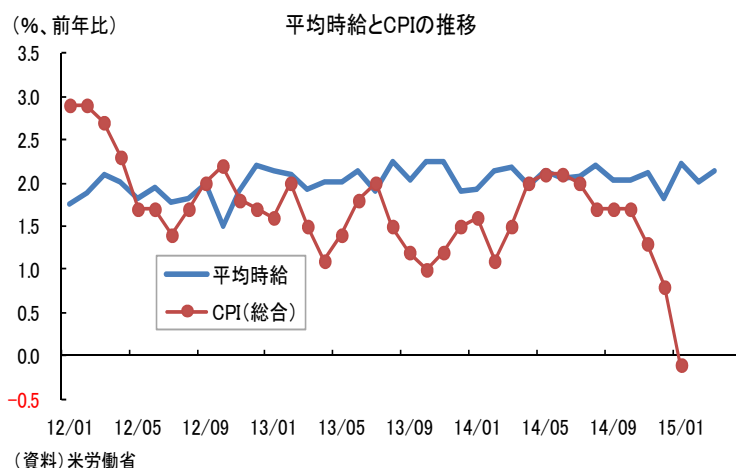
率は前月から横這いの 5.5%となっている。失業者数自体が大幅に減少したものの、同時に労働参加率も低下(労働力人口は減少)していることから、失業率は低下しなかった。民間部門の平均時給は前月比+0.07ドルの 24.86ドル、前年比では+2.1%となっており、穏当な伸びが維持されているが、同じく民間部門の平均週労働時間が 34.6 時間から 34.5 時間へ減少しており、さほど逼迫感を示すものではない。今回の雇用統計は発表前から悪天候や西海岸のストライキといった一時的要因による下押しが懸念されていたが、この言い訳がどこまで通るのかは定かではない。現にドル高の悪影響は各種ハードデータに現れているようにも思われ、雇用統計悪化の背景に関し、一時的要因なのか、景気要因なのかは見極める局面に差し掛かっているのかもしれない。

この結果を受けて為替相場ではドル相場が急落しており、対ユーロで 1.1027、対円で 118.71 円をつける動きが見られている。引き続き本欄では FRB の利上げ着手に関し、「最速 9 月、順当でも 12 月」を前提に為替相場の見通しを考えている。言い方を変えれば、6 月利上げの芽はほぼ潰(つ)えたという印象を持たざるを得ない。

～実質所得環境は改善していそうだが・・・～

3 月の失業率(失業者/労働力人口)に関し、詳しく見ていくと、失業者が前月比▲13 万人もの減少となる一方で、就業者が同+3.4 万人の増加に止まっており、労働力人口全体では同▲9.6 万人と減少している。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 62.7%と 1978 年以来の水準まで落ち込んでおり、失業者が減少したにも拘わらず失業率が改善しないという構図になっている。失業理由別の動きを見ても、新規参入(New entrants)が同▲15.7 万人と大宗を占めており、労働市場への参入(ラフに言えば求職活動の開始)が少なかったことが、定義上、失業者の数を押し下げた事情が透けて見える。

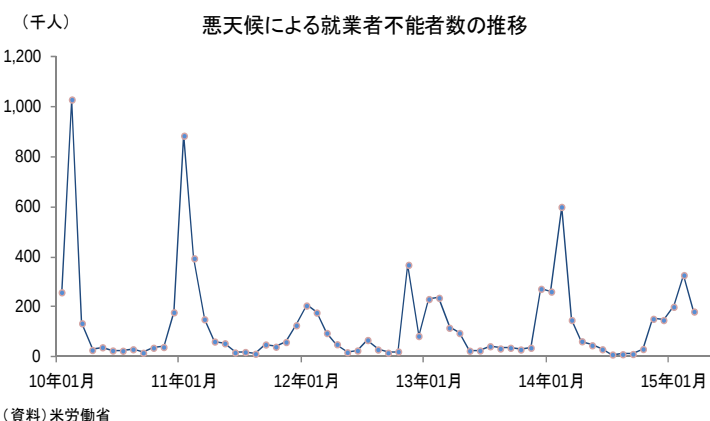
なお、FRB の利上げ着手にあたって注目される賃金動向についてはそれほど悲観的な内容ではなく、ここまでの消費者物価指数(CPI)の急落を踏まえれば実質ベースでの所得環境は良好だと考えられる(図)。しかし、上述したように賃金動向と平仄が合うように労働時間が伸びているわけではなく、また、平均残業時間も横這い(4.3 時間→4.3 時間)であることから、やはり利上げに踏み切るほどの逼迫した労働需給環境があるようには見受けられない。



もちろん、賃金の加速は失業率の改善に遅行するものであるため判断は尚早だが、後述するように幅広い業種で雇用増加ペースにブレーキが掛かっている印象は拭えず、賃金が加速してくる展開は今のところ想像が難しい。

～実質所得環境は改善していそうだが・・・～

業種別に見た場合、+12.6 万人の内訳は財部門が▲1.3 万人、サービス部門が+14.2 万人、政府部門が▲0.3 万人となっている。財部門の雇用減少は 2013 年 12 月以来、15 か月ぶりである。この間、悪天候による雇用統計悪化は何度か経験していることを踏まえると、やはり今回の悪化を一過性のものと割り切って良いものかは判断に迷う。今回、

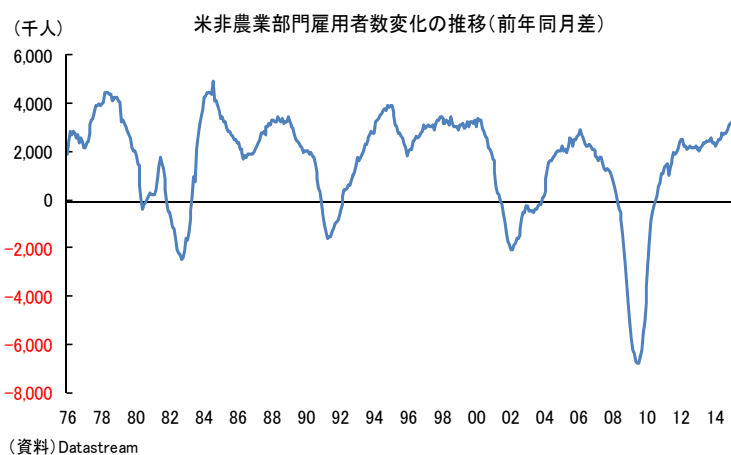


悪天候による就業不能者数は 18.2 万人であり、2014 年 3 月の 14.8 万人、2013 年 3 月の 11.7 万人、2012 年 3 月の 9.6 万人と比べれば確かに大きめではある。ここに西海岸でのストライキを踏まえれば、今回のヘッドラインの下振れが一時的な落ち込みである可能性も否めない。だが、財部門のうち、製造業を見ると、今月は▲0.1 万人と 2013 年 7 月以来、20 か月ぶりの減少となっている。製造業の雇用者数は昨年 12 月以降で明らかに失速しており、これが果たして悪天候に振らされたものなのか、それともドル高を受けた米企業の業績不振を表したものなのかは定かではない。しかし、過去 1 か月を振り返れば、米 2 月鉱工業生産の伸び鈍化やこれに伴う稼働率低下、米 2 月耐久財受注の予想外のマイナスそして米輸出の失速(14 年 2 月～15 年 1 月は 2 か月連続で前年比マイナス)など、明らかにドル高の影響を受けていそうな不安なハードデータが散見されている。やはり FRB の孤高の正常化路線が為替経路を通じて引き締め効果を持ち始めている疑いは強い。

～利上げに耐え得る強靱さはあるのか？～

冒頭述べたように、引き続き本欄では

FRB の利上げ着手に関し、「最速 9 月、順当でも 12 月」を前提に為替相場の見通しを考えている。筆者の本音としては物価が上がらず、FRB 高官がこぞってドル高の悪影響を懸念する状況にあつて何故正常化を進める必要があるのかは釈然とせず、「利上げはできてもせいぜい 1～2 回」という印象を持っている。もちろん、上述のような前月比ではなく、前年比で見れば+300 万人を



超える増勢が過去 4 か月続いており、これは歴史的に見ても極めて堅調である。この点に照らせば利上げに違和感はないだろう。

しかしながら、「先進国で唯一の正常化」という決定的な一打に着手するためには、世界の通貨高を全て引き受けるほどの覚悟と強靱さが実体経済に求められて然るべきであり、この点に照らせばやはり不安は拭えない。過去 2 年間を正常化のためのコミュニケーションに費やしてきた以上、少なくとも最初の 1 回は面子のためにも必ずやるだろう。だが、その後は「あと何回できるのか」が論点になる。市場のテーマがそうした論点に移った時、長らく続いたドル全面高の局面に潮目が訪れると筆者は考えている。そう考えると、来年の円相場見通しを形成するにあたっては、日米金融政策格差を背景に議論を進めるのは難しくなってくる可能性も視野に入れた方が良いでしょう。

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
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～「prudent optimism(節度ある楽観)」の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンドートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か?～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪審制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB 理事会(12 月4 日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】「中期為替相場見通し」の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?