

みずほマーケット・トピック(2015年10月5日)

米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～

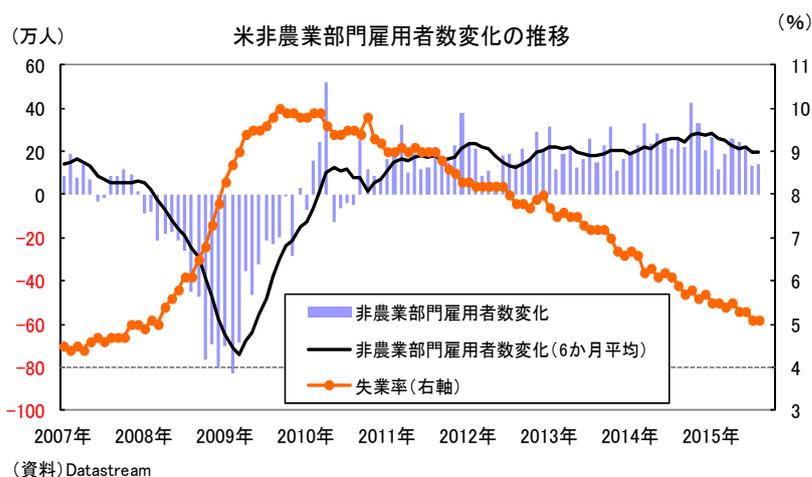
米9月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比+14.2万人と市場予想の中心(同+20.1万人増)から大きく下振れ、7～8月分に関しても合計▲5.9万人の下方修正となった。労働参加率は1977年10月以来の低水準をつけ、労働時間や時給と言った現場に近い計数も弱さが目立った。業種別に見ると製造業を中心として財部門の弱さが続いており、やはり中国経済減速や高止まりするドル相場が米企業活動の停滞を招き始めている兆候がある。焦点は12月利上げの可否だが、今回の雇用統計が持つ含意は「年内利上げ見送り」であり来年3月説も信憑性を帯びてきている。皮肉な展開ではあるが、FRBが正常化の挫折を認めず、未練がましく正常化の旗を掲げ続けることで円安シナリオが延命するという展開も検討する必要があるのかもしれない。

～来年3月利上げ説も～

米9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+14.2万人と市場予想の中心(同+20.1万人増)から大きく下振れた。また、7月分が+24.5万人から+22.3万人、8月分が+17.3万人から+13.6万人となり、合計▲5.9万人の下方修正となっている。家計調査に基づく失業率は前月から横這いの5.1%と市場予想に一致している

が、就業者、失業者の双方が減少したことで労働力人口が前月比▲35.0万人減少し、労働参加率は前月の62.6%から62.4%へと▲0.2ポイント低下、1977年10月以来の低水準を記録した。物価面から注目される民間部門の平均時給は25.09ドル(前月比▲1セント)とほぼ横ばいだったものの、前年比では+2.2%と堅調を維持している(しかし市場予想はそれぞれ+0.2%、+2.4%であった)。全体の週平均労働時間は34.5時間でこれも前月比で▲0.1時間と低下している。非農業部門雇用者数変化に関し、前年比でみれば依然として+270万人超の増勢を維持しているため、雇用情勢が底堅いというFRBの評価が揺らぐことはないだろうが、単月としては失望的な内容である。

元よりデュアルマンドートの片翼である「物価の安定」に陰りが見え、利上げに際しては「雇用最大化」への期待が重くなっていたところにこの結果という点が深刻である。統計を受けたドル/円相場は一時118.68円まで急落しているが、その後は「利上げ先送り→NYダウ平均上昇→リスクオンムードの中、円売り再開」といった連想が働く中、「一周して円安」という奇妙な動きが見られている

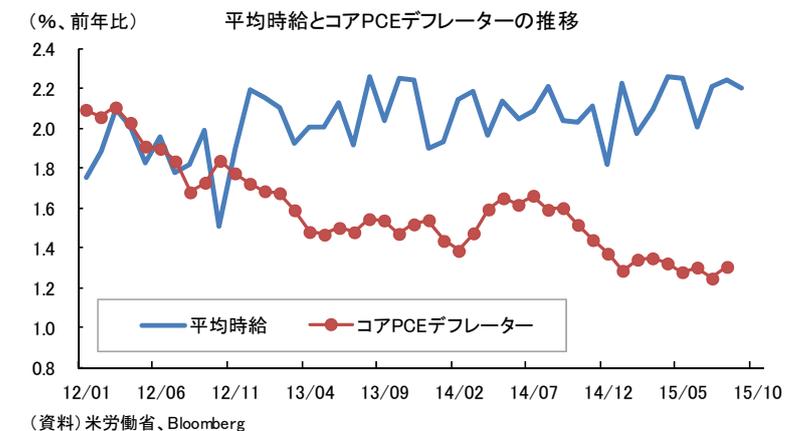
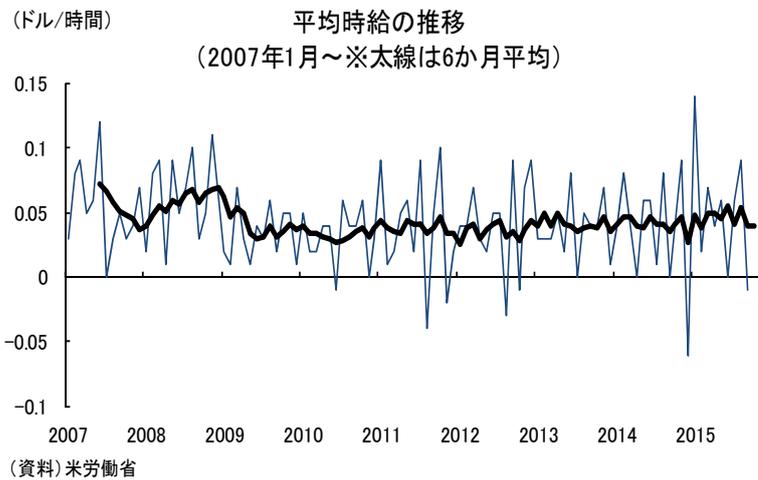


(日銀の追加緩和観測も効いていそうだが)。FRB が単月の計数だけをもって年内正常化を諦めることはないだろうが、「臨時会見を開いて 10 月に利上げ」というもはや意固地になってしているとか思えないシナリオはこれではぼ潰えたと言える。焦点は 12 月利上げの可否だが、後述するように、今回の雇用統計が持つ含意は「年内利上げ見送り」であり来年 3 月説も信憑性を帯びてきている。

～気掛かりな時給や労働時間の緩み～

9 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▲11.4 万人の減少となる一方で、就業者が同▲23.6 万人とこれを上回る減少となっており、労働力人口全体では同▲35.0 万人も減少した。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 62.4%と 1977 年 10 月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。失業者に周縁労働者¹並びに経済的理由によるパートタイム就業者までを加えた広義失業率(いわゆる U-6 失業率)は 10.3%から 10.0%へ大きく改善しているため、FRB が今回の雇用統計を前向きに捉える芽もある。

しかし、だからと言って、FRB の利上げ着手にあたって注目される賃金動向に需給のひっ迫感が生じている訳ではない。上述したように民間部門の平均時給は前月比で微減となっており、製造業における平均残業時間も前月比▲0.2 時間の 4.1 時間と減少した。時給や労働時間といった現場に近い労働需給の計数が緩み始めているのを見るにつけ、ドル高や中国経済減速が米国の実体経済活動を足止めし始めている兆候を感じる(奇しくも、本日日本経済新聞朝刊では米企業の減益予想が報じられていた)。右図(上)は平均時給の単月推移とトレンドを見たものだが、金融危機後の趨勢が大きく変わったようには見えず、事実、個人消費支出デフレーターや消費者物価指数(CPI)が足許で強含んでいるわけではない(右図・下)。もちろん、賃金の加速は失業率の改善に遅行する傾向があるため判断は尚早だが、これで 2 か月連続、非農業部門雇用者数変化に関し、安定回復の目

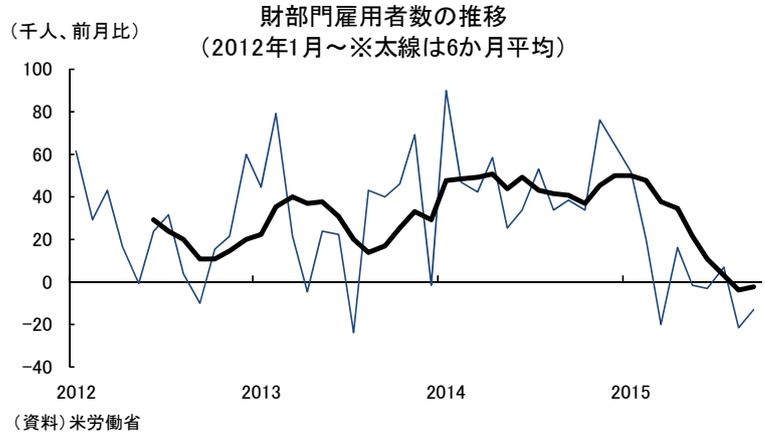


¹ 非労働力人口のうち、就業を希望しており、仕事があればすぐ就業が可能で、過去1年間に求職活動を行ったことがあるものの、過去 4 週間以内に仕事を探さなかったため、統計上、失業者としてカウントされていない層を指す。

安となる+20万人を割り込んでいる以上、雇用改善がピークアウトしたとの観測もあながち無視できない。賃金上昇経路の物価上昇はいよいよ想像し難い情勢である。

～業種別:失速してきた財部門～

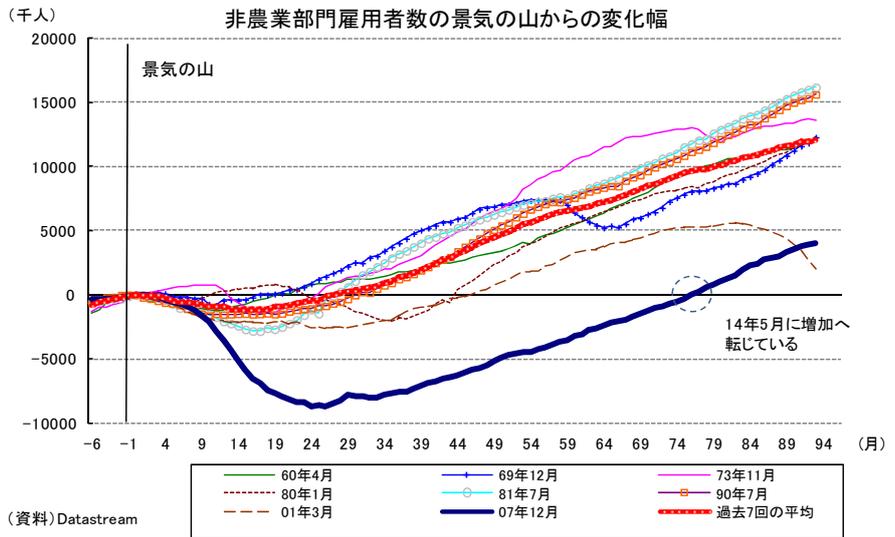
業種別に見た場合、+14.2万人の内訳は財部門が▲1.3万人、サービス部門が+13.1万人、政府部門が+2.4万人となっている。財部門の雇用減少はこれで2か月連続であり、今年に入ってから9回の雇用統計のうち5回で雇用減少に陥っている。年初からの雇用増減は+3.4万人と増勢を維持しているように見えるが、過去半年/過去3か月ではそれぞれ▲1.7万人/▲2.8万人と明らかに減速感が強まっている。



こうした財部門の減速は鉱・林業や製造業の悪化に引きずられたものだが、やはり中国経済の減速、商品価格の下落、そして過去2年間のドル高相場が業況に悪い影響を与え始めているのではないかと推測される。コミュニケーションに時間をかけ過ぎたことでドル相場がたっぷり利上げ期待を吸収し、高くなった通貨によって企業部門の足許が崩れ始めているのではないか。文字通り、自縄自縛と言える状況である。

～雇用回復がピークアウトした恐れも～

以上見てきたように、単月としての仕上がりを見れば総じて失望的な内容だったと言わざるを得ない。もちろん、前年比で見た雇用の増勢や現局面における雇用増加の「量」だけを捉えれば、確かに利上げに値する国内状況という評価も可能かもしれない。右図は景気の「山」からカウントした雇用の増加「量」に関し、過去の各局面と比較したものである。既に



今次回復局面ではリーマンショック後に失った分を全て取り返し、危機前対比で+400万人超という状況にある。過去、これほどまでに雇用回復して利上げに至っていなかったケースはないため、その意味でFRBの言い分も分らなくはない。

しかし、いみじくも9月FOMC声明文で示唆されたように、現在の懸案は海外経済情勢であり、

新興・資源国経済に混乱をもたらしかねない利上げをわざわざ敢行する合理性はどこにあるのか、という観点が問われている。上述してきたように、既に弱い海外経済やこの結果としてのドル高を受けて「量」として雇用回復が堅調でも、「質」である賃金上昇がついてきている訳ではない。それゆえにインフレ高進が不安視されるような状況にもない。それでも利上げしたい理由は詰まる所、次の局面に向けてカードを貯めたいという「糊代論」に尽きるのだろう。

もう1点、心配な点はいよいよ雇用回復のピークアウトが訪れているのではないかという可能性がある。図示されるように、過去の経験を振り返れば、景気の山から 90 か月以上経った局面というのは景気拡大が一服し、再び雇用が減少し始めても不思議ではないくらいのタイミングに相当する（現在は景気の山から93か月目に突入）。だとすると、余計にFRBが糊代作りに執心するのは無理もないが、8月以降の金融市場の変動は誰がどう見ても異常な状況にあり、わざわざ引き締めの一手を打つのはやはり博打に思えてならない。

～皮肉な円安シナリオ延命～

今回の雇用統計が持つ含意は「年内利上げ見送り」であり、むしろ「3月利上げ説」を真面目に検討しなくてはならない状況に入ったと思われる。『中期為替相場見通し』のメインシナリオでは12月利上げによって米国の正常化が挫折し、2016年以降は円高へ反転することを見込んでいる。一方、リスクシナリオとしてはその正常化が年内に挫折を迎えることで10～12月期に円高への反転することを想定してきた。しかし、もう1つのリスクシナリオとして、FRBが正常化の挫折を認めず、未練がましく正常化の旗を掲げ続けることで、皮肉にも円安シナリオが延命するという展開も有り得るのかもしれない。ここに至るまでの利上げへの執着を踏まえれば年内利上げをせずに、来年以降もこの心理戦を継続するというシナリオは筆者の想定にはなかったが、今後の見通し作成において検討していく必要がある論点かもしれない。

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10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は?～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～期代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か?～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「社大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三種の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「社大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見直しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用に達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー