

みずほマーケット・トピック(2015年10月6日)

「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～

先週のISM製造業景気指数に続いて、昨日はISM非製造業景気指数も弱い内容となった。景気の節目においては必ずこうしたソフトデータから反応が始まるものであり、現状には警戒を要するだろう。また、雇用統計のモメンタムにも同様に不安がある。雇用回復の基調として非農業部門雇用者数変化の6か月平均に注目した場合、2014年3月から今年7月の17か月間で前月比+20万人が維持されていたが、最近2か月(8月・9月)ではこれを割り込んでいる。そもそも過去を振り返ってみても、6か月平均の20万人超えはそうそう続くものではなく、雇用回復を所与の前提として利上げを検討できる状況はかなり恵まれたものと考えた方がよい。現状、助走期間を引っ張り過ぎたことにより、もう雇用回復は待ちくたびってしまったという雰囲気を感じる。利上げの好機は雲散霧消したという可能性も視野に、今後に関しては「もはや利上げなし」のシナリオを市場がいつ織り込むのかという論点も重要になってきそう。

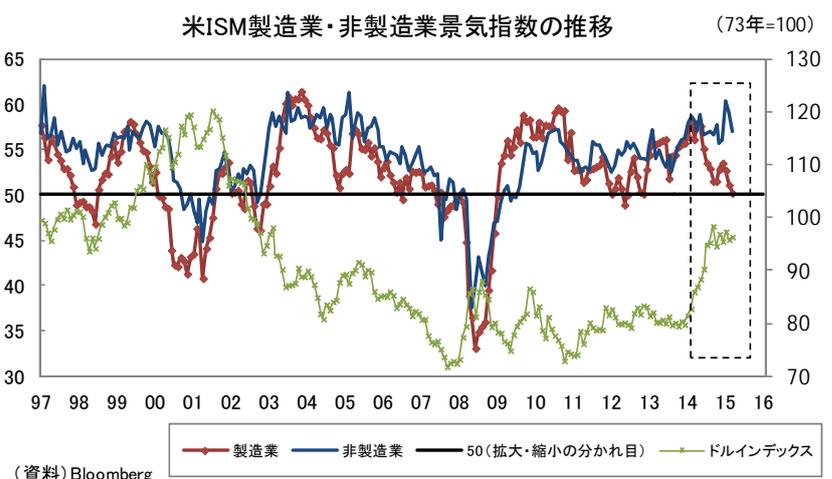
～「利上げの好機」を逸したのか～

昨日の為替相場もドル軟調の展開が続いた。米8月ISM非製造業景気指数は56.9と前月の59.0から低下し、市場予想の中心(57.5)も下回った。非製造業景気指数に関しては2005年以来の高水準からの反転であり、現状ではさほど深刻視する必要はないのかもしれない。新規受注項目が前月の63.4から56.7へ▲6.7ポイントの急落となったことについても、8月の金融市場混乱を受けた一時的な動きという可能性もある。現に、雇用項目は56.0から58.3へ上昇している。

しかし、これで先週1日に公表された8月ISM製造業景気指数に続く企業マインドの悪化である。製造業景気指数は3か月連続で悪化中であり、過去12回で見ても7回、前月比悪化となっている。図示されるように、製造業のマインドに関してはドル高相場に反応する格好で悪化してきた可能性は高く、その上、中国を筆頭とする新興・資源国の状況悪化が重なったことが効いているものと推測される。

既に製造業景気指数に関しては、景気の拡大・縮小の分かれ目となる50割れが目前となっており、これは最近の雇用統計において財部門の雇用が奮わないこととも整合的である。

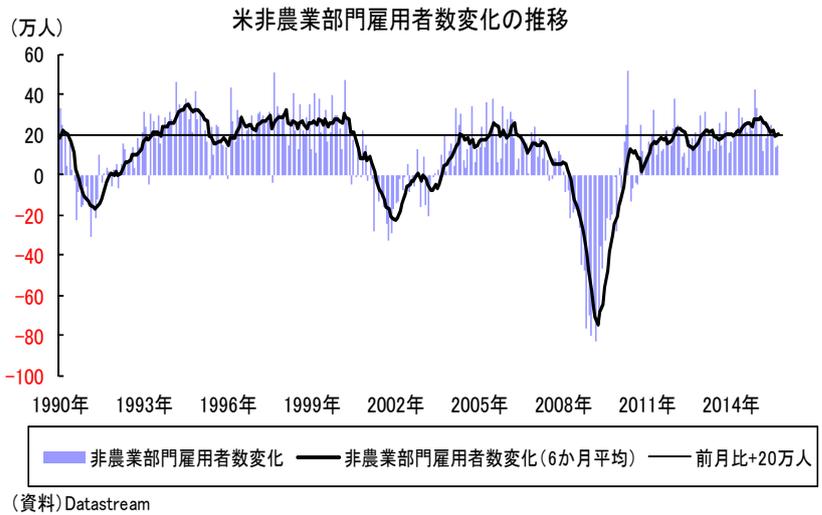
また、消費者マインドを見ても、コンファレンスボード消費者信頼感指数は一進一退、ミシガン大



学消費者マインド指数は順調に悪化というのが現状であり、少なくとも過去2年間に見られてきた改善一辺倒の雰囲気は感じない。景気の節目においては必ずこうしたソフトデータから反応が始まるものであり、現状には警戒を要する。後述する、雇用市場の状況に合わせ見ても、「FRB は利上げの好機を逸したのではないか」との思いは強まるばかりである。

～基調的に「+20 万人」はそうそう続くものではない～

昨日の本欄でも議論した通りだが、雇用統計のモメンタムはここにきて衰えが見られ始めている。雇用回復の基調として非農業部門雇用者数変化の6か月平均に注目した場合、2014年3月から今年7月の17か月間で前月比+20万人が維持されていたが、最近2か月(8月・9月)ではこれを割り込んでいる。そもそも過去を振り返ってみても、6か月平均の20万人超えはそうそう続くものではない。1990



年以降で見た場合、IT バブル前夜からその全盛期までを含む 1996 年 5 月から 2000 年 7 月の 51 か月間、そして 1993 年 9 月から 1995 年 4 月までの 20 か月間の 2 つの局面が相当する。しかし、当時の大前提として存在した中国を筆頭とする新興・資源国の高成長というフロンティアは今や昔の話であり、米国自身も労働力人口の減少が指摘されている中で、同様のモメンタムを期待するのは酷と言わざるを得ない。現状、イエレン FRB 議長は米利上げの条件として「雇用市場における更なる改善(some further improvement in the labor market)」に言及しているが、ここから再び基調が 20 万人超えに回帰していくかどうかは定かではない。

～雇用回復は待ちくたびれている?～

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	?	15年9月現在、7年9か月経過中・・・		現在+402.1万人

(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

なお、昨日の本欄では過去の不況期における雇用回復と現在のそれを比較し、既に今次局面の雇用回復は「量」の面では十分過ぎる状況にあることを図で示した。これを具体的に数字で示すと

上表のようなイメージになる。過去を振り返ってみれば、不況により喪失した雇用の完全復元を待つまでもなく、その時々¹の回復度合いを捉えて利上げに踏み切るケースが多かったことが分かる(表中の(3)を参照)。1990年7月以降の後退局面からの脱却時において(後退局面入り前と比較して)+290万人の雇用復元を待ってから利上げするということがあったが、これが1970年以降では唯一の例だった。しかし、今次局面では+400万人以上の雇用回復が実現しているにも拘わらず、未だ利上げには踏み切っていない。「量」の回復が十分にも拘わらず、労働参加率や賃金情勢など「質」の回復が付いてきていないことがその一因かと思われる。

雇用回復を所与の前提として利上げを検討できる状況がいつまでも続くわけではない。後講釈ではあるが、糊代論が利上げ最大の動機であるならば、雇用回復のモメンタムが最も強かった今年上半期に利上げしておくべきであった。冒頭述べたように、FRBの利上げ宣言がドル高を招き、その助走期間を引っ張り過ぎたことで通貨高が製造業部門を中心に金融引き締め効果を持ち始めてしまったのである。平たく言えば、もう雇用回復は待ちくたびれてしまったと言えるのかもしれない。商品価格が浮上のきっかけを掴めない状況で、雇用回復のペースも成熟してしまったのだとすると、デュアルマנדート(雇用最大化と物価安定)に照らして、もはや利上げの好機は雲散霧消したという可能性もある。とすれば、今後に関しては「もはや利上げなし」のシナリオを市場がいつ織り込むのかという論点も検討すべきなのかもしれない。昨日の本欄でも述べたように、FRBが正常化に拘る姿勢を見せる限りにおいては円安シナリオが延命されそうだが、それは市場が「もはや利上げなし」と気付くまでの束の間の動きと考え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10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
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)～糊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～
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」
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～
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ドルの現状と展望について～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～「壮大な投機」の後退：その～)
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～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何回目かの佳境～
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～完全雇用到達後の世界～
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～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)