

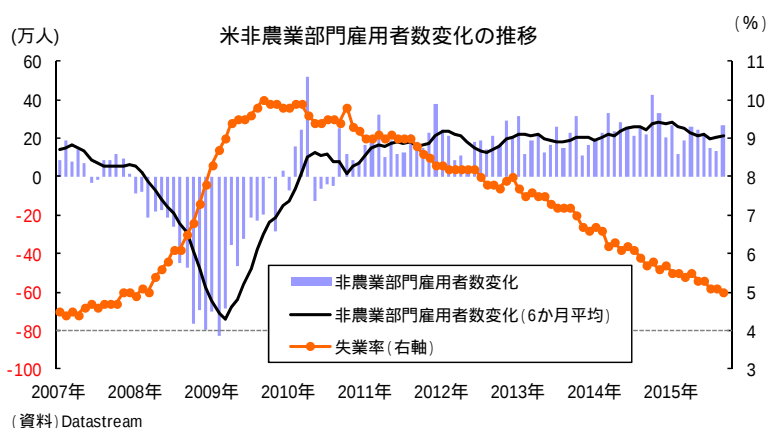
みずほマーケット・トピック(2015 年 11 月 9 日)

米 10 月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～

米 10 月雇用統計は「量」(雇用者数変化)、「質」(賃金動向)共に単月としては文句のつけられない良好な内容。デュアルマンドートの片翼である「物価の安定」が厳しい状況に置かれる中、年内利上げは「雇用最大化」の一点突破で実施されることになりそう。しかし、年末商戦の影響が強い 10～12 月期を越えても、尚、この勢いが持続するのかどうかは慎重に見極める必要がある。今回の強い雇用統計を受けても、重要な論点は変わらない。今次利上げの正当性は不透明であり、将来的な一手を確保する上での糊代論が幅を利かせている印象は拭えない。斯かる事情を踏まえれば、利上げに関し、「いつやるか」もさることながら「何回できるのか」という方が為替見通し作成上、重要な論点である。現状のドル高に米経済が耐え続けるとの想定は現実的とは言えない。

～単月としては文句のつけられない内容に～

米 10 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+27.1 万人と市場予想の中心(同+18.5 万人)から大きく上振れた。また、8 月分が+13.6 万人から+15.3 万人へ上方修正、9 月分が+14.2 万人から+13.7 万人の下方修正となり、合計+1.2 万人の上方修正となっている。一方、家計調査に基づく失業率は前月比▲0.1 ポイントの 5.0%となり、2008



年 4 月以来 7 年半ぶりの低水準を記録している(市場予想は 5.1%)。就業者の増加にけん引される格好で労働力人口全体も増加する中、失業率も低下しており、今回は労働参加率の低下を伴う失業率低下ではない(しかし、62.4%は前月同様、1977 年 10 月以来の低水準)。

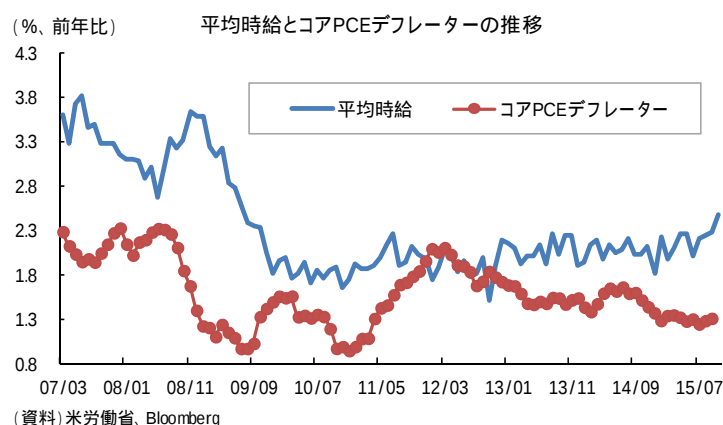
今回、ポジティブサプライズとなったのが物価面から注目される民間部門の平均時給で、25.20 ドルと前月比+9 セント、前年比では+2.5%と 2009 年 7 月以来の高い伸び率となっている。全体の週平均労働時間は 34.5 時間で前月比横ばいであるものの、製造業の残業時間は 3.3 時間と前月比+0.1 時間伸びている。総じて量、質共に単月としては文句のつけられない良好な内容と評価できるだろう。デュアルマンドートの片翼である「物価の安定」が厳しい状況に置かれる中、年内利上げは「雇用最大化」の一点突破で実施されることになりそうである。雇用統計を受けたドル/円相場は一時 123.30 円を超えて 8 月 21 日以来の高値まで急騰している。

～賃金上昇もコア PCE の状況は変わっていない～

10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▲0.7万人の減少となる一方で、就業者が同+32.0万人とこれを上回る増加となっており、労働力人口全体では同+31.3万人も増加した。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)は前月比横ばいの62.4%であり、1977年10月以来の低水準である状況は変わっていない。とはいえ、失業者が減少する一方、就業者が大幅に増加することで労働力人口も増えており、失業率が低下する上では最も望ましい構図である。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)も10.0%から9.8%へ低下しており、改善幅は2か月で▲0.5ポイントにも及んでいる。狭義にも広義にも、米国の失業率は低下している。

10月に限って言えば、こうした「量」の改善に、賃金上昇という「質」の改善もついてきたことが前向きに評価される。上述したように民間部門の平均時給は2009年7月以来の高い伸び幅となっており、雇用需給のひっ迫が賃金環境に影響を与え始めたような印象も受ける(しかし、後述するように季節的な動きである可能性も拭えない)。また、賃金以外では製造業における平均残業時間も前月比+0.1時間の3.3時間へ上昇しており、時給や労働時間といった現場に近い労働需給の計数に引き締めが見られたことは、利上げを志向するFRBを勇気づける動きだろう。

だが、平均時給の伸びが危機前の勢いを取り戻したわけではなく、コア個人消費支出(PCE)デフレーターが冴えない状況は変わっていない(図)。後述するように、今回の非農業部門雇用者数変化や賃金の急伸は年末商戦を控えた人員確保が10月に先んじて始まったことが影響している疑いが強く、それ自体は喜ばしいことにしても、果たして今回見られたような改善が継続していくのかどうかは確信が持てない。とはいえ、



年内利上げに執念を燃やす「正常化の虜」となったFRBにとって、これまで足を引っ張り続けてきた賃金指標が、(一時的とは分かっている)これほど強くなったことを利用しない手はないだろう。

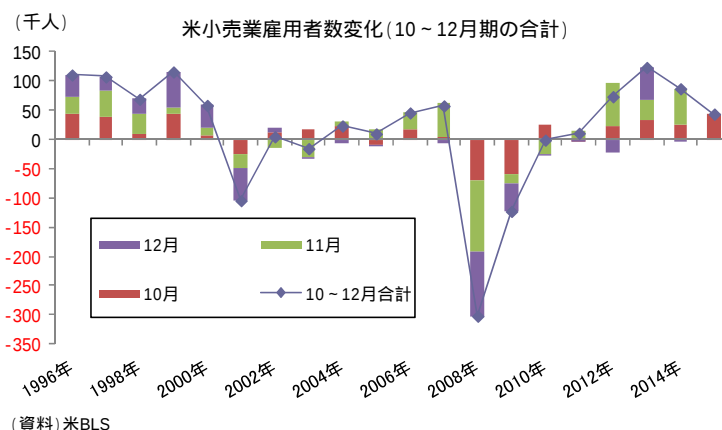
～業種別：小売業の加速が顕著～

業種別に見た場合、前月比+27.1万人の内訳は財部門が同+2.7万人、サービス部門が同+24.1万人、政府部門が同+0.3万人となっている。財部門の雇用増加は3か月ぶりであり、ドル高と外需減退のダブルパンチを受けた同部門が立ち上がり始めているのかどうかに注目が集まる。事実、それらの影響が最も強く表れそうな製造業は前月比横ばいであり、減少が止まったとはいえ雇用が増えたわけではない。今回目を惹いたのは小売業の強さであり、これが同+4.4万人と過去12か月平均(同+2.5万人)を大きく上回る伸びを示した。より具体的には衣服・服飾雑貨業で同+2.0万人、量販

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。

店で同+1.1 万人、自動車ディーラーで同+0.6 万人の雇用増が見られている。

例年、年末商戦向けの採用は10月から始まり11月にピークを迎えるというイメージになる。10月時点の小売業の伸びが大きいという事実は今後、利上げに至るまでに発表される11月雇用統計や10～11月の小売売上高への期待を抱かせるものだろう(図)。今回の同+4.4万人という増加幅は10月としては1996年以来、9年ぶりの伸び幅である。10月8日に全米小売業協会(NRF)は、今年の米年末商戦の小売



売上高が前年比+3.7%の6305億ドルになるとの見通しを示している。これは過去10年平均(+2.5%)から見れば堅調と評価できるが、前年(+4.1%)対比では減速である。今回、想定外に加速した小売業を筆頭とする雇用統計がこのNRFの予測を超える結果の予兆なのかどうかは興味深いところだろう。真っ当に考えれば11月雇用統計も小売業が加速する格好で押し上げられる公算が大きく、FRBの判断を後押しすることになりそうである。但し、裏を返せば、年末商戦を越えた後の雇用情勢については反動が不安視されるということでもあり、後述するように、やはり12月利上げ以降のドル相場の動きは一本調子とはならないと思われる。

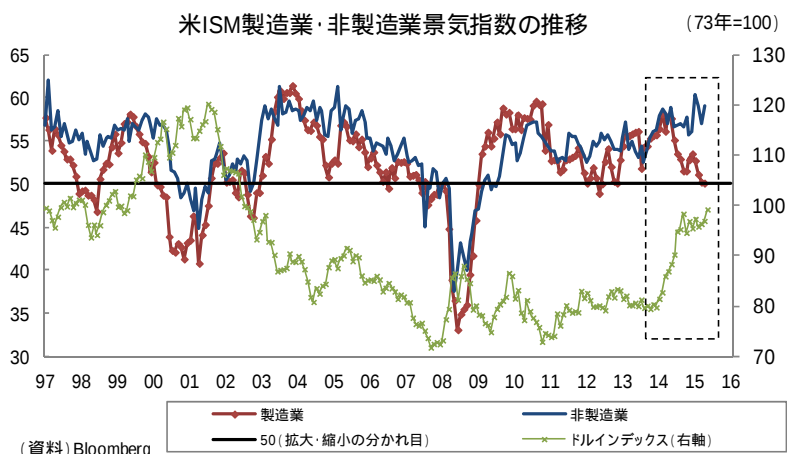
～それでも論点は変わらない～

前月の雇用統計が持つ含意が「年内利上げ見送り」であったのに対し、今月は「年内利上げ実施」を示唆する内容であった。FF金利先物市場における利上げ織り込みは70%を突破しており、ドル相場もこうした期待を余すことなく反映し上昇している。もし来週がFOMCならば確実に利上げは実施されるだろうが、まだ10月小売売上高や11月雇用統計が控えており、12月FOMCを巡る市場予想は最後まで揺らぐことになる。

今回の強い雇用統計を受けても、重要な論点は変わらない。元より本欄では繰り返し述べているが、今次利上げの正当性は不透明であり、将来的な一手を確保する上での糊代論が幅を利かせている印象が拭えない。斯かる事情を踏まえれば、利上げに関し、「いつやるか」もさることながら「何回できるのか」という方が為替見通し作成上、重要な論点だろう。10月雇用統計を受けて、クルーグマン・プリンストン大学教授は自身のブログ²で、今回の雇用統計が来月利上げを意味するものかと言えば「恐らくイエス(Probably yes)」だが、利上げすべきかどうかと言えば「絶対すべきではない(Definitely not)」だと述べ、単月データで判断することへの警鐘を鳴らしている。筆者も全く同感である。ドル/円相場見通しを作成する上では12月利上げを見越した上昇を予想してしかるべきだが、政策論としてそれが正しいかどうかは別の問題である。

² Hike They Shouldn't - The New York Times, Paul Krugman, 6 Nov. 2015

今回の雇用統計を受けてドルインデックスは今年 4 月以来の水準まで上昇している。だが、これほどの通貨高に実体経済が耐え続けるとの想定は現実的ではなく(事実、企業マインドに動揺は窺える、図)、だからこそ為替政策報告書における米財務省のスタンスも徐々に余裕がなくなっているのだろう³。引き続き『中期為替相場見通し』で示し続けているように、12 月利上げを境として米経済及び FRB の正常化スタンスに変調が生じ、2016 年は多くの通貨に対して長らく続いたドル高相場が調整を迫られると筆者は考えている。歴史的な景気循環に照らしても米景気拡大が終盤に差し掛かっている疑いは強く⁴、来年は大統領選挙の年であることも相俟って、ドル高はいつまでも許容されないと考える。それは FRB の正常化プロセスに継続性が確保されていないことをも意味する。



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。

³ 本欄 10 月 21 日号『米為替政策報告書について～我慢の限界は近い?～』をご参照下さい。

⁴ 全米経済研究所 (NBER) のデータによれば 1970 年以降の米経済の拡大局面は平均 66.5 か月だが、既に現局面は 77 か月目に突入している。

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.mizuhoabank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間価値
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびる雇用回復～
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～購買力平價(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)