

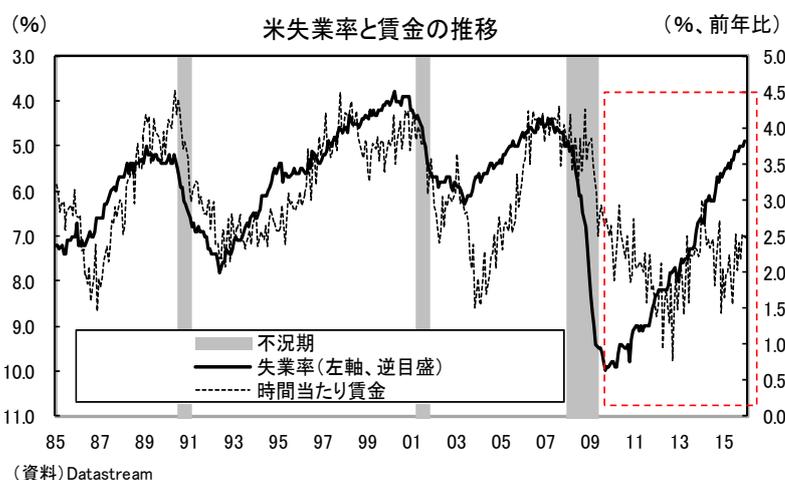
みずほマーケット・トピック(2016年2月8日)

米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～

先週5日に公表された米1月雇用統計は非農業部門雇用者(NFP)数変化に関し、市場予想の中心を下回ったが、強めの賃金動向を背景に利上げ観測が強まった格好。確かに失業率の改善にラグを伴いつつ時給が押し上げられている兆候はあり、FRBの利上げに向けたファイティングポーズ(面子と言い換えても良い)は1～3月期中は何とか保たれそうである。しかし、今回の結果を受けても筆者は年内の米利上げに関し「多くて2回。順当にいけば1回」との見通しを維持する。本欄では繰り返し述べてきたように、これだけ景気拡大が長期化してくれば、その成熟化を懸念するのが通常の分析姿勢だろう。現在、数字の上から判断できることは「利上げ翌月の雇用統計において頼みの綱だったサービス部門が急失速した」という事実であり、今後のFRBの政策運営を読む上では軽視できる論点ではない。人民元相場に関し「3度目の大幅切り下げ」が燻る状況下、米雇用統計がいかなる結果になろうとも、市場が心底安心感を覚えるには至らない。

～面子を保ったFRB～

先週5日に公表された米1月雇用統計は非農業部門雇用者(NFP)数変化に関し、前月比+15.1万人と市場予想の中心である+19.0万人をはっきりと下回った。しかし、失業率が4.9%と2008年2月以来の水準に低下しており、労働参加率の上昇(62.6%→62.7%)も伴うなど、労働市場の引き締めを感じる動きが確認されている。今回、特に好感されているのがインフレ動向を押し量る



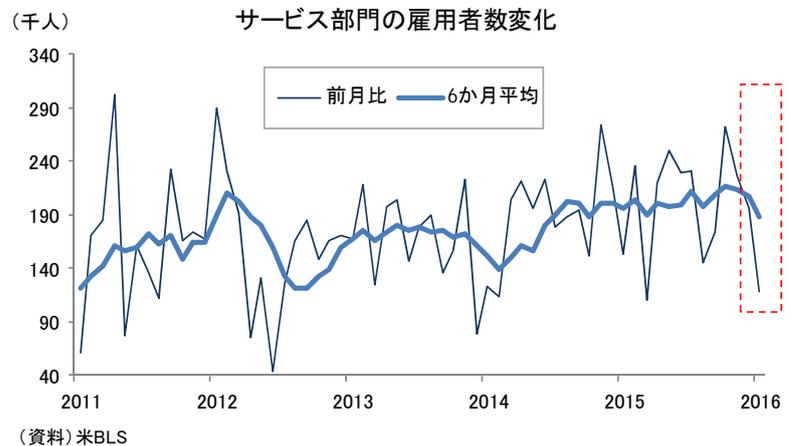
上で注目される平均時給であり、前月比では+0.12ドル(同+0.5%)、前年比では+2.5%と強い伸びを示している。図示されるように、失業率の動きと重ね合わせればラグを伴って時給が押し上げられているようにも見受けられ、FRBの利上げに向けたファイティングポーズ(面子と言い換えても良い)は1～3月期中は何とか保たれそうである。しかし、2009年以降、+2.5%付近までの上昇は何度か経験している。真の意味で「もはや危機後ではない」と言うには、安定的に3%超えを期待したい。

～サービス部門の失速をどう受け止めるか?～

今回の結果を受けても筆者は年内の米利上げに関し「多くて2回。順当にいけば1回」との見通しを維持する。本欄では繰り返し述べてきたように、これだけ景気拡大が長期化してくれば、その成

熟化を懸念するのが通常の分析姿勢である。雇用市場の回復についても例外ではない。製造業の企業マインドが不況入りを示唆しているにも拘わらず、FRB が利上げに踏み込んだのは「製造業が失速しても、内需が強いから問題ない」という理屈であった。為替市場において未だに大幅な円安を見込む向きも、結局はそのような理屈で米経済の強さを信頼しているという部分が大きい(それは信頼というよりも過信に思われるが)。

図はサービス部門に関し、前月比の雇用者数変化とその趨勢(6か月平均)を見たものである。2014年半ばから+20万人の増勢が安定的に確保されつつあるが、直近3か月間では失速が見られる。利上げ期待ないし実際の利上げ実施を受けて堅調と見られた内需もドル高と金利上昇によって失速し始めた可能性がある。サービス部門の堅調さが利上げを正当化してきた

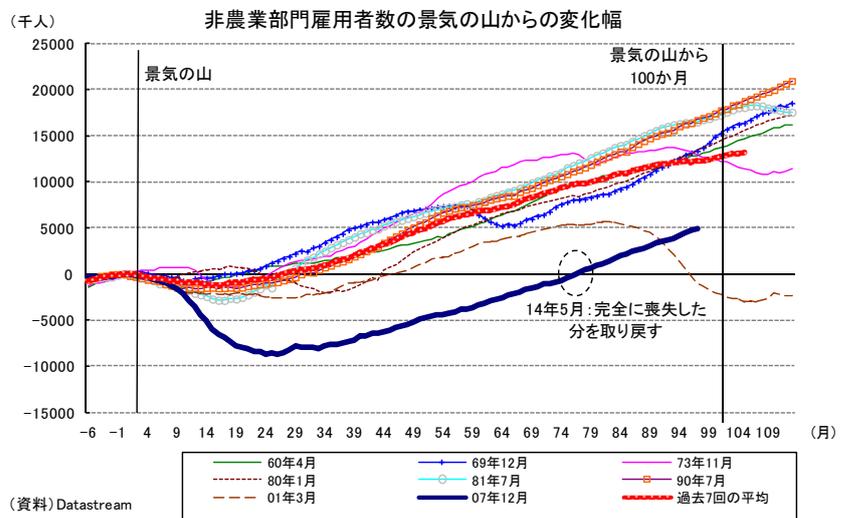


経緯を踏まえると、今後は NFP におけるサービス部門の動きや非製造業や家計部門のマインド、小売売上高や個人消費といった内需の強さに関わる統計が米経済を評価する上でとりわけ重要になってきそうである。よりミクロな計数としては、昨年来注目されているサブプライム層を巻き込んだ自動車ローンの加速がどういったタイミングで明確な反転を見せてくるかなども注目である。資本コストを規定する FRB の利上げを受けて、雇用・賃金環境が決して良くないローンの借り手には影響が表れてくるはずである。既に米国の新車販売台数は 2015 年通年で過去最高を記録しており、利上げに合わせて調整が訪れるかどうかには注目が集まる。

今回の NFP の伸び悩みは「あくまで暖冬で増加していた 12 月分からの反動」との解説が目立つが、本当にその論点だけで説明がつくのかどうかは判断がつかかねる。少なくとも、現在、数字の上から判断できることは「利上げ翌月の雇用統計において頼みの綱だったサービス部門が急失速した」という事実であり、今後の FRB の政策運営を読む上では軽視できる論点ではない。

～成熟化する雇用回復～

繰り返しになるが、通常であればそろそろ雇用回復のペースは失速してきても不思議ではない。直近、明らかになっている「景気の山」は 2007 年 12 月だが、ここを起点として NFP 変化を見た場合、24 か月後の 2009 年末には雇用喪失が▲900 万人弱に達した。ここから徐々に喪失した雇用は復



元され、2014年5月(77か月後)には危機前対比で漸く増加に転じた。雇用の完全復元に掛かった77か月間は歴史的にも相当手間取ったケースである。現在の2016年1月時点は「景気の山」から数えて97か月目だが、過去の経験則に基づけば、今後は雇用回復のペースが落ちるか、もしくは反転減少が始まる可能性も視野に入るタイミングとなる。もちろん、1990年7月を「景気の山」とする局面のように120か月を超える期間、雇用の増勢が続くケースもあるため、一概に「長過ぎるから不安」というロジックも通用はしない。しかし、この1990年7月を「景気の山」とする局面は、IT革命による生産性向上などを背景に米国経済が経験した過去最長の景気拡大局面(1991年4月～2001年3月の120か月間)である。今次回復局面にこれを更新するほどの地力があるのだろうか。

現在の景気拡大局面は80か月目(景気循環日付では2009年7月から拡大局面とカウントする)に及んでいる。これは1970年以降の拡大局面の平均期間(67.3か月)を12か月程度超過しており、やはりピークアウトへの懸念はどうしても抱かれる。今の外部環境を踏まえれば、今後1～2年のうちに米国経済が循環的な減速ないし後退局面に入っても、それほど不思議ではない。

～「3度目の大幅切り下げ」に邁進しているのが現状～

なお、賃金動向がインフレ率の強さを示唆すると言っても為替相場、特にドル/円相場がこれを大きく材料視している様子はない。やはり今次混乱の根幹にある「中国経済減速とこれに伴う商品価格急落」という問題に疑念が消えないのだろう。

市場では、中国人民銀行(PBoC)が人民元の対ドル基準値を横這いしないし高値設定することを受けて、「中国の政策当局は相場安定を最優先している」と捉えて安堵する傾向にある。しかし、繰り返し論じてきたように、これは単なる問題の先送りである。今日や明日や来週の人民元相場を切り下げずに済んだところで、結局は実体経済の勢いが戻ってこなければどこかで清算が必要になる。少なくともFRBがファイティングポーズを保ち、利上げ&ドル高局面を継続させる限り、中国は「望まぬ通貨高」と付き合うことになる。だが、それは決して喜ばしいことではない。昨年8月11日に大幅切り下げを行い、その4か月後に再び大幅切り下げに至ったのは、その4か月間で米利上げへの期待が膨らみ、実際に利上げされ、それに合わせてドルも上昇したから(≡人民元もこれにペッグして上昇したから)である。現状の中国は、昨年8月、今年1月に続く「3度目の大幅切り下げ」に向けて邁進しているように見えてならない。このような状況では米雇用統計がいかなる結果になろうとも、市場が心底安心感を覚えるには至らないだろう。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて~早くも心配される「本当のマイナス金利」~)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	目安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて~逐次投入体制へ~
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26~27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について~崩れるインフレ期待の「壁」~
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー~静観する勇気~
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて~2連敗は避けられるか?~)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る~試される日銀~
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー~ECB版の補完措置へ向けて~
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの~人民元の完全フロート化~
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について~ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏~)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方~トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない~)
2016年1月7日	FOMC議事要旨~「ハト派なタカ派」を再確認~
2016年1月5日	119円台前半の意味~想定為替レートとの対比~
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント~過去2年との違い~
2015年12月28日	2015年の為替相場総括~為替従属強まる日米欧中銀~
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し~ユーロ相場~)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し~ドル/円相場~
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの~景気と雇用のズレ~
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合~QQE2.5の読み方~
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて~ドル/円見通しに影響なし~
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査~後がない想定為替レート~
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について~「2016年6月」に向けての進捗状況~原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか?今後のユーロ相場は?
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて~「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か~)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足~超日銀化現象~
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場~また、「下落の時代」?~
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)~3つの緩和メニュー~
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨~「未知の領域」への不安も~
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7~9月期GDPを受けて~最近のULC動向~
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて~政治統合か、瓦解か~
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について~「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資~)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの~戻ってしまったインフレ期待~
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
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~
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える~預金ファンリシ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/円相場の年間値幅
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緩和と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ンード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~待ちくたびれる雇用回復~
2015年10月5日	米9月雇用統計~皮肉な目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~株値か実質賃金か~
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~上値と下値の用途の考え方~)
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~分があるのほどちらの主張か~
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