

みずほマーケット・トピック(2017年8月7日)

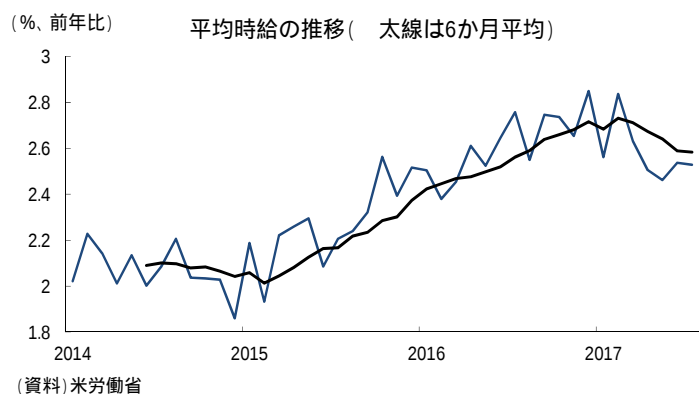
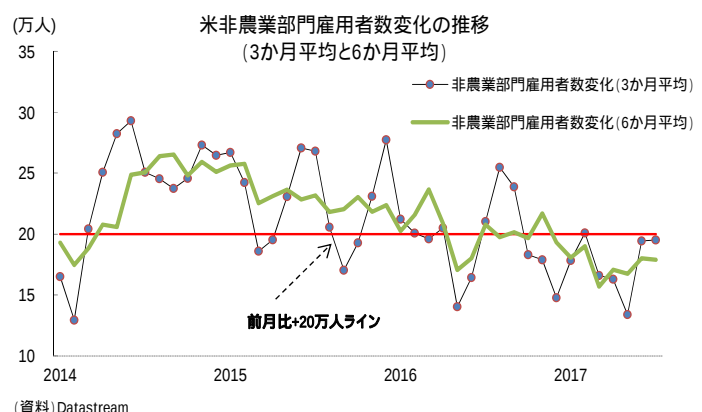
米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～

米7月雇用統計は市場予想を上回る結果を示したものの、注目される平均時給は前年比+2.5%と4か月連続で横ばいであり、加速は見られず。今年2月に同+2.8%をつけて以降、減速傾向が露わであり、必然的にFRBの想定するインフレ見通しへの不安はよぎる。ちなみに、7月の雇用者増加をフルタイムとパートタイムの別で見ると、前者が同▲5.4万人であったのに対し、後者が同+30.2万人であった。雇用の「量」は稼げていても、「質」にかかる部分がついてこない現状が良く現れているようにも思われ、今後の雇用統計を評価する上での重要なポイントになってきそう。9月19～20日のFOMCでバランスシート(B/S)縮小を決定するという基本方針は揺らぎそうにないが、失業率の水準をあてにした「物価はいずれ上がってくる」という理屈は雇用の実情を度外視した理論的な慢心に終わる可能性があり、これを論拠とする政策正常化の持続性も必然的に難があると考えられる。米フィリップス曲線は明確にフラット化している。

～ バランスシート縮小方針は変わらず～

先週4日に公表された米7月雇用統計は、非農業部門雇用者数(NFP)の変化に関し、前月比+20.9万人と市場予想の中心(+18.3万人)を上回る伸びとなった。失業率は▲0.1%ポイント低下の4.3%と、5月につけた16年ぶりの低水準まで再び低下しており、6月に公表されたFRBスタッフ見通しの予想中央値(4.25%)と概ね一致している。なお、自然失業率と見なされるスタッフ見通しにおける長期失業率(中央値)は現在4.85%であるため、完全雇用状態に至って久しいという見方も可能である。なお、確かにNFPは堅調な増勢を維持しているが、基調的に見れば2015年をピークとして徐々に失速していることも留意しておきたい(図)。一方、注目される賃金の伸びは平均時給に関し、前年比+2.5%と4か月連続で横ばいであり、加速は見られていない。

今年2月に同+2.8%をつけてからは減速傾向が露わであり、必然的にFRBの想定するインフレ見通しへの不安はよぎる。ちなみに、7月の雇用者増加をフルタイム(週当たり労働時間が35

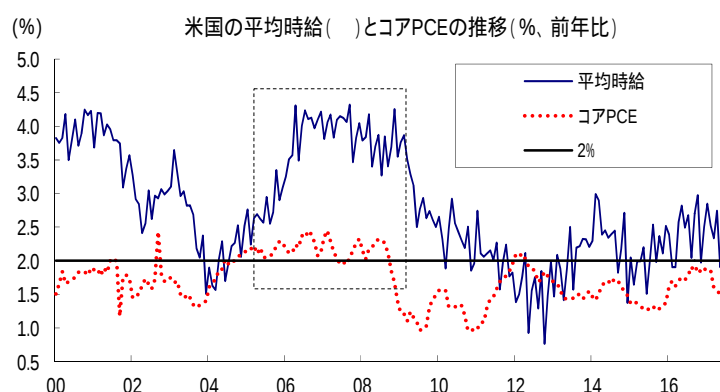


時間以上)とパートタイム(週当たり労働時間が 35 時間未満)の別で見ると、前者が同▲5.4 万人であったのに対し、後者が同+30.2 万人であった。雇用の「量」は稼げていても、「質」にかかる部分がついてこない現状が良く現れているようにも思われ、今後の雇用統計を評価する上での重要なポイントになってきそうである。

とはいえ、その平均時給も前月比で見れば+0.3%と前月(+0.2%)から加速が見られている上、NFP が+20 万人ペースで増勢を保っているのであれば、9 月 19～20 日の FOMC においてバランスシート(B/S)縮小を決定するという基本方針が揺らぐまでには至らないだろう。

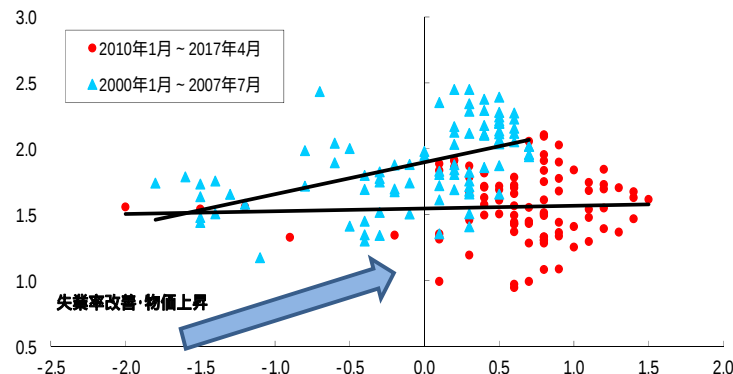
～ 必要な平均時給は+3.5%以上？ ～

なお、歴史的に見れば、平均時給が前年比で+3.5%を優に上回り、しかもそれが相応の期間続いて初めてコア個人消費支出(PCE)デフレーターが+2%を超えてきたという経緯がある(図)。FRB が正常化プロセスを宣言し、着手し始めた 2013 年以降、確かに平均時給は底打ちし、伸び幅も少しずつ拡大してきたが、前回コア PCE デフレーターが安定的に+2%を超えていた局面(2004 年 7～9 月期から 2008 年 7～9 月期)に比べるとかなり穏当な動きにとどまっている。上述したようにいくら雇用の「量」を稼いだところで、それがパートタイム中心となれば「質」の改善はついてこない。事実として、金融危機後の米国のフィリップス曲線は明確にフラット化しており、これが「質」なき「量」の回復の一端を示していると考えるのはむしろ自然だろう。かかる状況下、失業率の水準をあてにした「物価はいずれ上がってくる」という理屈は雇用の実情を度外視した理論的な慢心に終わる可能性を孕んでおり、これを論拠とする政策正常化の持続性も必然的には難があると考えたいところである。



(資料) Datastream, より長い時系列が取得可能な「生産および非管理職雇用者数」の季調前を使用している

(コアPCEデフレーター、%) 米失業率とコアPCEデフレーターの関係(2000年以降)



(資料) Datastream

(失業率の改善幅、前年差、%ポイント)

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーパー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
2017年6月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月23日	ブラットECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月22日	週末版
2017年6月21日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラブトレード～
2017年6月19日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月16日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月15日	週末版
2017年6月14日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月13日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月12日	盛り上がりがない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月9日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月8日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月7日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月5日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月2日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年5月26日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月25日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月24日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月23日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月22日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
2017年5月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月17日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月16日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月15日	週末版
2017年5月14日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月13日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月12日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月11日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月10日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月9日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月8日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年4月28日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月27日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月25日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
2017年4月24日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月23日	メインシナリオのリスク点検～燦る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月21日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月20日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月19日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月17日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月14日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月13日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月12日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月11日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月7日	円相場の基礎的需給環境～ベアススワップと対外証券投資～
2017年4月6日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月5日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≠ドル高」とは限らず～
2017年4月4日	真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～
2017年4月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年3月31日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月30日	週末版
2017年3月28日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月24日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月22日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月21日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月17日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月16日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月15日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～
2017年3月14日	米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMCの前に～
2017年3月13日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月10日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月9日	週末版
2017年3月8日	週末版
2017年3月7日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月6日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPF)の現状と展望