

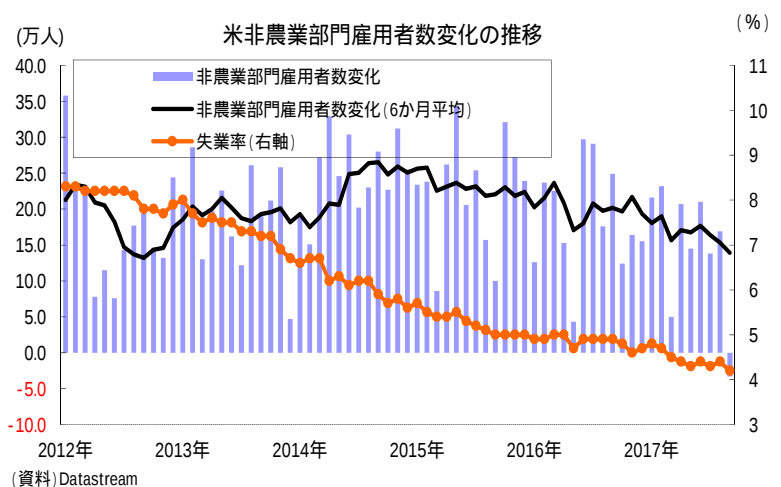
みずほマーケット・トピック(2017年10月10日)

米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～

米9月雇用統計は、非農業部門雇用者(NFP)変化に関し、前月比▲3.3万人と2010年9月以来、7年ぶりのマイナス。元よりハリケーンの悪影響に市場が構えていた経緯もあり、これに動揺するような展開にはなっていない。むしろ、平均時給の騰勢を好感する動きが見られているが、これ自体も低賃金労働者が調査対象から外れたことによる影響という可能性。また、経験則に従えば、コア個人消費支出(PCE)デフレーターが安定的に前年比+2%を超えてくるためには平均時給が+3～4%の増勢を続けることが必要であることも留意したい。なお、市場では「いよいよ賃金の加速が始まったのか」という高揚感が一部に芽生えているが、これほど「量」の改善が続いているにもかかわらず、「質」である時給の伸びが未だに+3%未満となっていること自体、異常に遅いという認識は持ちたい。むしろ、そろそろ加速しなければ景気回復が成熟から後退にシフトし、時間切れになる可能性も視野に入る。

～7年ぶりのマイナスに動揺なし～

先週6日に公表された米9月雇用統計は、非農業部門雇用者(NFP)変化に関し、前月比▲3.3万人と2010年9月以来、7年ぶりのマイナスとなった(市場予想の中心は同+9.0万人)。ハリケーン「ハービー」および「イルマ」による失業者の増加、採用活動の遅延などが影響した結果であり、この影響自体は想定されたものであった。ゆえに、確かに前月比減少という事実はサプライズではあったものの、さほど市場

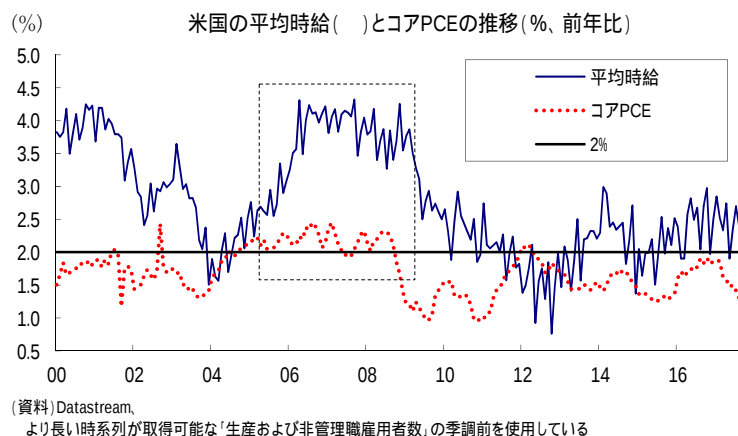


が悲観視するには至っていない。8月分が同+15.6万人から+16.9万人へ上方修正されたことや失業率が0.2%ポイント低下の4.2%と2001年2月以来、約16年半ぶりの低水準まで改善したことなどが不安を緩和したのかもしれない(図)。さらに言えば、ハリケーンで失職した(とカウントされている)者の大部分は復職が見込まれること、今後数か月はハリケーンの後始末に係る雇用(復興・清掃活動)が伸びてくるとの期待もある。統計公表後の12月FOMCにおけるFF金利先物が示す利上げ確率は80%を超えており、雇用減という事実にも動揺することなく市場は堅調を維持している。

～賃金の上振れ過信は禁物～

今回の雇用統計に関しては、平均時給が前年比+2.9%と昨年12月以来のプラス幅となったこと

が安堵感をもたらす最大の材料となっている模様である。約 16 年半ぶりの低水準まで改善した失業率と賃金の騰勢を合わせ見れば、いよいよ本格的な加速が始まったのかという思いを抱く向きが出るのも無理はない。だが、経験則に従えば、コア個人消費支出 (PCE) デフレーターが安定的に前年比+2%を超えてくるためには平均時給は+3~4%の増勢を続けることが必要になる(図)。その状況まではまだ距離があるというのが実情だろう。また、今回の賃金上振れに関してはハリケーンの影響で出勤できず、調査対象外となった労働者は相対的に低賃金と見られる飲食業に多かったとされる。これが平均賃金を押し上げたという技術的な理由も無視できるものではあるまい。少なくとも現段階で「いよいよ加速が始まった」と過信するのは危険である。「完全雇用到達後、賃金が非線形に上振れる」という懸念は理論的に真つ当なものだが、日米欧三極において雇用と賃金の関係が不安定化している現状を踏まえれば、それを前提に政策運営することの危うさはやはり覚える(そもそも日本ではそうした状況が 10 年単位で続いている)。



～利上げ確率は上昇しているが・・・～

上述したように、金融市場では 12 月 FOMC の利上げを当て込んだ取引が先行しており、これがドル/円相場を下支えしている。だが、12 月 FOMC までにあと 2 回雇用統計を残していること、北朝鮮リスクが依然払拭できないこと、そもそも中立金利が低下していること(12 月にそれがどうなるかも分からないこと)などを踏まえると足許の利上げ確率が何%であろうとそれ自体に大きな意味を見出すべきではないと考えたい。また、今月中に方針が固まるであろう次期 FRB 議長人事についてもタカ・ハト、様々な候補者の情報が錯綜しており、市場予想は定まっていない。候補者次第では単月の雇用統計の結果ひいては年内利上げの有無は材料として脇に追いやられる可能性もある(政策運営が属人的に修正されることの是非は議論の余地がある)。

なお、議長人事に関し、ここにきて現職のパウエル FRB 理事の名前も挙がり始めている。だが、同氏とイエレン FRB 議長の違いがさほどあるとは思えず(少なくとも市場参加者でその違いを意識している向きは少ない)、わざわざ人事を変える必要性は感じられない。敢えて理由を見出すとすれば、「民主党政権に指名された議長が気に入らない」ということくらいだろうか。確かにトランプ米大統領ならばそうした理由での人事運営もあり得るかもしれないが、合理的には思えない。

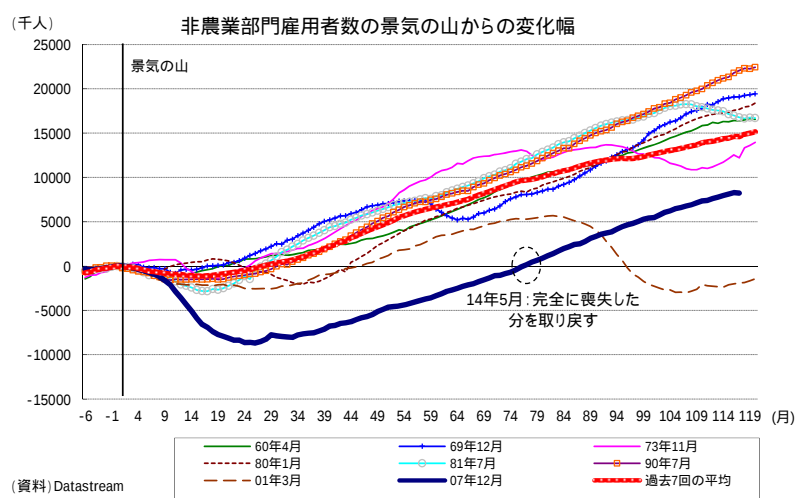
～危機後の米雇用を今一度、俯瞰する～

改めて説明を要することではないが、米労働市場の改善は既に相当程度進んでいる点を確認しておきたい。次頁図は金融危機後の雇用増減を俯瞰したものである。危機前対比、約 870 万人まで喪失した雇用は 2014 年 5 月に完全に復元され、今年 9 月時点ではそこからさらに+825 万人という上積みを果たしている。「量」の面ではこの上なく改善しており、歴史的に見れば、間もなくピー

クアウトしても全く不思議ではない。
現状では前回の景気の山(2007 年 12 月)から 117 か月目に差し掛かっているが、過去の後退局面を振り返れば、そこに至る間に失速と復調を経験した局面(1973 年 11 月～)や明らかに失速していた局面(1981 年 7 月～)があった。上述したように、市場では「いよいよ賃金の加速が始まったのか」という高揚感が一部に芽生えているが、同時にそろそろ加速しなければ景気回復が成熟から

後退にシフトし、時間切れになる可能性も視野に入っていることは留意したい。漠然と「米経済は底堅いから大丈夫」という意識が市場参加者に蔓延して久しいが、労働人口が有限である以上、必ず「量」の回復はいつか尽きるし、実際その積み上げペースは落ちてきている。これほど「量」の改善が続いているにもかかわらず、「質」である時給の伸びが未だに+3%未満となっていること自体、異常に遅いという認識は持つべきだろう。

既に現状の景気拡大期間(100 か月目:2009 年 7 月～2017 年 10 月)は史上最長(120 か月:1991 年 4 月～2001 年 3 月)を視野に捉えている。バランスシートの縮小に着手し、正常化が新たなステージに入った FRB だが、実体経済を連続して引き締めるだけの時間はさほど残されていないと筆者は考えている。



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10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半年の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリア取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半年の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
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」～
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～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～花道的正常化は続く模様～
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	円相場基礎的需給環境～円キャリアの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
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版テーバー・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～ 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26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23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～
2017年6月21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19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16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9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8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7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5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2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6月1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29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26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25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月24日	相次いで弱気化するFRB高官～動揺する唯一の支え～ 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23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22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19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16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15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12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」～)