

みずほマーケット・トピック(2018年1月9日)

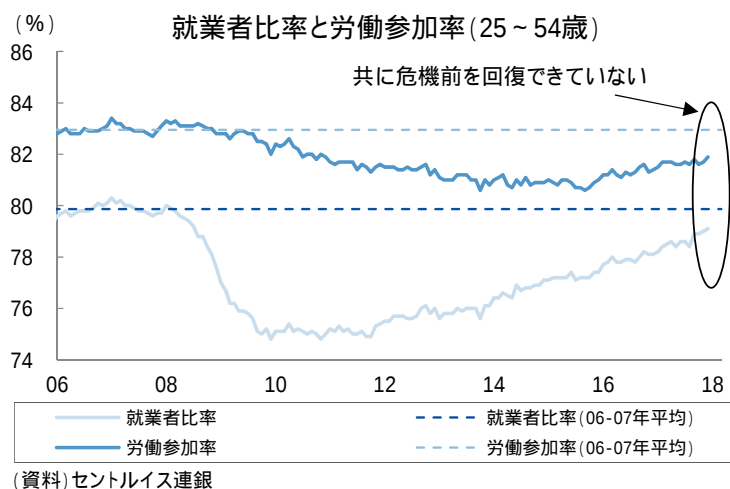
米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～

米12月雇用統計は、非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+14.8万人と市場予想の中心を下回ったものの、依然大きな失速は見られない。通年で見れば2017年のNFPも前年比+200万人を超える好調さを維持しており、まだスラックを感じさせるような状況である。とはいえ、過去5年で見れば最小の増加幅でもあり、いよいよ労働供給の天井が接近している可能性も感じさせる。問題はこうした「量」の積み上げが尽きるまでに「質」に相当する賃金の浮揚が見られてくるかどうか。為替を含め、あらゆる資産市場の見通しを分かち論点はここにかかっている。米経済指標の現状に関して言えば、ハードデータの代表格である雇用統計が好調を維持する一方、ソフトデータの代表格であるISM製造業景気指数も改善が極まっていることも見逃せない。2018年から2019年にかけて潮目が訪れる可能性を警戒するのがフェアな分析姿勢。

～まだ、スラックはありそうな米労働市場～

先週5日に公表された昨年12月分の米雇用統計は、非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+14.8万人と市場予想の中心(同+19.0万人)を下回った。また、10月分は+24.4万人から+21.1万人へ下方修正、11月分は+22.8万人から+25.2万人へと上方修正され、計▲0.9万人の下方修正されているものの、伸びの水準自体が堅調であることは間違いない。一方、失業率は4.1%と歴史的な低水準で横ばいであり、「完全雇用状態に近い」というFRBの評価を裏付けるような動きである。とはいえ、NFPという「量」の積み上げがまだ続いているということは、「完全雇用状態が近くない」ということも意味するはずであり、FRBの想定に疑義を覚えさせる側面もある。実際、先行きの物価を占う上で最も注目される平均時給は前年比+2.5%にとどまっている。

過去の本欄¹でカシュカリ・ミネアポリ連銀総裁のエッセイをレビューした際にも取り上げた論点だが、「働き盛りの世代(プライムエイジ、24～54歳の層)」の就業者比率は依然として改善(上昇)傾向にありながらも、危機前の水準を回復できていないという事実もあり、労働参加率も同様の状況にある(図)。また、雇用情勢が芳しくないなど経済的な理由からパートタイムを余儀なくされている就業者は12月、前月比で若干増えており、これを含む広義失業率(U6失業率)も8.0%から8.1%へ小幅上昇している。これらの事実を

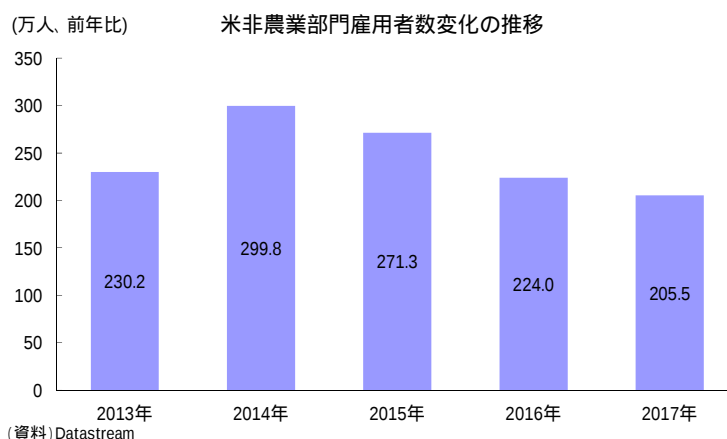


¹ 本欄 2017年12月20日号『3度目のカシュカリ・エッセイを受けて』をご参照下さい。

考慮すれば、米労働市場には「まだスラックが存在する(完全雇用状態ではない)」との評価が妥当であるように思われ、賃金が上がってこないのも必然という話になる。この状況に対して複数回の利上げとバランスシート(B/S)縮小を併存させているという現状認識は持っておきたい。

～「量」が尽きる前に「質」が浮揚してくるか？～

通年で見れば、2017 年の NFP は前年比+206 万人の増加となり、2016 年の同+224 万人から減速したものの、「量」の積み上げは依然大きい。利上げに着手した 2015 年以降の米雇用市場に「完全雇用状態に近い」との評価が付き纏ってきたことを思えば、自然失業率推計の難しさを感じるところである。とはいえ、過去5年で見れば最小の増加幅でもあり、いよ



いよ労働供給の天井が接近している可能性も感じさせる(図)。今年、NFP の伸び幅が明確に縮小されてきた場合、これを市場がどう評価するかは 1 つの見所になる。

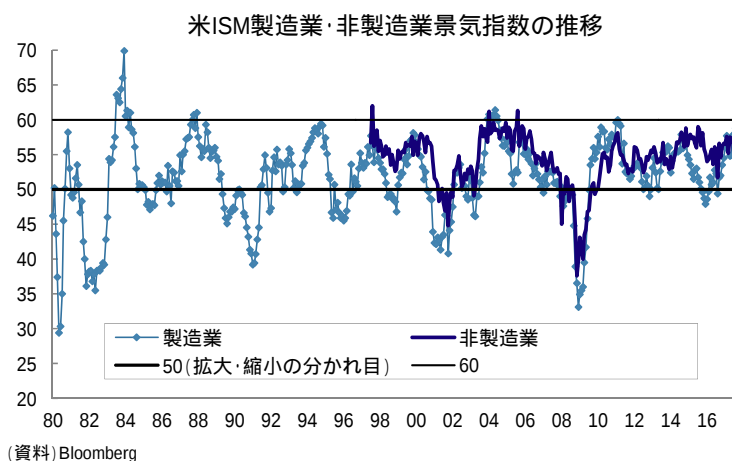
労働供給の枯渇が近づいていること自体、フォワードルッキングな物価上昇を警戒する FRB からすれば予想した通りの展開である。およそ人が足りていないにも拘らず賃金が上がらないことなどあり得ないわけだから、利上げや B/S 縮小は一段と正当化しやすくなる。問題は、「量」の積み上げが尽きるまでに「質」に相当する賃金の浮揚が見られてこないケースである。結局、為替を含め、あらゆる資産市場の見通しを分かち論点は「労働需給のひっ迫がこれだけ続けばそのうち賃金・物価環境は上がってくる」という理論的には当然の現象を信じるのか否かという部分にある。この点、「米経済の地力は強く、いずれ賃金・物価環境は上がってくるのだから利上げは当然」と考える向きは長期金利もいずれ上がってくるという見通しを抱くだろう(例えば米 10 年金利に関し 3% 付近までの上昇を展望する)。だが一方、筆者を含め、「そもそも上昇しない賃金・物価環境は構造的な理由に根差しており、いくら利上げをしても長期金利は恐らく上がってこない」と考える向きもある。

後者の見通しに立ち長期金利の停滞(例えば 10 年金利で 2% 割れなど)を前提にすれば、日米金利差の拡大は殆ど期待できないという話になる。経験則に倣えば、そのような状況でドル/円相場の上昇も期待できないだろう。とすれば、雇用統計において賃金が浮揚してこない状況はやはり円の先高観を示唆する現象と解釈するのが筋に思える。本欄や『中期為替相場見通し』では米雇用に関し、「量」の積み上げが尽きる一方、「質」も浮揚してこない展開を想定しており、FRB の正常化プロセス終了がいよいよ視野に入るのが 2018 年後半ではないかと考えている。

～ハードもソフトも改善が極まる米経済指標～

米経済指標の現状に関して言えば、ハードデータの代表格である雇用統計が好調を維持する一方、ソフトデータの代表格である ISM 製造業景気指数も改善が極まっていることも見逃せない。

今月 3 日に発表された 2017 年 12 月の ISM 製造業景気指数は前月比 +1.5 ポイントの 59.7 と 3 か月ぶりに改善した。景気の拡大・縮小の判断の分かれ目となる 50 を超えるのは 16 か月連続である。特に、指数を構成する 5 項目²の 1 つである「新規受注」が同+5.4 ポイントの 69.4 となり、2004 年 1 月以来、実に 13 年 11 か月ぶりの高水準となったほか、「生産」も同+1.9 ポイントの 65.8 だ



った。同指数の 60 超えは歴史的にも稀な事態であり、しかも持続可能性が殆ど期待できない水準である(図)。一方、重要な構成項目の 1 つである「雇用」は▲2.7 ポイントの 57.0 であった。国内外の堅調なマクロ経済情勢に、ドル安基調も加わって、米製造業を取り巻く事業環境は極めて良好と見受けられるが、FF 金利引き上げによって資本コストが着々と上がる中、この状況がどこまで維持できるのかは不安も抱かれるところだろう。

実際、経済に占める割合の大きい非製造業の ISM 景気指数は 12 月分に関し、55.9 と市場予想の中心(57.6)を下回り、前月の 57.4 から低下した(低下は 2 か月連続である)。判断の分かれ目である 50 を 96 か月連続で凌駕しているものの、2017 年 10 月につけた 12 年ぶりのピーク(60.1)を回復するのは難しいとの評価はある(ISM 非製造業調査委員会のニース委員長のコメントとして同水準にはもう到達しない可能性があるとのコメントも報じられている)。

現状、米経済はハードデータもソフトデータもほぼ「改善の極み」と言えるような状況に到達しつつあり、2018 年から 2019 年にかけて潮目が訪れる可能性を警戒するのがフェアな分析姿勢だと筆者は考えている。少なくとも、こうした思惑を端的に示しているのが、1 年前からフラット化傾向が進んでいる米金利のイールドカーブではないだろうか。為替市場の観点からは、引き続きドル安の継続を予想したいところである。

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。

² 新規受注、生産、雇用、入荷遅延、在庫の 5 項目である。

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.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
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか?～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」、や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野?～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
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	違い込まれる日銀～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年上半期の対米証券投資～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ー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年上半期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「賃」～
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～