

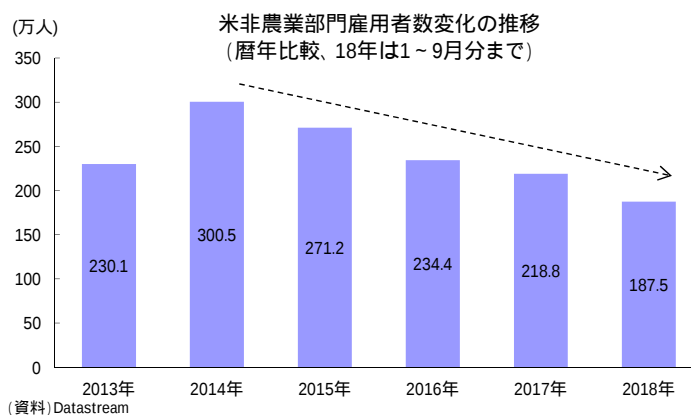
みずほマーケット・トピック(2018 年 10 月 9 日)

米 9 月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～

米 9 月雇用統計は市場予想にこそ届かなかったものの、前月分が大幅に上方修正されたことや失業率がさらに低下するなど前向きな動きが見られた。利上げ局面も終盤と言われるこの期に及んでも前月比で約+20 万人ほどの増勢が続いている状況は、やはり「想定外の加速」が継続していると言わざるを得ない。とはいえ、雇用者数という「量」が増えても賃金という「質」がこれに伴って増えているわけではない。過去 5 年間で見れば失業率の急改善に物価の基調が追いつけておらず、フィリップス曲線の勾配は全く戻ってきていない。少なくとも賃金が非線形に加速し一般物価を押し上げるような事態は今のところ予想が困難である。米国の雇用市場は現状、「山」から起算して 129 か月が経過しており、約+1108 万人もの雇用が創出された状況。過去の局面を参考にすると、ここまでくればはっきりと雇用が減少に転じ始めるケースも珍しくなく、中には雇用が減少に転じた上でさらに増勢に転じるという景気の波を経験しているケースもある。経済・金融情勢のターニングポイントはどう考えても近いはず。

～ NFP の「想定外の加速」が継続～

注目された米 9 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+13.4 万人と市場予想の中心(同+18.5 万人)を下回った。しかし、前月分が大幅に上方修正(同+20.1 万人→同+27.0 万人)されたこと、失業率が 1969 年以來の低水準となる 3.8%を記録したことなど好感される要素もあった。注目の平均時給は前年比+2.8%と概ね市場予想(同+2.9%)に沿ったものであり、特筆される

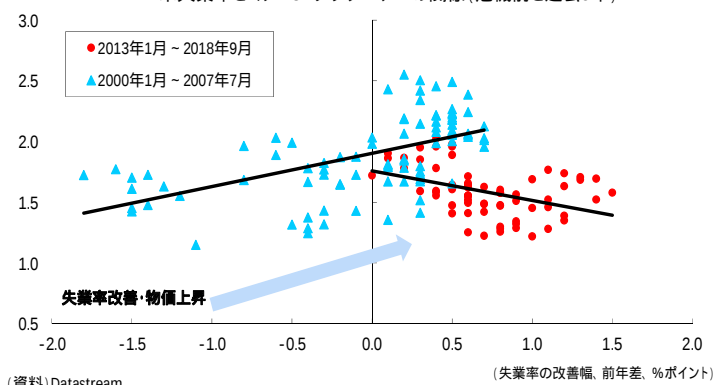


ような仕上がりにはなっていない。過去 9 か月で見れば平均して同+20 万人程度の増勢が維持されており、2018 年 1～9 月合計の NFP の増加幅は約 188 万人に達している(図)。残り 3 か月間で年初来の増勢(約+20 万人)が続いた場合、暦年の仕上がりは約+250 万人の増加幅となる。これは 3 年ぶりの大きさであり、利上げ局面も終盤と言われるこの期に及んで雇用情勢が加速するという姿になる。これは本欄の想定を大きく外れる展開であり、FOMC のハト派メンバーにおいても恐らく同様の胸中ではないかと推測する。過去の本欄でも議論したが、正常化プロセスに着手し始めた 5 年前に想定されていた長期失業率は 5.6%であり、現在はこれを約 2%ポイント下回っている。雇用者数という「量」に関しては「想定外の加速」が継続しているというのが率直な感想である。潜在成長率やこれに付随する完全雇用状態を正確に推計することの難しさを改めて思い知る事案と言える。

～フィリップス曲線のフラット化は続く～

とはいえ、周知の通り、雇用者数という「量」が増えても、賃金という「質」がこれに伴って増えているわけではない。過去5年間で見ればフィリップス曲線は失業率の急改善に物価の基調が追いつけず、むしろ右肩下がりにすら見える。物価と雇用の改善ペースに乖離が出始めている結果だろう。例えば過去半年間(2018年3～9月)に限ってみれば、コア個人消費支出(PCE)デフレーターが前年比+1.9～2.0%で推移していた一方、失業率は▲0.4%ポイント(4.1%→3.7%)も低下している。ちなみに平均時給は前年比+2.6～+2.9%で確かに徐々に騰勢は強まっている。だが、歴史的に見れば、これがコアPCEデフレーターなど一般物価の基調を浮揚させ、繋ぎとめるにはあと1%ポイント程度(前年比+3.5～4.0%程度)の勢いが必要という経験則もある。少なくとも現時点で非線形な賃金上昇が一般物価全体を押し上げるような展開は予想が難しい。

(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(危機前と過去5年)

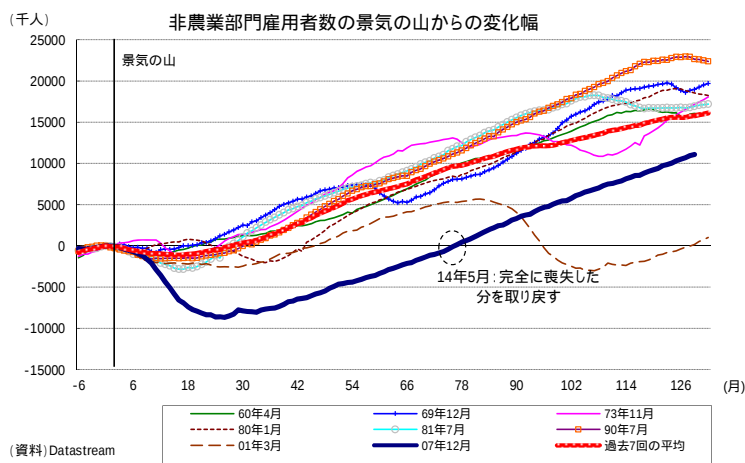


(資料) Datastream

先週末からの金融市場で米金利上昇を嫌気した株売りが先行しているのは、やはり「真のインフレ懸念」に伴うような過熱感が乏しいからではないのか。本当に経済・金融情勢に過熱感があれば「利上げを嫌気して景気減速・株安」という状況にはならない。「景気過熱・株高をけん制するための利上げ」が元々の状態だったはずであり、それが「利上げを嫌気して景気減速・株安」という状況に至っているとすれば、もう利上げも打ち止めが近い(十分)と読むべきではないだろうか。

～ターニングポイントが近いからこそその利上げ加速～

過去の後退期と比べても今回の雇用回復期間は非常に息が長いものになっている。前回、経験した景気の「山」は2007年12月であり、サブプライムショック、リーマンショックを経て「山」から起算して27か月後に相当する2010年2月には最大▲870万人のNFPが喪失した。そこから徐々にNFPは増勢に転じ始め77か月後に相当する2014年5月には遂に「量」の面では「山」から起算して喪失したNFPは全て復元した。要するに、約6年半がかりで「量」という面で米国の雇用市場は回復を果たしたと言える。



(資料) Datastream

現状、「山」から起算して129か月が経過しており、約+1108万人もの雇用が生み出された状況にある。図示されるように、過去の局面に目をやれば、ここまでくればはっきりと雇用が減少に転じ始めるケースも珍しくなく、中には雇用が減少に転じた上でさらに増勢に転じるという景気の波を経

験しているケースもある。それは金融政策運営も何らかのターニングポイントに差し掛かっている時期であったと言って良いだろう。今回はリーマンショックという例外的に深い「谷」からの復元なので「山」までの距離が長期に及ぶのも致し方ない面もあるが、ここまで「量」の積み上げ進んでいる以上、雇用回復の終わりが近く、金融政策もこれに呼応するはずだというのは当然の想定と言える。

恐らく、パウエル FRB 議長率いる FOMC もターニングポイントに近いことは分かっているのだろう。先週は議長自らが中立金利を超えた上での利上げ継続の可能性を示唆したが、結局それは、ターニングポイントに近いことを認識しているからこそ「(将来の利下げ余地を確保すべく)上げられるだけ上げたい」という思いが強まっていることの裏返しなのではないか。もちろん、本当に米経済が強いと思っている節もあるが、3.7%まで低下した失業率がさらに同じペースで改善し、賃金もこれに付随して加速するというシナリオを念頭に置くのはかなり勇気の要る想定である。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回はやはりイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易い…だが～
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～コンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～敵寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安・トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～