

みずほマーケット・トピック(2018年11月5日)

米景気改善の「極み」～悩ましい貯蓄率の読み方～

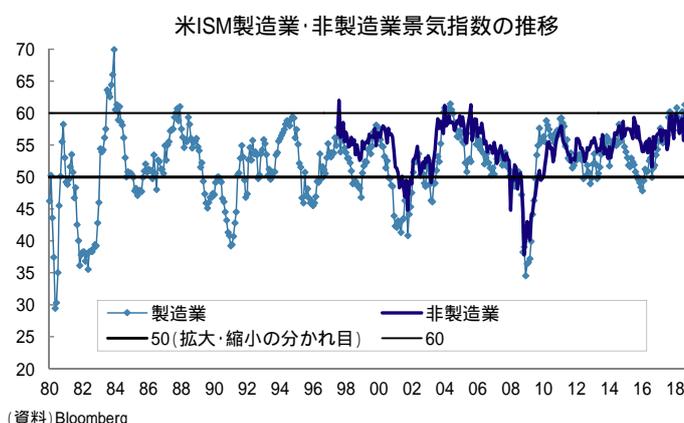
注目された米10月雇用統計は平均時給を筆頭に極めて良好な結果に。これに応じて期金利も騰勢を強めていることから、今週の株式市場が金利上昇を大人しく受け入れるのかどうかは非常に興味深いところ。一方、絶好調の雇用統計を受け、もはや殆ど取り沙汰されていないが、先週1日に公表された米10月ISM製造業景気指数は6か月ぶりの低水準まで急落している。ISM製造業景気指数の「60」は歴史的にも天井であり、米製造業の景況感が改善の「極み」に達している可能性は高い。過去1年の金融市場ではFRBの読みがほぼ的中し、宣言通りの利上げを実施することが出来たこともあってか、「極み」に差し掛かっていることがそれほど危機感を持って語られることがない。とはいえ、各種計数の改善は過熱感を帯びていることは事実である。そのような中で今夏に大幅改定された米家計貯蓄率の読み方だけは悩ましいところ。

～平均時給が9年半ぶりの伸びに～

注目された米10月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し前月比+25万人と市場予想の中心(同+20.0万人)を優に上回り、労働参加率の上昇が見られる中で失業率も3.7%という歴史的な低水準から横ばいを維持するなど極めて良好な内容を示した。とりわけ平均時給が前年比+3.1%と遂に大台の3%を突破し、9年半ぶりの伸び率を記録した。9月分が+2.8%であるから文字通り賃金は加速したという表現で良いだろう。これに呼応するように米10年金利も騰勢を強めており、一時3.219%と2週間ぶりの3.2%台を記録している。ここで注目されるのが株価の動きであり、NYダウ平均は前日比109.91ドルとややまとまった幅で値を下げた。とはいえ、前日までの3日間で続伸しており、900ドル以上上昇した後の動きであることを思えば、影響は限定的だったと言える。しかし、2月にしても10月にしても、長期金利が上がって暫くしてから動揺が始まった。その意味では今週の株式市場が金利上昇を大人しく受け入れるのかどうかは非常に興味深いところである。

～改善の「極み」は明らか～

絶好調の雇用統計を受け、もはや殆ど取り沙汰されていないが、先週1日に公表された米10月ISM製造業景気指数は57.7と前月の59.8から急落し、6か月ぶりの低水準をつけている。新規受注や雇用といった項目で悪化が目立っていたが、今回の雇用統計には大きな影響が見られなかった。とはいえ、過去の本欄でも議論したことがあるが、ISM製造業景気指数が

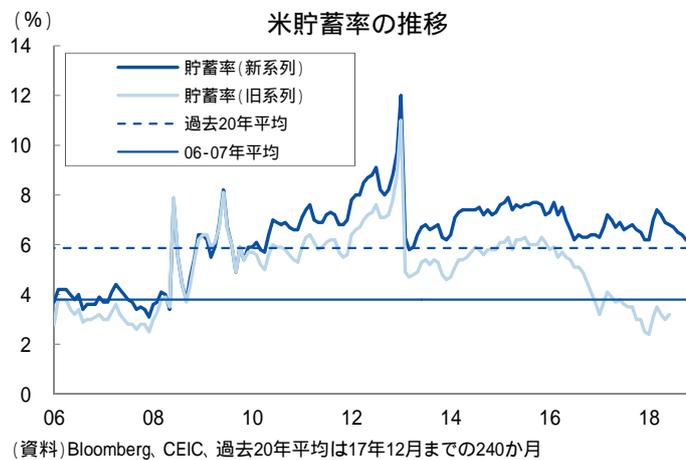


60 を超えて改善し続けることは稀であり、60 にタッチしたならばはやあとは下げ基調に入るのを待つだけである(前頁図)。少なくとも米製造業の景況感が改善の「極み」に達していることは間違いないだろう。また、こうしたソフトデータのみならずハードデータに関しても 4%を大きく割り込んでいる失業率はやはり「極み」に接近している印象を抱かざるを得ない。

過去 1 年の金融市場では FRB の読みがほぼ的中し、宣言通りの利上げを実施することが出来たこともあってか、「極み」に差し掛かっていることがそれほど危機感を持って語られることがない。「(景気改善が)もう少し続くと思うから、もう少し利上げできると思う」程度の想定で物事が語られている印象が強い。しかし、約 5 年前(2013 年 6 月)、バーナンキ元 FRB 議長がテーパリングの意思表示をした時、長期失業率の想定は 5.6%だった。足許で実現している 3.7%という数字は既に FRB(および市場参加者)にとって「嬉しい誤算」の域に入っていることを忘れるべきではない。

～しかし、貯蓄率には米家計部門の余裕が滲む～

とはいえ、景気回復がまだ「極み」に達しておらず、まだ余裕を感じさせるハードデータもある。それは米家計部門の貯蓄率だ。筆者を含め多くのエコノミストは年初から米国家計の貯蓄率が歴史的な低水準にまで落ち込んでいることに着目し、過剰な消費・投資行動への警戒感と恐らくそれを駆動しているだろう株高を通じた資産効果の存在に警鐘を鳴らしてきた¹。しかし、今年 7 月に実施された 5 年に 1 度の包括改定(Comprehensive Revision)を受けて、



貯蓄率は過去 5 年にわたって大幅上方修正され、とりわけ 2016 年以降は概ね倍の水準へ押し上げられている。具体的には 2016 年平均は 4.9%から 6.7%へ、2017 年平均は 3.4%から 6.7%へ大幅修正され、2018 年に至っては旧系列が存在する 1～5 月までの平均で見ると 3.2%から 7.1%へと倍以上の水準に引き上げられている。これは金融バブルの絶頂で過剰な消費・投資が問題視されていた 2006～07 年の平均である 3.8%の概ね倍であり、過去 20 年平均の 5.9%と比較しても優に上回る水準である。

端的に言えば、それだけ家計部門において「使える金」が生まれたことになり、一部報道²ではこの今年 1～3 月期の上方修正分を「iPhone X が 6 億台余り購入できる金額」と形容するものも見られている。旧系列では今年 4 月時点で 3.0%付近まで低下しており、明らかに株高に乗じた楽観が過剰な消費・投資を呼び込んでいたように見受けられ、まさに景気拡大期の「極み」に達していたが、米国の家計部門は意外にも堅実な状態にあったことが明らかになった格好である。貯蓄があれば不況期の個人消費減速は限定的なものにとどまり、過度なバランスシート調整が事態を長引かせることもない。高い貯蓄率は不況の到来自体を否定するものではないが、傷は浅いものになりやすい。

¹ 本欄 2018 年 1 月 16 日号『低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?』をご参照下さい。

² WSJ, “A Surprising Bulwark for the U.S. Economy: The Personal Saving Rate”, August. 21th. 2018

～「富める者がさらに裕福になった」だけ？～

とはいえ、以上のような上方修正の背景にはいわゆる事業者所得(proprietors income)や配当金(dividend income)そして金利(interest income)が寄与した部分が大きく、雇用者報酬(いわゆる賃金)部分にけん引された結果ではない。事業や配当金や金利などに所得を依存するような層は高所得者層であり、それゆえに平均消費性向も低い(=平均貯蓄性向が高い)ことが予想される。ゆえに、「富める者がさらに裕福になった」という修正の結果、貯蓄率が上昇したのであればそれほど嬉しい話ではない。また、一国経済全体として貯蓄率が安定的に高止まりするということは、それだけ高成長を実現しにくくなったという話でもある。また、米国経済の強さの源泉のように言われていた「株高を通じた資産効果」も大して発揮されていなかったのだとすれば、現下の株高は将来的な不安定の「芽」として注目すべき論点かもしれない。1年前の想定と比べれば、米国経済の地力の強さには素直に驚きを感じるが、FRBが利上げを重ねる中で、同時に景気改善の「極み」も徐々に浮き彫りになっていることは今少し注目されても良いように思われる。

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11月2日	週末版(ドル相場への近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
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～
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～今回ばかりは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～言うは易し…だが～
2018年9月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月18日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
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～ユニケル発言について～
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～郵政は新興国に～
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」、「ゴルドロック」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう一つの潜在的危機～
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	ポ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～
2018年7月17日	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13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	また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～
2018年6月19日	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15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～「APPI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～イタリア発スペイン経由南米行き～)