

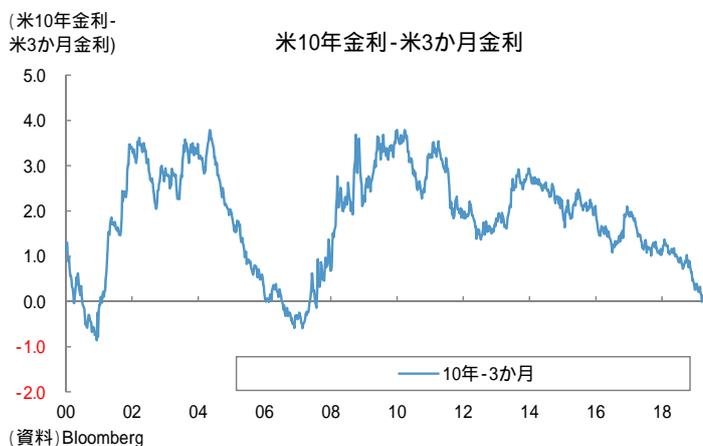
みずほマーケット・トピック(2019年6月10日)

利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～

先週末から本日にかけては大きな材料が交錯。目下、金融市場は「雇用統計の悪化」よりも「メキシコへの関税見送り」を好感しているが、本質的な問題はどうか考えても前者だろう。米5月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+7.5万人と市場予想の下限(同+8.0万人)をも下回った。3月・4月分の下方修正(計7.5万人)と合わせ見れば、5月の増分はゼロという計算に。目先の注目は雇用・賃金の失速が本物だとして、それをFRBがどの程度深刻に受け止めるか。本来、雇用・賃金は景気の遅行系列であり、フォワードルッキングな政策運営には不向きだが、FF金利と失業率の歴史的な軌道は概ね一致してきた。結局、FRBは雇用市場の失速と共に利上げを止め、利下げに転じてきたのである。予想される利下げのタイミングはいつになりそうだろうか。市場の織り込みは7月が80%弱とほぼ既定路線だが、だからこそサプライズ狙いで6月という決断もなくはないかもしれない。25bps刻みで9枚しかないカードを有効に活用するならば、サプライズ狙いの政策運営が企図されても不思議ではない。

～「雇用統計の悪化」vs.「メキシコへの関税見送り」～

先週末から本日にかけては大きな材料が交錯した。まず7日に発表された米5月雇用統計の失速が市場心理を冷やし、米10年金利は一時2.05%まで低下、ドル/円相場も107.88円まで押し下げられた。元々燻っていた利下げ観測は一段と強まり、株価は金利低下を当て込んで騰勢を強めている。10年金利と3か月金利の逆イールド化はこれで3週間に及んでおり、いよいよ局面変化(引き締め緩和)が現実味を帯びてきたように思える。



片や、同日、トランプ米大統領は「メキシコが移民の流れを食い止める強硬な措置を取ることで合意した」とツイート、発動目前となっていたメキシコからの全輸入品に対する制裁関税を無期限停止する方針を表明した。メキシコはグアテマラ国境付近に国家警備隊を配置することや米国へ不法入国した移民をメキシコに送還させ待機させるなどの手段を取るという。こうした施策の実効性は定かではないが、金融市場にとって「雇用統計の悪化」よりも「メキシコへの関税見送り」の方が材料としては大きく、本日アジア時間の東京市場は円安・株高で始まっている。

～メキシコ騒動の再発は否めず～

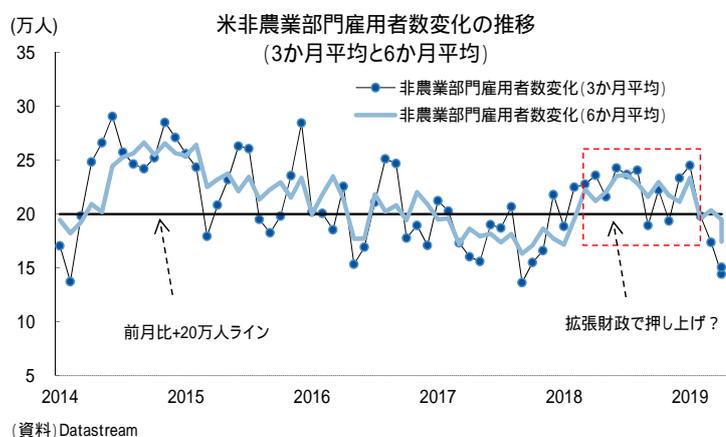
だが、週末から足許にかけての市場の楽観ムードには危うさを覚える。まず、「メキシコへの関税見送り」は確かに良い材料だが、少なくとも 2 つの不安がある。第一に、今回のメキシコ騒動を通じて「通商と無関係のトピックであっても関税で脅迫して戦果を得る」というアプローチが「あり」だということになってしまった。そもそも不法移民の流入数と関税の水準の間には何の因果関係もない。にもかかわらず、メキシコはあっさり譲歩してしまった。今後、別の国(日本かもしれない)が同じようなアプローチを食らう恐れが出てきたという意味で不透明感は増したのではないかと。とりわけ企業はそのように考える向きが多いと推測する。日計りの動きを繰り返す金融市場と異なり、民間企業の投資行動はより慎重を期して行われる。今回のメキシコ騒動は企業のリスク許容度を毀損した疑いが強く、メキシコに限らず米国と通商関係で揉めそうな地域への投資計画は逡巡せざるを得ないだろう。一口に「不透明感」と言っても、企業のそれは市場よりも粘着性が強いと考えられる。

第二に、今回のメキシコの施策が実効性を持たなかった場合、トランプ大統領は間違いなくまた同じことをやるだろう。実際、本件に絡めては壁を超えてメキシコから米国に入る移民よりもそれ以外のルートから入ってくる移民の方が多いという指摘が目立つ。なお、今回の一件についてはそもそも移民問題で強く出られない米議会がトランプ大統領を静止することができなかったという側面もある。再発性の高いトピックなのではないだろうか。

～本質的な問題は雇用統計の悪化～

なにより、本質的に気にしなければならないのは雇用統計の悪化の方である。5 月の非農業部門雇用者数(NFP)変化は前月比+7.5 万人と市場予想の下限(同+8.0 万人)をも下回った。ちなみに3 月分は同+18.9 万人から同+15.3 万人へ、4 月分は同+26.3 万人から同+22.4 万人へ、計 7.5 万人の下方修正となっている。つまり、5 月の増分は 3・4 月の修正分を加味すればゼロという計算になる。かかる状況下、平均時給の動きも勢いを欠いており、5 月分は前年比+3.1%と市場予想(同+3.2%)を割り込んでいる。いよいよ景気循環に遅行する雇用・賃金情勢も失速し始めた疑いが抱かれる。ただでさえ利下げ予想の声が大きくなっていくところにダメを押す結果だが、そもそも 4% 割れの失業率に持続可能性を期待すべきではないことは本欄でも執拗に強調してきた通りだ。

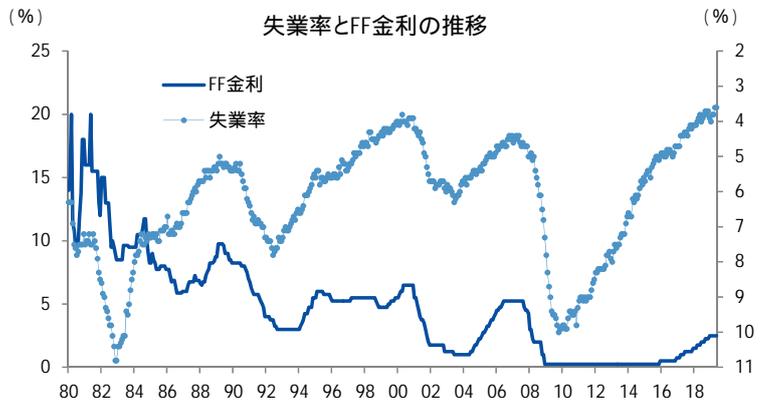
2013 年 5 月、バーナンキ元 FRB 議長が量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を示唆し、正常化プロセスの着手を宣言した時、FRB スタッフ見通し(同年 6 月)で想定されていた長期失業率(自然失業率)は 5.6%だったことを忘れてはならない。今月で米国経済の拡大局面は過去最長(120 か月)に並ぶが、それだけ景気が成熟化している以上、「働きたい人は概ね働けるようになった」というごく当たり前の状況は発生する。図示されるように、NFP の増勢は 2014 年をピークに明らかに下降してきたのだが、拡張財



政の追い風を背景として 2018 年だけはピックアップしていた。本欄ではその効果の剥落が予想される 2019 年後半にかけて雇用・賃金は失速軌道に戻ると考えてきたが、今回の米 5 月雇用統計はそうしたシナリオを後押しする兆候ではないかと警戒したい。

～ 利下げを促す失業率。6 月利下げも排除されず～

目先の注目は雇用・賃金の失速が本物だとして、それを FRB がどの程度深刻に受け止めるかである。周知の通り、雇用や賃金は景気循環に対してバックワードルッキングに決定されるものであり、いわゆる景気の遅行系列である。ゆえに、本来はその失速が明らかになる前に金融政策は調整される必要があり、本来は「次の一手」へのヒントにはなり得ない。だが、図に示されるように、



(資料) Bloomberg

FF 金利と失業率の軌道は歴史的に概ね一致してきた。結局、FRB は雇用市場の失速と共に利上げを止め、利下げに転じてきたというのが実情に近いのだろう。現状、米国の失業率は 3.6% という半世紀ぶりの低水準で推移しているが、これは 6 年前より大分改善した FRB スタッフ見通し(2019 年 3 月時点)が想定する長期失業率(4.3%)と比べてもまだ相当低い。真っ当に考えればリスクバランスは下向きであり、これに合わせて FF 金利が切り下がってくる局面が予想される。

では、合理的に予想される利下げのタイミングはいつなのだろうか。FF 金利先物市場の織り込みは 7 月が 80% 弱とほぼ既定路線になりつつあるが、だからこそサプライズ狙いで 6 月という決断もなくはないかもしれない。25bps 刻みで 9 枚しかないカードを有効に活用するならば、本来は望ましくないにせよサプライズ狙いの政策運営が企図されても不思議ではない。

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
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレジデントQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切った良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するセント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	プレジデント情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(プレジデント交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	プレジデント、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	プレジデント交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の動所～利上げの真価が現れる年～