

みずほマーケット・トピック(2019年8月5日)

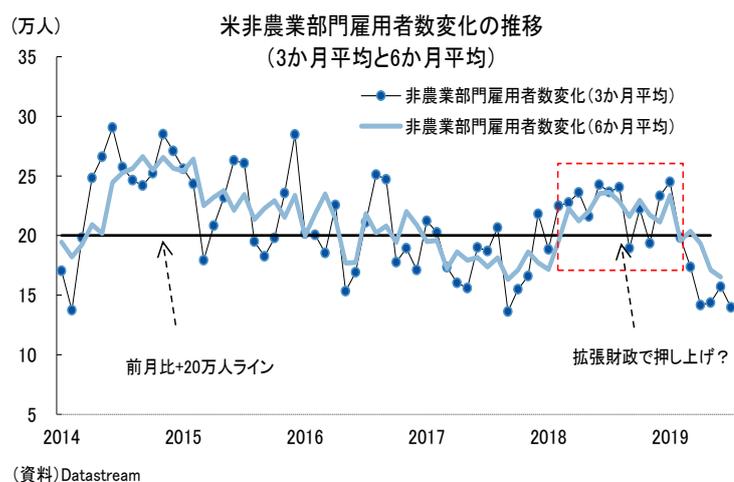
米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～

米7月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)に関し、前月比+16.4万人と市場予想の中心(同+16.5万人)とほぼ一致した。しかし、重要なことは、米国経済において限界的に積み上げられる毎月の雇用量が徐々に減ってきているという事実。振れや遡及改訂の大きいNFPは単月の結果に右往左往すべきではない。NFPの前月比について3か月および6か月平均の動きを見ると、NFPの積み上げペースは明らかに2014年後半から2015年前半がピークであり、そこから徐々に失速していることが分かる。2018年はトランプ減税の効果でピックアップしているが、その効果が剥落するに伴って減速軌道に復しているのが現状。グローバルにみたPMIが底打ちする兆しも見られていないことから、NFPの結果を評価する上では「今どうなっているのか」よりも「今後どうなっていくのか」に着目する姿勢がこれまで以上に求められていると言える。

～NFPは趨勢的に鈍化している～

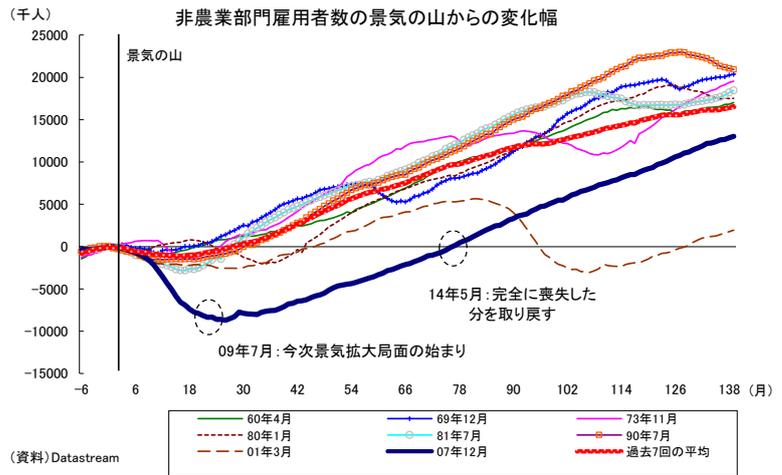
先週2日に公表された米7月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)に関し、前月比+16.4万人と市場予想の中心(同+16.5万人)とほぼ一致した。しかし、5月および6月のNFPに関してはそれぞれ同▲1.0万人、同▲3.1万人で計▲4.1万人の下方修正が施されており、雇用の「量」について言えばややネガティブな結果だったと言える。平均時給はやや加速(前年比+3.1%→同+3.2%)が見られたものの、後述するようにNFPの趨勢が明らかに鈍化してきている以上、平均時給が一般物価を押し上げるほど今後加速してくるとは考えにくい。米国経済の現状と展望を考察する上では、限界的に積み上げられる毎月の雇用量が減っているというのが要諦だと筆者は考える。

振れや遡及改訂の大きいNFPは単月の結果に右往左往すべきではない。図はNFPの前月比について3か月および6か月平均の動きを見たものである。NFPの積み上げペースは明らかに2014年後半から2015年前半がピークであり、そこから徐々に失速している。2018年だけがピックアップしているのはトランプ減税の効果と目される。しかし、本欄では、この効果が剥落しトランプ関税の悪影響の方が大きくなっ



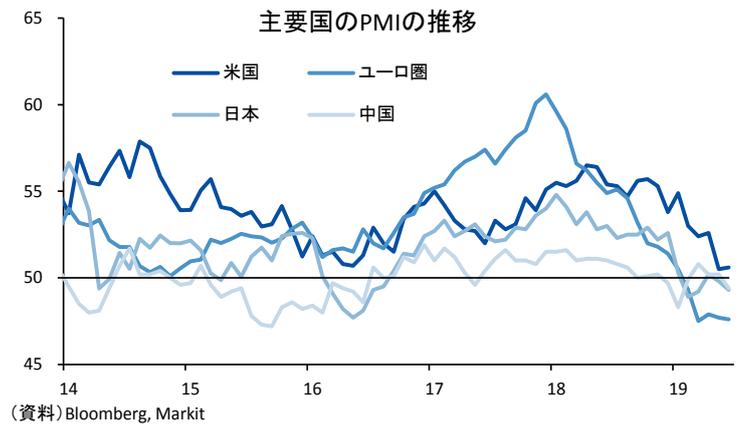
ていると思われる以上、NFPは減速軌道に戻っていく可能性が高いと繰り返し論じてきた。図に示されるように、そうした懸念は徐々に現実化しつつある。景気循環に最も遅行すると思われる賃金が緩やかに加速していることを捉えて楽観的となるのは危険であり、賃金押し上げの原動力となる

労働需要に陰りが見えつつあることに注目したい。なお、前回の景気の「山」である2007年12月から数えた場合は約+1300万人、今次景気拡大局面の起点である2009年6月から数えた場合は約+2040万人も増加している(図)。過去の景気拡大局面と照らし合わせた場合、もう失速が始まっているとは思っていない頃合いではある。現在起きている雇用拡大は歴史的に見ても相当に稀な現象であるという認識は持った方が良さそう。



～「今どうなっているのか」よりも「今後どうなっていくのか」～

以上のような状況を踏まえれば、「米国の労働市場は悪化含み」を前提として相場見通しを検討するのが無難だろう。FRBの政策運営も最終的には労働市場の帰趨に既定されるはずだ。主要市場の価格動向に落とし込むのであれば株安・米金利低下・ドル安がストレートな展開と思われるが、株価は米金利低下に応じて堅調な時間帯もあるだろう。だが、雇用という実体経済で最も重要な



セクションが悪化してくる頃には企業収益も相応に悪化している公算が大きい。市場では「利下げ→株高」という直感的な反応が見られやすいが、そのような値動きに永続性を期待すべきではない。少なくとも「働ける人の数」が決まっている以上、NFPが減速する局面は必ず到来する。景気拡大局面が122か月と過去最長を更新する中、それはさほど遠い未来の話ではないと考えたい。依然としてグローバルにPMIが底打ちするに至っていない状況は減速基調にあるNFPの今後に陰を落とすものである(図)。「今どうなっているのか」よりも「今後どうなっていくのか」に着目した上でNFPの結果を評価する姿勢が今、求められている。

市場営業部
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.mizuho-bank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」として～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合レビュー～サプライズがあるとすれば…～)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
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？～
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	次のカタ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政策理事会レビュー～TLTRO3詳細発表～
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	「1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～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」と割り切って良いのか？～)
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」に関するヒント
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～)
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～