

みずほマーケット・トピック(2019年10月7日)

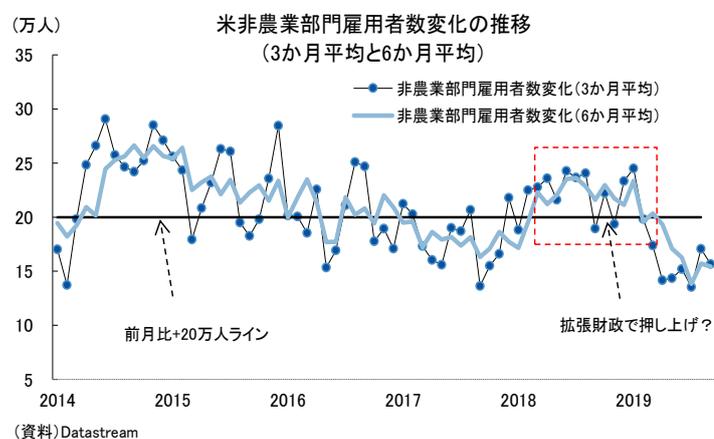
米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～

米9月雇用統計は「思ったほど悪くなかった」という受け止めが大勢。しかし、「思ったほど悪くなかった」は結局のところ「悪い」のであり、基調を見極めることが重要。そもそも非農業部門雇用者数(NFP)変化は市場予想に届いておらず、今年1～9月で創出されたNFPの総数も過去5年の同時期の雇用創出幅としては最小である。米経済が創出できる雇用は確実に減ってきているとの認識が必要。また、失業率が50年ぶりの低水準にまで低下したのに、平均時給が減速感を強めていることも憂慮すべき事態。過去5年についてフィリップス曲線を描いてみると、「失業率の低下」と「物価の下落」が安定した関係を持ちつつある。かかる状況下、FRBがタカ派に転じる糸口を見つけるのは難しく、米金利やドルのリスクは下方に広がっていると言えよう。

～「思ったより悪くない」は結局のところ「悪い」～

週明け7日の円相場は急伸から始まっている。今週の米中貿易協議を前に中国政府が通商合意の範囲を狭めることを検討していると報じられ、ドル/円相場は先週末の引け値である107円近辺から106.50円台まで売られている。本稿執筆時点ではやや値を戻しているものの、米中貿易協議関連のヘッドラインに右往左往する地合いは今年の相場を象徴していると言える。

ところで10月第1週となった先週は米経済指標の悪化が耳目を集める週となったが、4日にはその仕上げとも言える米9月雇用統計が発表された。既報の通り、「思ったほど悪くなかった」という受け止めが大勢であり、結果を受けた金融市場ではリスク許容度が改善、米金利やドルは上昇し、円安が進んだ。しかし、「思ったほど悪くなかった」は結局のところ「悪い」のであり、基調を



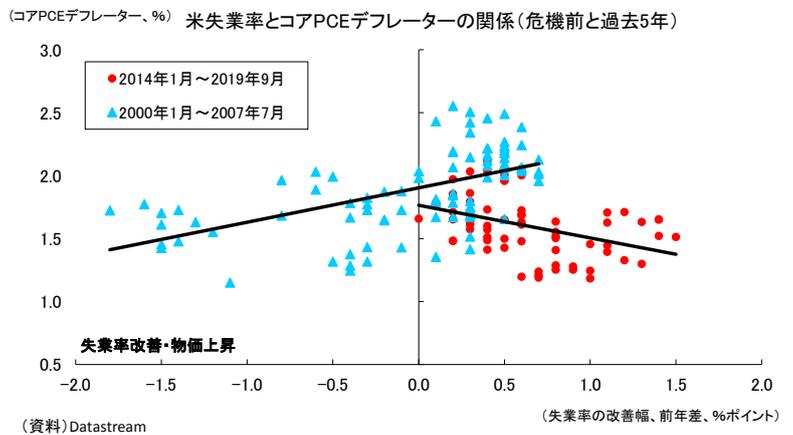
しっかり見極めるようにしたい。9月の非農業部門雇用者数(NFP)変化は、前月比+13.6万人と市場予想の中心(同+14.5万人)を割り込んでいる。「思ったほど悪くなかった」と言えども、市場予想には届いていないことは留意したい。また、平均時給も前年比+2.9%と市場予想の中心(同+3.2%)を▲0.3%ポイントも下回り、過去1年で最も低い伸びにとどまっている(▲0.3%ポイントは2017年8月以来の大きな失速幅だ)。失業率が3.5%と50年ぶりの水準にまで低下したことが好感されているが、そこまで雇用市場の需給が逼迫しているのに賃金の騰勢が衰え始めていることを憂慮すべきではないのだろうか。周知の通り、雇用統計は振れの大きい統計であり遡及改訂は日常茶飯事である。単月の市場予想と比べて「思ったほど悪くなかった」と安堵するのではなく、「趨勢的にど

うなってきたのか」を見極めるべきである。前頁図に示される通り、3か月ないし6か月平均で見たNFPは過去5年で明確に減速してきている。今年1～9月で創出されたNFPは144.7万人だが、これは過去5年の同時期の雇用創出幅としては最小である。米経済が創出できる雇用の「量」は徐々に、しかし確実に少なくなっているとの認識が必要である。

～「誰が見ても悪い」時にはもう手遅れ～

真っ当に考えれば50年ぶりの低水準に達した失業率は完全雇用状態への接近を意味している可能性が高く、今後、上昇に転じる公算が大きい。一国における「働ける人の数」は決まっているのだから「完全雇用状態を経て減少に至る」こと自体は何ら不思議ではない。米景気の拡大局面は10月で125か月目に突入しており、これまでの過去最長記録(120か月)を更新中である。かかる状況下、「働きたい人が全員働けている状態」(≡完全雇用状態)に直面し、雇用統計のヘッドラインが徐々に弱くなっていくことは必然の展開でもある。

問題はそこまでの状況に至っているのに平均時給が騰勢を強めることなく、むしろ失速の兆候すら出始めていることだ。昨年まで利上げ局面にあったFRBはこうした完全雇用とも言える労働市場の状況を踏まえ、「非線形に賃金が上昇してくる恐れ」も念頭に利上げを敢行していたが、その恐れはまだ顕現化しておらず、利上げ局面は終了、今や連続的な利下げを強いられている始末である。



図は米国の失業率と物価基調(コア PCE デフレーター)の関係を示したフィリップス曲線のイメージだが、金融危機前には「失業率の低下」と「物価の上昇」の間に安定した関係が見られていたものの、過去5年では「失業率の低下」と「物価の下落」が安定した関係を持ちつつある。労働市場の需給が逼迫しても賃金の上昇に跳ねず、一般物価の騰勢にも繋がらない状況であり、中央銀行として引き締め転じるタイミングを推し量るのが非常に難しくなっていると考えられる。

9月雇用統計で最も着目すべきは①「NFP増加幅は減速基調にあること」、②「50年ぶりの水準への失業率低下」と「平均時給の失速」が同時に起きたことであり、「思ったより悪くなかった」などという抽象的な感情論で結果を糊塗すべきではないだろう。景気に遅行する労働市場が「誰が見ても悪い」という状況になる頃には米金利やドルも新たな下値を見に行く地合いになっているはずである。現時点では「当面、米金利やドルが上がりそうにない」という見通しで備えたいところである。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか~ISM景気指数の悪化を受けて~)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望~日本化の過渡期?~
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか?
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」~ラウテンシュレーガー-ECB理事辞任の読み方~)
2019年9月26日	円安リスクの点検~財政政策というアップサイドリスク~
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する~REERを通して見えること~
2019年9月24日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて~9月乗り切るも日銀の難局は続く~)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー~出尽くし懸念強まるパッケージ緩和~)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー~9月の一手と利下げの行方~
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー~APP再開は困難だが、露払い(は)したいところ~)
2019年9月5日	プレグジットを巡る論点整理~ポンド/ドルは1.20割れ定着か~
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係~ISM悪化を受けて~
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演~不安はどこに~
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について~諸刃の剣~
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検~警戒すべきトランプ減税第二弾~
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い~105円割れを受けて~
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて~9月のパッケージ緩和が濃厚に?~)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて~「調整」の誘惑、日銀の経験~
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について~下期以降の景色は大きく変わりそう~)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果~利上げ17回分?~
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」~対抗措置としての元安~
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~
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」
2019年7月22日	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政策理事会プレビュー~「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」としても~
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~
2019年6月19日	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プレビュー~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	プレグジット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
2019年4月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)