

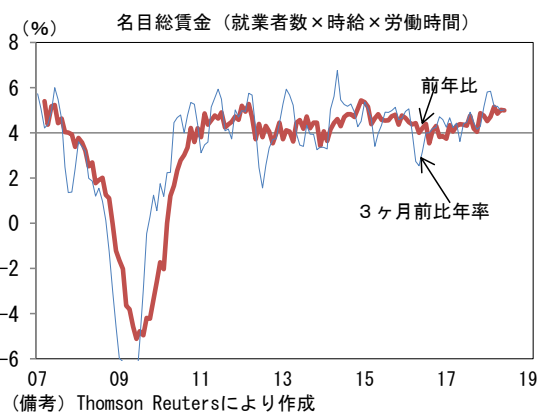
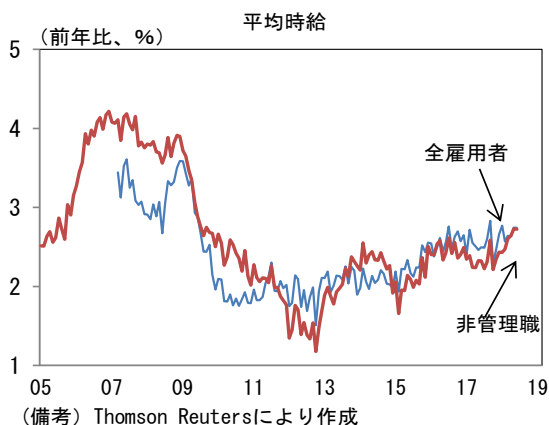
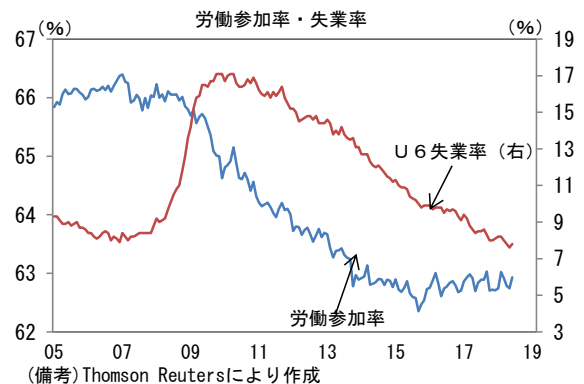
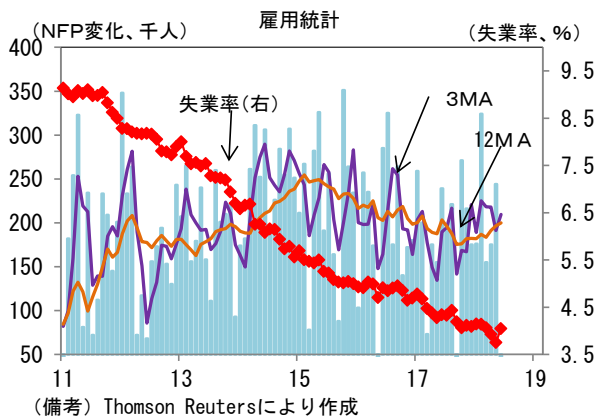
- ・ 関税インフレの影響は？
- ・ まだまだスラックが大きい？（米雇用統計）

2018年7月9日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

## 【海外経済指標他】

- ・ 6月米雇用統計によるとNFPは前月比+21.3万人と市場予想（+19.5万人）を上回り、かつ過去2ヶ月分も+3.7万人分が上方修正された。移動平均値は3ヶ月平均が+21.1万人、6ヶ月平均が+21.5万人、12ヶ月平均が+20.1万人へとそれぞれ加速。雇用の量的拡大は相変わらず順調なペースを維持している。
- ・ 他方、失業率は4.0%へと0.2%pt上昇。労働参加率が62.93%へと0.19%pt上昇するなかで失業者数と就業者数が共に増加したため、分子分母の関係で計算上の失業率が切り上がった。U6失業率は7.8%へと0.2%pt上昇したが、ヘッドラインであるU3失業率との差分は3.8%ptで不変。
- ・ 注目の平均時給は前月比+0.2%、前年比+2.7%と前年比伸び率は5月から不変。前月比伸び率が+0.3%へと加速し、前年比伸び率が+2.8%へと伸びを高めるとの事前予想を僅かに下回ったが、良くも悪くも緩やかな賃金上昇が続いている。名目総賃金（就業者数×時給×労働時間）は前年比+5.0%、3ヶ月前比年率+5.0%と順調な拡大経路を歩んでいる。



## 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

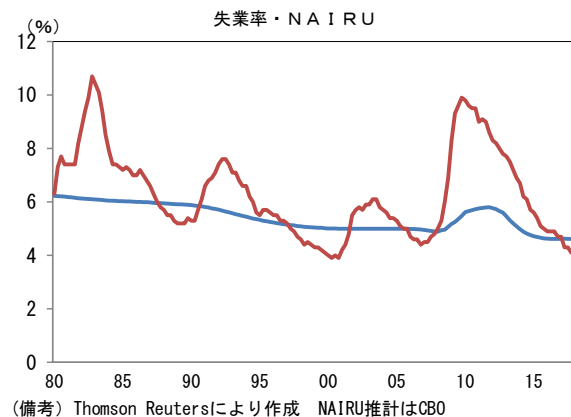
- ・前日の米国株は続伸。米中貿易戦争は大方の予想どおり開戦したものの、中国市場が大きな波乱なく引けたことなどから、欧米時間は安心感が広がった。WT I 原油は73.80<sup>F<sub>U</sub></sup> (+0.86<sup>F<sub>U</sub></sup>) で引け。
- ・前日のG10 通貨はUSDが全面安。米雇用統計で注目の平均時給が予想比下振れたことからUSDが売り優勢に。USD/JPYは110後半から110前半へと水準を切り下げ、EUR/USDは1.17半ばへと水準を切り上げた。
- ・前日の米10年金利は2.822% (▲0.7bp) で引け。当初は小幅に金利上昇となっていたものの、米雇用統計で注目の平均時給が予想比下振れたことから金利低下に転じた。欧州債市場(10年)はドイツ(0.292%、▲0.7bp)、フランス、イタリア、スペインが何れも金利低下。対独スプレッドは概ね横ばい。

## 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株高に追従して高寄り後、上げ幅拡大(10:00)。

### <#雇用統計 #利上げ継続 #関税 #関税インフレ>

- ・上述のように米雇用統計は、FEDの金融政策にとって最も重要な平均時給に加速感がみられなかったものの、労働参加率の上昇を伴って雇用者数が順調に拡大したことから、利上げ継続を支持したといえる。FEDはドットチャートに沿って18年中に4回の利上げを実施するとみられ、市場もそれを織り込みつつある。金融市場が織り込む9月FOMCにおける利上げ確率は81.6%と高水準を維持。現時点で18年中は3.4-3.5回程度の利上げを織り込んでいる。
- ・他方、今回の雇用統計で改めて認識させられたのは、完全雇用には達したとみられていた割には労働市場への参入量が依然として豊富で雇用者の増加が続いていること。こうした下で「鋭い雇用増・鈍い賃金」という構図が顕著になっているが、これは、これまで非労働力人口であった非熟練労働者が労働市場に参入した結果として平均時給が下押しされるという、日本と似た現象であろう。このことは賃金上昇に繋がるほど労働需給が逼迫していないことを意味しており、4%台半ばと推計されているNAIRUに相当な計測誤差があったことを浮き彫りにしている。賃金が加速度的に上昇するまでにはもうしばらく時間がかかりそうだ。
- ・ここで貿易戦争と金融政策の関係に目を転じると、「雇用改善→内生インフレ率加速→引き締め正当化」という従来のシンプルな関係に加えて、関税引き上げによるインフレ率上昇にも配慮する必要がでてこよう。中央銀行の姿勢としては、間接税の影響を除いたインフレ率を経済の体温と見做して金融政策の舵取りを行うのが一般的だが、関税による中間財の輸入物価上昇が最終財に浸透するのを定量的に検知するのは困難だろう。関税によって見た目のインフレ率が上昇した場合、名目賃金が直ちに追いつけば理想的だが、それは不確実性が高い。このように賃金と物価以外の要素を加味すると、金融政策の舵取りは一層難しくなる。この点、FEDがどういった見解を示すのか次回FOMC(7月31日-8月1日)で確認したい。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。