

2025年8月25日

みずほマーケット・フラッシュ

ジャクソンホール経済シンポジウム、クイックレビュー

サマリー

本稿はジャクソンホール経済シンポジウムにおける日米金融政策当局トップの発言をクイックにレビューした。パウエル FRB 議長は、雇用に対する下振れリスクが高まっていることを明言し、「政策スタンスの調整を正当化する可能性がある」と利下げ再開を示唆した。もっとも、ドル/円相場は最近のレンジを下抜けるには至っておらず、底堅さも意識させる。翻って植田日銀総裁は、構造的な労働供給不足によって賃金上昇圧力が続くことを強調した。1 月展望レポートでも分析がなされているように、労働供給不足が深刻である日本社会においては、需要サイドの強さがなくとも賃金物価上昇圧力がかかるとの認識に基づけば、賃上げと利上げは続くということだろう。

国際為替部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

パウエル FRB 議長講演～9 月利下げにはオープン、市場では安心感が広がる～

8 月 22 日、ジャクソンホール経済シンポジウムにおいてパウエル FRB 議長の講演が行われた。演説の大部分は金融政策の枠組みに関する改定 (Elements of the Revised Consensus Statement) だったのだが、市場の注目を集めたのはやはり経済情勢および金融政策の短期的な見通し (Current Economic Conditions and Near-Term Outlook) だった。

筆者が注目したのは以下の文章である。

- ・失業率はほぼ+1%ポイント上昇したが、これは歴史的に見て景気後退期以外では見られなかった展開だ
- ・全体として労働市場は均衡しているように見えるが、これは労働者の供給と需要の双方が著しく減速していることから生じる奇妙な均衡だ。この異例の状況は、雇用に対する下振れリスクが高まっていることを示唆している
- ・関税が消費者物価に与える影響は、今や明確に現れている。今後数か月にわたり、その影響は蓄積していくと予想されるが、その時期や規模については大きな不確実性がある
- ・妥当な基本シナリオは、その影響は比較的短期間、つまり価格水準の一時的な変化にとどまるというものである
- ・短期的には、インフレリスクは上昇傾向にあり、雇用リスクは下降傾向にあるという困難な状況だ
- ・失業率など労働市場の指標の安定により、我々は政策スタンスの変更を検討する上で慎重に進むことが可能になる

・もともと、政策が景気抑制的な領域にある現状では、基本的な見通しとリスクバランスの変化が、政策スタンスの調整を正当化する可能性がある

米7月雇用統計の結果にも詳細に触れており、労働市場の下振れリスクの高まりにも明白に言及していたことが印象的だった。7月FOMCにおける記者会見では「労働市場には下振れリスクがあると考えている」と述べるに留まっていたが、ジャクソンホールでは「雇用に対する下振れリスクが高まっている」と警戒姿勢を強めている。インフレに関する文言に目を移すと、7月FOMCで「関税引き上げは一部の財価格にはっきりと反映され始めているが、経済活動とインフレへの全体的な影響はまだ不明である」としていた一方、ジャクソンホールでは「関税が消費者物価に与える影響は、今や明確に現れている」と述べた。もちろん、インフレへの影響の時期や規模に関する不確実性の大きさにも触れていたが、入手可能な情報が増えたことを受けて、不確実性は若干ながら低下した模様だ。

そして最も注目を集めたのは、「政策スタンスの変更を検討する上で慎重に進むことが可能になる」「政策スタンスの調整を正当化する可能性がある」といった文言だろう。報道でも見られるが、事実上利下げ再開を示唆したと解釈できる。市場はこれらの情報発信を受け、米金利低下・ドル安・米株上昇で反応した。9月FOMCにおける利下げ織り込みは一時95%付近に達した。来年末にかけての利下げ回数織り込みも、5.0回付近から5.3回付近に若干ながら上昇を見せた。

ドル/円相場に関しては148円台後半から147円割れまで低下したものの、8月安値を更新するには至らず、G10通貨内でも特に大きく買われたわけでもなかった(図表1)。そもそも8月4日以降のドル/円は146~149円の狭いレンジを抜けるには至っていない。日米通商交渉も妥結に至り、米利下げ再開に一定の目途がついたにも関わらずこのレンジにある事実を重く見ることが賢明だ。

植田日銀総裁発言～需要が強くなくとも、賃上げと利上げは続く～

翻って、植田日銀総裁は23日、「転換期の労働市場の政策的含意」と題したパネル討論に参加した。短期的な金融政策運営に関する直接的言及には乏しかったが、中長期的な利上げ路線を企図する日銀の立場を支える趣旨も目立った。

報道では、「大きな負の需要ショックが生じない限り、労働市場は引き締まった状態が続き、賃金には上昇圧力がかかり続けると見込まれる」との発言が大きく取り上げられた。今次利上げ局面で日銀は春闘における賃上げデータ等を重視してきたことは明白であって、賃金がここ2年程度の上昇率が続く限り、利上げ路線も継続的になる可能性が高い。

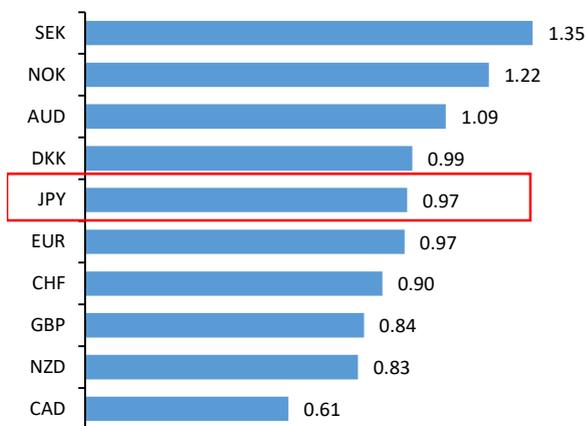
ただ、日銀が強調する賃金上昇圧力は、あくまで供給サイドによるものである。具体的には、女性や高齢者の労働参加率に上昇余地が乏しいことが挙げられている(図表2)。少子高齢化の更なる進展が確定している日本社会においては、よほど外国人労働者数が増加しない限り、労働供給の不足は更に強まる可能性が非常に高いと言えよう。

この点、1月展望レポートを思い起こす市場参加者も多いのではないかと。1月展望レポートの全文版においては、一部産業では労働供給制約によって資本稼働率が下がっていること、この結果として資本ギャップおよび需給ギャップが過小評価されており、需給ギャップが示唆する以上に、物価には上昇圧力ががか

るとの見解が示された。

かねて、植田総裁は物価上昇に関し「第一の力」「第二の力」と表現してきた。「第一の力」は、外生的な輸入インフレである。「第二の力」は、賃金と物価の好循環を指す。「第二の力」においても、内需(特に個人消費)が明確に上向き、需要要因によって賃金と物価が上がる、というのが最も理想的なシナリオではある。一方、日銀が1月展望レポートで指摘したのは、供給要因により賃金と物価が上がる、というシナリオである。日銀の利上げ路線を批判する識者は、総じて前者のシナリオが利上げの条件と考えているように見える。しかしながら、要因が需要であれ供給であれ、日銀の政策目標は+2.0%の物価上昇率である。労働供給不足が構造的で、尚且つ今後ますます深刻になる可能性が高いのであれば、供給要因の賃金・物価上昇もまた持続的ということになる。この前提に立てば、内需が強くなくとも、賃上げと利上げは続くと考えたい。

図表 1: 8月22日のスポットレート変化率(対ドル、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 本邦失業率、労働参加率の推移(%)



出所: Macrobond、みずほ銀行

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。