

みずほマーケット・トピック(2020年9月9日)

過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～

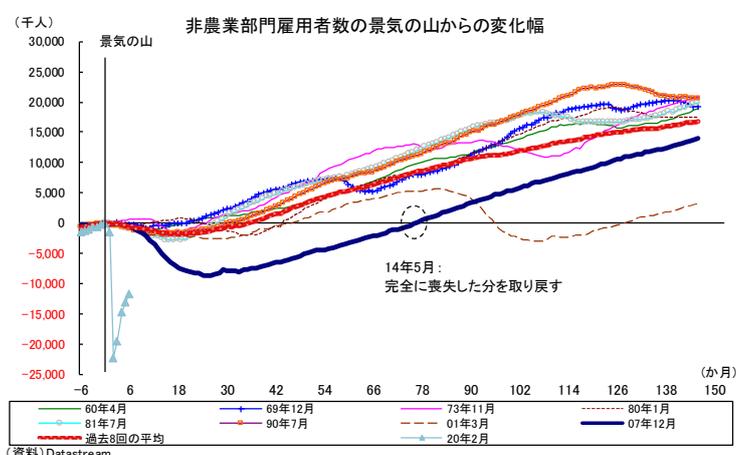
米国の雇用市場では悲惨な状況が続いている。米景気が「山」をつけてからちょうど半年が経過したところで、現状を整理してみたい。リーマンショックを伴った後退局面では「山」から27か月後に▲869.4万人の雇用が喪失しており、これが最悪期だった。しかし、今回は「山」が2020年2月に到来し、そこからわずか2か月後の4月に▲2216万人の雇用が喪失している。結果、失業率はわずか1か月(2月→3月)のうちに「半世紀ぶりの低水準」から「史上最悪の高水準」に急騰した。雇用悪化の程度も、そこに至るスピードも尋常ではないことが分かる。リーマンショック後の経験則をそのまま当て嵌めてしまうと利上げ開始は2028年に食い込むという見方もある。過去の経験に従えば従うほど絶望的な気持ちになるが、薄日を見出すこともできる。というのも、コロナショックはリーマンショックとは異なり、バブルの崩壊ではない。ゆえに、バランスシート調整のような後遺症が生じにくいと考えられる。可能性はさておき、「コロナショックは意外に早く終わるかも」というアップサイドリスクにも目を配りたいところ。

～為替取引も株価次第の局面～

昨日の金融市場はハイテク株を中心として米株価が調整色を強める中、為替市場もリスクオフムードが支配的となり、ドル/円相場も105円台まで値を戻している。元より過熱感が指摘されていただけに、NYダウ平均株価の前日比▲632ドルという下落幅は大きいものの、意外感はない。实体经济の深手が癒えない以上、過剰流動性で支えられた株高はどうしても高値波乱含みになりやすい。株高の潮流が変わるとは思えないが、我慢の時間帯はどうしても到来するものだろう。為替取引においても、その株価の上下動を睨んだ取引戦略が報われそうな局面と見受けられる。

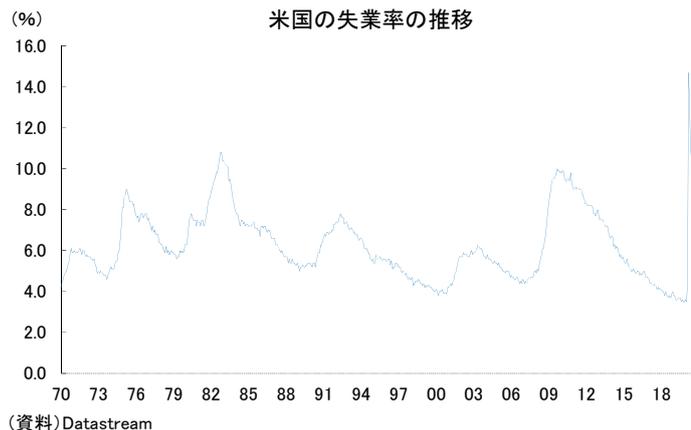
～コロナショック半年経過。米雇用市場の深手を概観～

ところで「实体经济の深手」といった場合、やはり米国の雇用市場の悲惨な現状が思い起こされる。2009年6月から続いた米国史上最長の景気拡大局面は2020年2月に「山」をつけた。129か月間という拡大局面はそれまでの過去最長(120か月間)を9か月間も更新するものであった。現時点では8月分までの雇用統計が明らかになっているため、今次後退局面に入ってから、ちょうど半年間が経過したことになる。図は過去の景気後退局面のスタート地点(すなわち景気の「山」)を起点とした



場合、各局面における非農業部門雇用者数(NFP)変化がどのように推移してきたのかを振り返ったものだ。一瞥しても分かるように、リーマンショックを伴った後退局面(2007年12月が「山」)はそれまでに経験したどの後退局面よりも甚大な雇用喪失に見舞われた。しかし、今回のコロナショック(2020年2月が「山」)はそれを遥かに凌駕しており、正真正銘、未曾有のショックである。具体的に数字を見ると、さらにショッキングだ。景気の「山」が2007年12月に到来して以降、リーマンショックを経て、雇用が最も失われていたのはそこから27か月後となる2010年2月であり、その時点で▲869.4万人の雇用が喪失していた。これでも十分、史上稀に見るショックだった。

しかし、今回はその比ではない。今回は「山」が2020年2月に到来し、そこからわずか2か月後の同年4月に▲2216万人の雇用喪失が確認されている。喪失の程度も、そこに至るスピードも尋常ではない。人類史上、ここまで景気が不連続に変わったことは戦争以外ではあり得ないだろう。結果、失業率で見れば、わずか1か月(2月→3月)のうちに「半世紀ぶりの低水準」から「史上最悪の高水準」に急騰



している(図)。株高を煽っても消費者心理が一切戻って来ないのは、家計部門がトラウマを抱えるくらいのショックだったからという形容でも言い過ぎではないかもしれない。

～薄日を見出すことも可能～

前頁図の過去の後退局面との比較に基づけば、リーマンショック後の雇用喪失(最大▲869.4万人)が完全に復元されたのは景気の「山」から起算して78か月目となる2014年5月だった。これをそのまま今回に当て嵌めると2020年2月から78か月後なので2026年7月という話になる。ちなみにFRBが利上げ着手に成功したのは2015年12月だったので、雇用喪失からさらに1年半の様子見を経て利上げに至ったことになる。これを今回に当て嵌めると2028年1月になる。

こうして過去の経験に従えば従うほど絶望的な気持ちになるが、薄日を見出すこともできる。というのも、リーマンショックは文字通りバブルの崩壊であり、とりわけ米国の家計部門が過剰債務を背負い込み、その調整が長引く過程で低成長を余儀なくされた。だが、今回のコロナショックはバブルの崩壊ではなく、マクロ経済における不均衡の蓄積が問題を起こしたわけではない。それゆえ、家計や企業が債務返済に躍起となり消費・投資が停滞するといったいわゆるバランスシート調整の恐れはない。もちろん、ハイイールド債やレバレッジドローンなど、不均衡がなかったわけではないが、米家計部門の住宅ローンのような規模感で議論されるものではない。あくまで感染症を理由とした強制的な経済活動の停止であり、誤解を恐れずに言えば、「故意的に引き起こされた不況」である。ゆえに、感染症の収束に目処がつけば、その戻りはバブル崩壊後の足取りよりも軽くなる(はずである)。現状では今年の秋冬に対する警戒から消費・投資意欲が高まりにくく、貯蓄過剰に傾きやすいが、それも何をきっかけに行動様式が変わるかは読めない状況だ。例えば、ワクチン開発と実用化に目処がつくだけでもかなり変わるのではないのか。戦時中と比喻される今次局面だが、

戦争のように社会インフラが破壊されたわけではない。正常化の過程を阻害するのは感染症への向き合い方次第であり、必然的に景気回復ペースはバブル崩壊後のそれとは異なる。

一昨日の本欄でも議論したが、既に▲2000 万人以上も失われた NFP だが、8 月時点でその半分は復元されている。それでも未だ▲1000 万人以上の雇用が失われているので何の慰めにもならないが、リーマンショック後の景気後退局面では NFP が前月比で増勢を取り戻すまでに「山」から 2 年近くかかっており、安定的に雇用増加の軌道に乗り始めたのは 2010 年 11 月頃(すなわち「山」から約 3 年後)であった。この点が直ぐに雇用増加の軌道に戻っている今次局面との大きな違いだろう。

過去6か月における米雇用統計の状況

	復元率	雇用喪失量(万人)
合計(NFP)	47.9%	-1,154.9
財部門	50.5%	-124.2
自動車・同部品	73.9%	-9.4
サービス部門	49.3%	-947.6
運輸・倉庫業	33.2%	-38.1
小売業	72.5%	-65.5
人材派遣業	47.1%	-47.2
宿泊・飲食	53.2%	-326.9

(資料)macrobond

「意外にコロナショックは早く終わるかもしれない」というアップサイドリスクを警戒しつつ、資産価格の騰勢やその後の大幅調整に着目する論考が一部で出始めているのは根拠のない話ではない。未曾有のショックであるからこそ、どういった政策がどの程度のアクセルないしブレーキになるのか想像もつかず、それゆえに資産価格の振幅が大きくなり過ぎてしまう恐れはどうしても出てくる。「実体経済の深手」に絶望するばかりではなく、過去の局面と比較した上で、何か違いを見出すことができないのか。その違いは資産価格にどのような影響を与えそうなのか。悲観に支配されず、客観的な視点を持って市場を展望していくことが今ほど求められていることはないと筆者は考えている。

市場営業部・金融市場部
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
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっていくのか?～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分) 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか?
2020年7月3日	週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか?
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなるドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか?～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムのお全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちほだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか?
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か?～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別