

みずほマーケット・トピック(2020 年 12 月 15 日)

イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状

12 月 FOMC は現状維持を既定路線としつつ、政策変更を予想する向きも。米 11 月雇用統計の冴えない結果以降、緩和期待がにわかに膨らんでいる。経済活動に再度制限がかかる中、今後、雇用統計から財政・金融政策運営を占おうとする機運は今後一段と強まるだろう。雇用統計に関する報道は非農業部門雇用者数(NFP)変化、失業率そして平均時給の 3 点に終始することが多いが、それに囚われず、より複眼的に労働市場の現状と展望を分析することが必要。この点、イエレン元 FRB 議長が「イエレン・ダッシュボード」と呼ばれる 9 つの雇用指標を重視していたことを思い返したい。前回の利上げ着手時と比較すると、現在直面している労働参加率や長期失業割合の水準が如何に深刻なものが浮き彫りになる。2021 年は断続的に「FRB へのタカ派懸念」が断続的に市場心理を冷やす場面があろうが、その際はイエレン・ダッシュボードに立ち返り、現状認識を改めることを心掛けたい。イエレン新財務長官も同じ胸中のはず。

～FOMC、年内最後に追加緩和？～

本日から開催される FOMC は現状維持を既定路線としつつ、政策変更を予想する向きもある。11 月 4～5 日開催分の FOMC 議事要旨では国債購入ペース(現在は国債と住宅ローン担保証券で計 1200 億ユーロ)の修正は不要と議論されているものの、感染拡大や追加財政刺激策の欠如を下方リスクと指摘し、今後の国債購入ペースの修正も排除していない。ここきて追加緩和を予想する向きが増えたのはやはり今月 4 日の米 11 月雇用統計の冴えない結果だったと考えられる。3～4 月で 2000 万人の雇用を失った以上、今後出てくる雇用統計は「基本的に力強い増勢」を維持することが当然視されている。増勢ペースの急減速は緩和観測の台頭を誘うには十分な材料だったと言える。とはいえ、今のところ、政策変更があったとしても国債購入に係るフォワードガイダンスの修正程度にとどまるとの声は多く、その程度であれば為替相場への影響は軽微であろう。

～イエレンダッシュボードで見る現状～

経済活動に再度制限がかかる中、今後雇用統計の結果を受けて財政・金融政策運営を占おうとする機運は一段と強まるだろう。先週の本欄では失業期間が 27 週以上におよぶ長期失業者なら

イエレンダッシュボードの現状と過去(利上げ着手は2015年12月、雇用者数は万人単位、割合は%)

	非農業部門雇用者数変化	失業率	労働参加率	広義失業率	長期失業者の割合	退職率	求人率	採用率	解雇率	失われた雇用者数(※2)
2014-15年平均	23.85	5.7	62.8	11.2	30.7	1.9	3.6	3.6	1.3	470.5
2015年10～12月期	27.20	5.0	62.6	9.9	26.6	2.0	3.8	3.8	1.3	
2017-19年平均	18.21	4.0	62.9	7.8	22.2	2.2	4.4	3.8	1.2	1,360.6
2020年1～11月平均	-85.17	8.2	61.8	13.8	16.5	1.9	4.2	4.1	2.4	-983.4
直近(※1)	24.50	6.7	61.5	12.0	36.7	2.1	4.3	4.1	0.9	

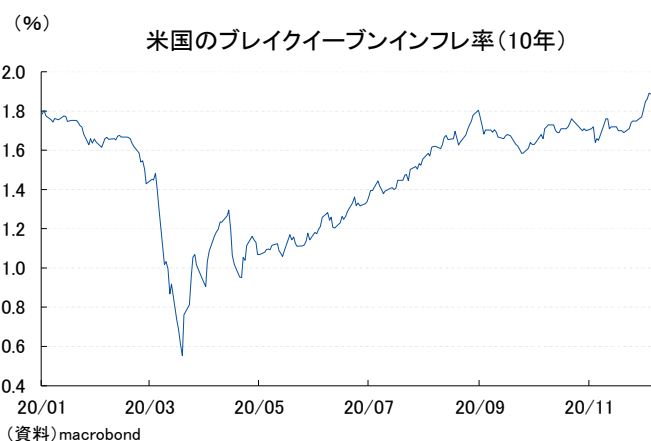
(資料) macrobond、(※1) 2020年11月時点、(※2) 景気の「山」から起算して失われた雇用。上から順に「15年12月」・「19年12月」・「20年11月」時点の数字。

びに労働参加率の動きこそが中長期的に重要な雇用指標だと議論した。雇用統計に関する報道は非農業部門雇用者数(NFP)変化、失業率そして平均時給の3点に終始することが多いが、それに囚われず、より複眼的に労働市場の現状と展望を分析すべきというのが筆者の基本認識である。この点、新財務長官に就任予定のイエレン元FRB議長は金融政策運営にあたって9つの雇用指標を重視していると言われ、それは「イエレン・ダッシュボード」と呼ばれていた。9つの指標とはNFP、失業率、労働参加率、広義失業率、長期失業者割合、退職率、求人率、採用率、解雇率である。なお、イエレン・ダッシュボードは周囲が勝手に呼んだもので、本人が呼んだわけではない。

前頁表はこの9つの指標に関して、「前回利上げ着手直前の2年間(2014~15年)」、「利上げ着手を含む当該四半期(2015年10~12月期)」、「コロナショック直前の3年間(2017~19年)」、「年初来(2020年1~11月)」についての平均値を記載した上、現状把握のため直近値(2020年11月)も載せた。現在直面している労働参加率や長期失業割合の水準が如何に深刻なものか分かるだろう。そのほか広義失業率の高さも目につく。長期間に及ぶ失業によって就労意欲やスキルが失われることが広義失業率の上昇や労働参加率の低下とリンクしていると考えられる以上、筆者はやはり長期失業者割合が米雇用市場の現状と展望を語る上では要諦になると考えている。

～2021年、「FRBのタカ派懸念」にはダッシュボードを～

現状、米国のインフレ期待はワクチンの開発・承認・接種を経て明確に騰勢を強めており、10年BEIはコロナ前にも到達していなかった2%に手が届きそう(右図・上)。フィッシャー効果を考慮すれば、名目10年金利が現水準(0.90%近傍)でペッグされたような状況は持続が難しいと考えるのが自然である。そのような金利動向を追認するように一部のFRB高官が正常化に関心を示し始めるのが2021年4～6月期以降になるというのが筆者の読みである。



片や、景気の遅行指標である雇用関連指標の改善はそこまではっきりとは進まないはずである(図)。例えば長期失業者割合は悪化ペースの方が改善ペースよりも遥かに速い。労働参加率に至ってはいったん大きく下がってしまうと元に戻すことは事実上困難というのがリーマンショック後の経験則である。2021年はFRBの「2つの責務(デュアルマンデート)」、すなわち「物価の安定」と「雇用最大化」を今一度認識すべきタイミングになると考えられる。BEIや金利の騰勢に合わせて前者の責務に照らしたタカ



派観測が強まりやすい一方、雇用統計の惨状を見る限り、後者の責務が実現されたと判断するのは相当先になることは確実である。

2021 年は断続的に「FRB へのタカ派懸念」が断続的に市場心理を冷やす場面があろうが、その時はぜひ、イエレン・ダッシュボードに立ち返り、現状認識を改めることを心掛けたい。新たに財務長官となるイエレン元 FRB 議長もかつてダッシュボードと呼ばれた指標を見ながら、「FRB へのタカ派懸念」に危うさを抱くことになるかもしれない。それが米国の通貨政策に間接的もしくは直接的な影響を及ぼすことはないのかという点も 2021 年において興味深い論点の 1 つである。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫減減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場感度をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査))を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
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～
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～PSPP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)に向かっているのか?～「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ンスイス金利なのか?
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～)