

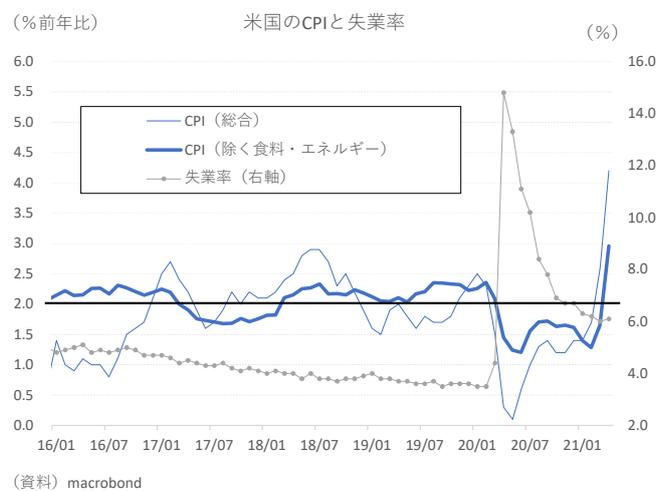
みずほマーケット・トピック(2021年5月13日)

## インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？

米4月消費者物価指数(CPI)は総合ベース、コアベース共に大幅な伸びを記録。FRBが釘を刺すように明らかに一過性の動きだが、元よりインフレ期待が騰勢を強めていたところへの結果だけに、名目金利も上昇し株価が動揺している。足許の物価上昇は半導体の供給不足に加え、労働者の職場復帰も遅延していることが影響している模様。要するに「モノ」と「ヒト」の双方から供給制約が生じていることで需要超過となり、価格が押し上げられている状況。その上でエネルギー価格のベース効果も重なり、強い数字が仕上がっている。こうした結果を受け、金融政策の修正を期待する機運が強まっているが、そう簡単にはいかないだろう。依然として▲820万人の雇用喪失を抱える状況では「雇用の最大化」の観点から身動きが取りづらいうず。行動制限が本格的に解除される今夏以降、雇用復元ペースが加速することを期待すれば、テーパリングの議論・着手はやはり早くても年後半、実際の着手は年明けと見るのが無難ではないか。

### ～需要・供給・エネルギーのベース効果、全てが重なった結果～

注目された米4月消費者物価指数(CPI)は総合指数が前年比+4.2%上昇し、2008年9月以来、12年7か月ぶりの大幅な伸びを記録した。食料・エネルギーを除くコアベースでも同+3.0%と1995年10月以来、25年6か月ぶりの伸びを記録している。ともに市場予想の中心(総合は同+3.6%、コアは同+2.3%)を超えたことで、米10年金利は1.70%近傍まで急騰し、やはり株価が崩れている。先週来の本欄で議論しているように、元よりインフレ期待が騰勢を強めていたところ、



、名目金利が追随する展開が予想されていた。FRBが再三強調するように、足許の物価上昇は一過性だが、そうと分かっても予想比これほど強い数字であれば金利が上がるのも致し方ない地合いにはあったと言える。株価にとっては当面向かい風、ドルにとっては追い風だろう。

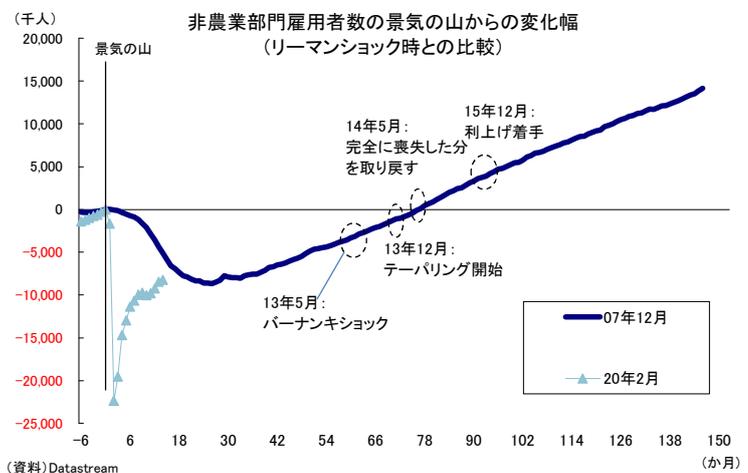
CPI上昇の背景は事前に予想された通り、エネルギーの急騰(同+25.1%)にけん引されたものであるが、それ以外にも自動車、とりわけ中古車も同+21.0%と大きな寄与を果たしている。半導体の供給制約を反映した価格上昇が指摘されており、この辺りがコアベースで見た上昇幅の大きさに繋がっている。なお、一昨日は米3月雇用動態調査(JOLTS)が2000年12月の現行統計開始以来で最高を記録している。要するに、半導体のような「モノ」に限らず、「ヒト(労働者)」の供給も滞っていることが推測される。経済活動制限の解除ペースに生産要素の供給が追いついていないとこ

るに、低中所得者層への給付金を筆頭に需要に対する追い風もあり、その上でエネルギーに対するベース効果も重なり、今回の数字が仕上がったという整理になる。FRB の言うように、これらは永続性を持つ論点とは言えず、基本的には政策修正の理由としては扱いつらいと思われる。

### ～雇用情勢は未だ深手を負ったまま～

また、FRB の責務は「物価の安定」と「雇用の最大化」である。前者が引き締めを示唆しても、後者の評価も踏まえなければならない。この点、雇用・賃金情勢は回復基調とはいえ、深手を負ったままというのが現状である。昨日も言及した事実だが、トランプ政権後期には失業率が 3.5%まで低下し、完全雇用が実現していたにもかかわらずインフレが加速することはなかった。前掲図に示すように、最も雇用市場がひっ迫していたとみられる 2019 年でもコアベースの CPI が+2.5%に到達することはなかった。依然、6%近い失業率の今、制御不能な物価上昇を警戒するのは尚早に思える。

図は景気の「山」から起算して、いつ頃ほどの程度の雇用増減が生じているのかを見たものである。リーマンショックを伴う景気後退局面は 2007 年 12 月を「山」としており、そこから 26 か月後(2010 年 2 月)に約▲870 万人という雇用喪失に直面し、これが最悪期だった。その雇用喪失が完全に復元されたのが 77 か月後(2014 年 5 月)である。片や、今回は 2020 年 2 月を「山」とし、14 か月後となる 2021 年 4 月時点では約▲820 万人という雇用喪失に直面している。



つまり、単純に失われた雇用の「量」だけの話をすれば、現時点でもリーマンショック後の最悪期と大して変わらない状況である。

### ～金融政策修正は夏場の雇用回復を待つのが現実的～

こうした雇用の復元と金融政策の変更と結び付けて現状と展望を整理すると何が言えそうか。前回の正常化プロセスを振り返ってみると、完全に雇用喪失を取り戻す 1 年前となる 2013 年 5 月にバーナンキ元 FRB 議長が議会証言において量的緩和の段階的縮小(テーパリング)に言及し、同年 12 月から実際に開始された。雇用復元の完了を待たずにテーパリングの検討・着手はあり得るという話だが、バーナンキショック時の雇用喪失は▲230 万人まで圧縮されていたことも事実ではある。つまり最悪期(▲870 万人)の 30%以下まで雇用喪失の幅を縮小させたところで出口戦略の議論をようやく始めたという構図になる。なお、その際、コアベースの CPI は恒常的に+2%を割り込んでいたことも目を引く。結局、「物価が+2%を超えているかどうか」よりも「雇用回復の現状と展望」を前向きに捉えた上で、政策修正に踏み切ったという側面が窺われる。

そうだとすれば、雇用市場の深手が残る状況下、今回のような一過性の物価の動きだけを理由に FRB が政策修正に踏み切ることはやはり難しいように思える。もちろん、雇用の喪失・復元ペースは従来の経験則が全く当てはまらない不規則な動きになっていることから、本格的な行動制限解

除が期待される夏場の雇用統計の結果までを踏まえれば、雇用の喪失量は相当小さいものになっている可能性もある。恐らく FRB はその結果まで踏まえた上で、年後半以降にようやくその可能性を議論(着手ではない)し始めるというのが最も現実的なシナリオに近いのではないか。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株値と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクテン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に広がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが見る新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクテン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクテン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCプレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCプレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクテン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
2021年2月15日	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月12日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月9日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～一過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
2021年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられず～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
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
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	前門のプレグジット、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「収穫減」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プレグジット交渉の行方