

みずほマーケット・トピック(2021 年 5 月 20 日)

FOMC 議事要旨～テーパリングが必要なのは財政政策？～

FOMC 議事要旨(4 月 27～28 日開催分)が公表されている。会合全体を通じて量的緩和の段階的縮小(テーパリング)は時期尚早というトーンが強めに残されたものであったが、「次の一手」をテーパリングとして視野に捉え、その時期を探ることで意見集約が始まった様子も窺えた。テーパリングを検討すること自体が禁忌とされていた昨年末までのムードと比較すれば隔世の感を覚える。現状、米国では労働需要に比べて労働供給が制約されている。これがヒトの値段である賃金の騰勢を招き、モノの値段である物価の騰勢にも繋がっている現状がある。労働需要の存在にもかかわらず雇用の量的な回復は進まない背景は①手厚い失業保険給付の存在、②感染への恐怖感、③就労意欲の低下などが考えられるが、目下注目されるのは①。米商務省は 5 月初旬、失業保険の上乗せ給付によって就労を避けている層の存在を指摘し、財政措置の停止を求めている。テーパリングは金融政策より財政政策が先ではないかと思われる。

～視野に入る正常化プロセス～

昨日は FOMC 議事要旨(4 月 27～28 日開催分)が公表されている。既報の通り、会合全体を通じて量的緩和の段階的縮小(テーパリング)は時期尚早というトーンが強めに残されたものであったものの、「多くの参加者(a number of participants)が経済が目標に向かって急回復(rapid progress)を続けるのであれば、来るべき会合のどこかで資産購入ペースの調整計画を議論し始めることが適切であると提案した」との記述が注目されている。「次の一手」をテーパリングとして視野に捉え、その時期を探ることで意見集約が始まった様子が窺える。テーパリングを検討すること自体が禁忌とされていた昨年末までのムードと比較すれば隔世の感を覚える。

また、昨年 12 月以降、声明文では資産購入継続のためのフォワードガイダンス文言として「until substantial further progress has been made toward the Committee's maximum employment and price stability goals」が使用されているが、この「further progress」には「相応の時間(some time)」がかかるとの声が多く見られつつも、その進捗を市場に伝える重要性を多くの参加者(many participants)が指摘している。「まだその時ではないが、近い将来に議論は必要になる」という胸中が垣間見られる。さらに、「2 名の参加者(a couple of participants)」は政策変更前にインフレが望まぬ水準まで高進するリスクにも言及しており、早めの対応を望むメンバーも現れている。ちなみに議事要旨中には「テーパリング開始から 3 四半期後に資産購入が終了し利上げはそこからさらに 3 四半期後」という調査も紹介されている。明らかに正常化プロセスを視野に捉えた議論が意識されている。

～ひっ迫する労働需給～

実体経済に関しては色々な評価ポイントがあるものの、テーパリングの可否および時期を決定づけるのはやはり雇用情勢だろう。先週の本欄では米国における雇用喪失量はまだリーマンショック

後の最悪期に相当する▲820 万人程度だと指摘し、この状況では「雇用の最大化」を責務とするFRB が正常化に動くことは難しいとの見方を示した。同時に、今次局面における雇用の増減ペースは経験則が通じるものではなく、行動制限が完全に加除される夏場以降の急激な雇用増の可能性もFRB は見極めたいはずだとの見方も示した。昨年 2 月の景気の「山」を境として非農業部門雇用者(NFP)の喪失量は▲820 万人だが、このうち約▲620 万人はサービス部門である(表)。サービス部門の中でも行動規制の影響を直接的に受

過去12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)	63.3%	-821.5
財部門	69.4%	-78.6
自動車・同部品	70.1%	-10.8
サービス部門	67.1%	-618.5
運輸・倉庫業	75.3%	-14.2
小売業	83.2%	-40.0
人材派遣業	70.3%	-29.6
教育・医療	64.3%	-82.8
宿泊・飲食	67.6%	-223.4
政府部門	-	-124.4

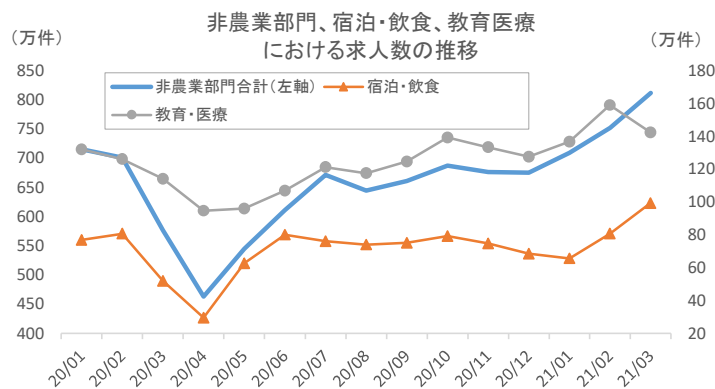
(資料)macrobond、20年3月～21年4月を対象。

けやすい宿泊・飲食が約▲223 万人失われており、ほかにも休校・休園措置の影響などもあって教育・医療で約▲83 万人が喪失したままである。これらの業種がNFPの量的な改善を抑制している。

だが、米3月雇用動態調査(JOLTS)ではNFPの求人件数が前月比+59.7万人の812.3万件と2000年12月の統計開始以来、最高を記録している。4月雇用統計が予想比を大きく割り込んでもデフレではなくインフレを懸念する見方が強いのはこうした労働需要の裏付けがあるためである。5月13日には米ファストフード大手企業が従業員繋ぎとめのために時給を引き上げる決断をしたことが報じられた¹。労働供給の制約が賃金の騰勢を招き始めている兆候がある。

～テーパリングが必要なのは財政政策～

労働需要の存在にもかかわらず雇用の量的な回復は進まない背景としては①手厚い失業保険給付の存在、②感染への恐怖感、③就労意欲の低下などが考えられるが、目下注目されているのは①である。米商務省は5月7日付の声明文²で週300ドルの失業保険上乗給付によって、「受給者の4人に1人が働くよりも得な状況に置かれている」と指摘しており、これを打ち切ることが人手不



(資料)macrobond

足解消に寄与すると述べている。JOLTS を見ても、宿泊・飲食や教育・医療といった多大な雇用喪失を被った業種においてもしっかり求人数は伸びている(図)。コロナショックで雇用を失った全員が元の職場・業種に吸収されるべきとは言えないが、これほどの求人状況にあって「人が採れない」という背景には「復職した方が損だから」という問題点もあるのだろう。

かかる状況が続けば、確かに雇用の「質」である賃金も騰勢を強め、それ自体は金融政策の正常化を示唆するものであるが、FRB がそう判断することはないだろう。今回議事要旨の中では「多くの参加者がサプライチェーンのボトルネックが早期に解消しない可能性がある」として、こうしたヒト

¹ Bloomberg 『マクドナルド、米国で時給引き上げ平均13ドル超に一人手不足に対応』2021年5月13日

² U.S. Chamber of Commerce “U.S. Chamber Calls for Ending \$300 Weekly Supplemental Unemployment Benefits to Address Labor Shortages” May 7, 2021

の問題のみならず、モノの供給も滞り、コストプッシュ型のインフレが継続するリスクを指摘しているが、これ自体も継続性のある現象ではないはずであり、懸念はしつつも正常化プロセスの理由になるとは思えない。米商務省が先の声明文で「a comprehensive approach」が必要だと述べているように、総合的に考えて、テーパリングが優先的に求められているのは金融政策ではなく一部の財政政策ではないかと思われる。少なくとも、これによってヒトに関するインフレ圧力（やこれに起因するモノへのインフレ圧力）は直接的に緩和される可能性がある。

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
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	運動が戻り始めた米株価と米消費者心理
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、テーバ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チ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「年間価値」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」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
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チン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
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	リスクシナリオの点検～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、ワクチン、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)
	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15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12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～貿易均衡国という新常态～
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」
	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に～
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/円の価値～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