

みずほマーケット・トピック(2021 年 8 月 3 日)

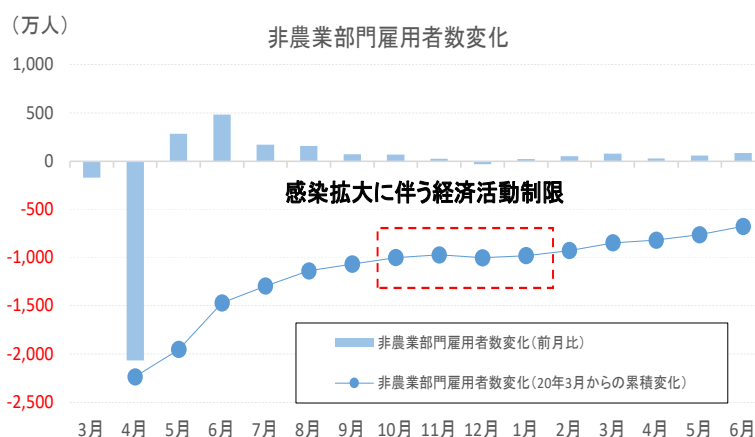
「雇用の最大化」に近づく米国経済

ウォラーFRB 理事がテーパリング(量的緩和の段階的縮小)の早期着手および早期利上げを示唆する発言をしたことが報じられている。実際、米国の雇用改善ペースは前回の後退局面とは比較にならないほど速い。今年に入ってから増勢(月平均+54.3 万人)が続けば、13~14 か月後、すなわち来年の今頃には景気の運行系列である雇用の「量」という面から見ても「コロナが終わった」という状態に至ることになる。ウォラー理事の示した「今後 2 か月で 160~200 万人の増加」は少々難易度が高い話としても、直近では+80 万人超の改善を示しているのだから決して無理な話とも言えない。雇用市場が然るべき状態に戻りつつあるのは確か。デュアルマンデートの実現が視野に入る以上、テーパリング実施は既定路線。次の目線はテーパリングにどの程度の時間をかけるか。この点、2022 年初頭に終了し、早期利上げに軸足を移すべきとの声も出ている。かかる状況下で米金利低下とドル安に賭けるシナリオは難しいという印象は変わらず。

～米雇用の増勢とテーパリング～

昨日は米 10 年金利が 1.20%を割り込み、ドル/円相場も軟調な展開を強いられている。春先以降の米金利低下幅に比べてドル/円相場が堅調という印象は変わっていないが、この流れが続けばさすがに円安・ドル高見通しは厳しくなる。しかし、FRB の政策運営は変わらず正常化プロセスに関してファイティングポーズを解いておらず、その限りにおいて、米金利の反転上昇とドル高見通しを修正すべきではないと筆者は考えている。昨日もウォラーFRB 理事が「向こう 2 回分の雇用統計が自分自身の予想通りになれば、2022 年の利上げに向けた体制を整えるため、テーパリング(量的緩和の段階的縮小)に早期に着手し、迅速に進める必要がある」と述べている。これは 9 月にテーパリングを決定し、10 月に着手するという話を示唆したものである。

今後 2 回分ということは、7 月・8 月分ということの意味するが、この 2 か月間で雇用が 160~200 万人増加した場合、失われた雇用の 85%が 9 月までに回復したことを意味するので、テーパリングを長引かせる理由はないという説明がなされている。「2 か月間で 160~200 万人の増加」というのは強気の見通しであり、実現しない可能性も相応に大きい。ウォラー理事の述べている趣旨は十分理解できる。前頁図に示すように、雇用の喪失が始まった 2020 年 3 月(景気の「山」の翌月)から



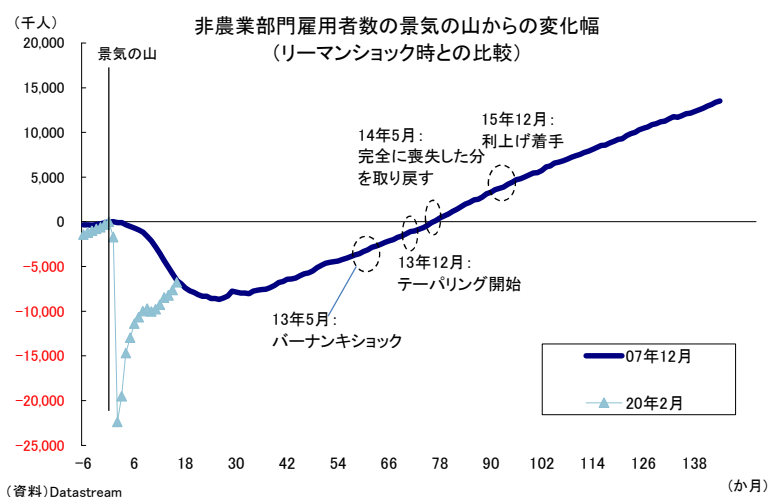
(資料)macrobond

足許までに、毎月の雇用変化および累積雇用変化の幅を見たものである。今次局面の雇用喪失・回復のパターンが過去のそれとは全く異なることは周知の通りだが、実際のところ、米国経済の雇用が減少したのはコロナ禍の初期に相当する2020年3～4月および、感染第2波によりロックダウンが実施された2020年12月の計3か月間だけである。その前後の10～12月や1月は雇用増勢が止まっていたものの、減少したわけではなかった。これは先月に全米経済研究所(NBER)が今次後退局面の「谷」を2020年4月、すなわち後退局面は2020年3月と4月の2か月間しかなかったという異例の決定を下したことに符合している。

2021年に入ってから月平均で+54.3万人の増勢が続いており、直近6月分は+85.0万人だった。「2か月で160～200万人の増加」は難易度こそ高いものの、絵空事とも言えず、また「コロナなかりせば、基本的に雇用は堅調」というのは過去1年半を振り返ってみても明らかである。そうであれば、最悪期に導入した措置は撤収せよというのは論理的に正しい。ちなみに新規失業保険申請件数を見ても、未だやや高いものの、平時の水準に収束しつつあることは確かである。

～来年の今頃には完全復元が視野～

右図は本欄で折に触れて参考にして前回の後退局面との比較である。コロナショックを伴う今次局面とリーマンショックを伴う前回局面では雇用回復の軌道が全く異なっているのが一目瞭然である。景気の「山」から起算した雇用の喪失・変化幅は今回の方が異例に大きい。今次局面の雇用喪失は2020年4月に記録した喪失ピーク時の▲2236万人から今年6月時点では▲676万人まで圧縮されている。



前回局面の喪失ピークは2010年2月の▲869万人であり、まずそこに到達するのに26か月間かかっている。これに対し、今回は「山」から2か月後が喪失ピークという異例の軌道を描いている。急性的に悪化した今次局面と、慢性的に徐々に悪化していった前回局面との対比が鮮明と言える。なお、現在(2021年6月)は景気の「山」から起算して16か月目に相当するが、前回局面で16か月目には▲658万人が喪失していた。つまり、今よりも状況は悪かった。今後も月平均で+50万人程度の増勢が続くのであれば、これから13～14か月で雇用の喪失分は全て復元されることになる。すなわち来年の今頃には景気の遅行系列である雇用の「量」という面から見ても「コロナが終わった」という状態が見えている。ウォラー理事の示した「2か月で160～200万人の増加」は少々難易度が高い話としても、雇用市場が然るべき状態に戻りつつあるのは確かだろう。

こうして「雇用の最大化」が概ね実現の公算になる中、FRBスタッフ見通し(SEP)では今後2年間は総合・コアの両ベースで見ても個人消費支出デフレーター(PCE)が2%で安定することになっているのだから、「物価の安定」も既に視野に入っていると見える。かかる状況下、テーパーリングの縮小は当然の判断であり、次の焦点はその期間だろう。この点、昨日はブラード・セントルイス連銀総

裁が債券購入プログラムを 2022 年初頭に終了させ、必要に応じて 2022 年中の利上げ実施を可能にすべく、「かなり速いペース」で縮小することが望ましいと発言したことも報じられている。2022 年初頭はタカ派的に過ぎるにしても、前回のようにテーパリングに約 1 年間もかけるかどうかは大いに議論の余地があるだろう。ここまでの状況が見えている中、米金利低下とドル安に賭けるシナリオは無理が大きいと筆者は考えている。

市場営業部兼金融市場部
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8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半年の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまづき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒して進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
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	連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15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
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～