

みずほマーケット・トピック(2021 年 8 月 10 日)

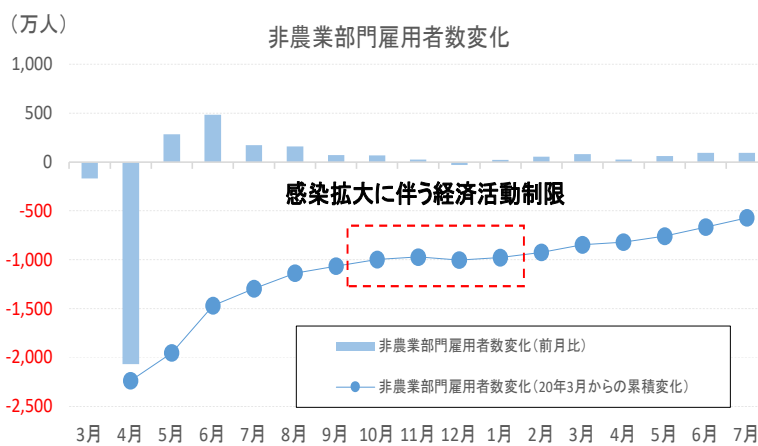
米 7 月雇用統計～実現に近づくウォーラー想定～

米 7 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+94.3 万人と加速。先週、ウォーラーFRB 理事は 7 月と 8 月の 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し、量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を長引かせる理由はないとの説明がなされていた。今回の結果を受けて、失われた雇用の約 75%が復元しており、緩和縮小が検討されるのは必然。具体的に NFP は年初来 7 か月間で平均+61.7 万人/月、過去 3 か月間で平均+83.2 万人/月と増えている。7 月の結果を踏まえれば、「2 か月で 160～200 万人の増加」という想定は十分達成可能に。前月比の変化に関し、NFP が+90 万人を超えたり、失業率が▲0.5%ポイントも低下したりする動きは過去に経験が無い。実体経済の回復軌道が過去と異なるのだから、金融政策の正常化プロセスの軌道も異なるのが自然であり、テーパリングに 1 年かかった前回は踏襲する必要はない。ドル/円は例年以上に底堅いはず。

～実現に近づくウォーラー想定～

先週 6 日に発表された米 7 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+94.3 万人と市場予想の中心(同+85.0 万人)を超え、元々強い結果が上方修正された 6 月(同+93.8 万人)からも加速している。先週の本欄ではウォーラーFRB 理事による「向こう 2 回分(※7 月と 8 月)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」との発言に着目し、「9 月にテーパリング決定、10 月に着手」とのシナリオの妥当性を議論した。同理事からは 7 月と 8 月の 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し、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た。昨年 4 月時点で失われた雇用は▲2236 万人に達していたが、7 月の結果を受けて▲570 万人まで圧縮されており、これで約 75%の雇用復元が完了したことになる。緩和縮小を検討するのは必然だろう。

2021 年の動きを振り返ると、年初来 7 か月間で平均+61.7 万人/月、過去 3 か月間で平均+83.2 万人/月となる。先週の本欄では「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、正常化プロセスは順調に進捗するであろうことを指摘した。今回、94 万人の増加を



(資料)macrobond

果たしたので、8月は70万人弱の増加でウォーラー理事の想定が実現する。過去3か月の増勢に照らせば、十分可能性のある数字だ(以下NFP変化は特に明記無い限り前月比とする)。

～あと10か月で完全復元～

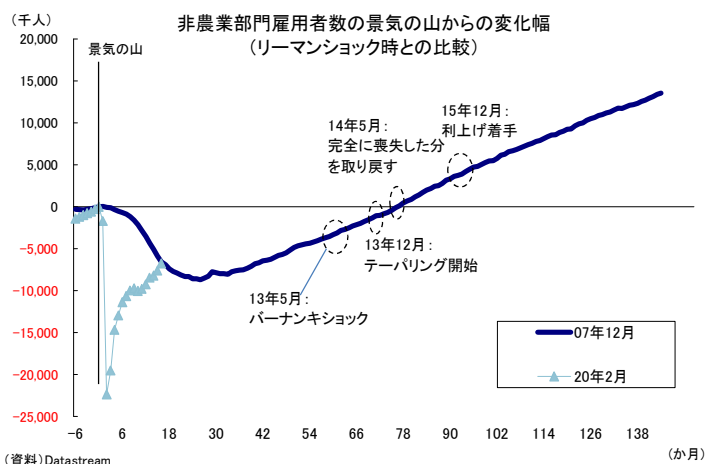
業種別に見ると、行動規制で割を食ってきた娯楽・ホスピタリティが38.0万人と全体の4割を占めている。娯楽・ホスピタリティに関し、昨年3月からの変化は▲173.7万人で当初失われた雇用量(▲822.4万人)に対して78.9%の復元率である。娯楽・ホスピタリティのうち宿泊・飲食に限れば80.6%である。これらの復元率はNFP全体の復元率(74.5%)を超えるもので、行動規制対象業種におけるこうした動きは米国経済が正常化に向かっていることを感じさせる。ちなみに運輸・倉庫業では92.9%、小売業では88.6%とさらに高い復元率を実現しており、これらは旺盛な個人消費と行動規制の解除が相まって正常化が一步進んでいる業種と見受けられる。そのほか多くの業種を見渡しても概ね70～80%程度の復元率であり、少なくとも雇用の「量」という面で危機前の世界が視野に入りつつある。リーマンショックを伴う前回の後退局面では失われた雇用が完全復元するのに7年以上の年月が必要だったことと比較すれば、今回の復元ペースは比較にならないほど速いという事実

はFRBにとって心強いものだろう。なお、7月の失業率は5.4%と前月の5.9%から▲0.5%ポイントも低下しており、2020年3月以来1年4か月ぶりの低水準を記録している。現在、FRBスタッフ見通しで想定される自然失業率(4.0%)までには距離があるが、確実にそこへ接近している。

今次局面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)	74.5%	-570.2
財部門	72.2%	-71.3
自動車・同部品	74.7%	-9.1
サービス部門	77.6%	-420.7
運輸・倉庫業	92.9%	-4.1
小売業	88.6%	-27.0
人材派遣業	74.7%	-25.3
教育・医療	67.8%	-74.7
宿泊・飲食	80.6%	-133.4
政府部門	22.5%	-78.2

(資料)macrobond、20年3月～21年7月を対象。



～ドル/円相場は例年になく底堅い～

前月比の変化に関し、NFPが+90万人を超えたり、失業率が▲0.5%ポイントも低下したりする動きは過去に経験の無いものである。そのように実体経済の回復軌道が異なるのだから、金融政策の正常化プロセスの軌道も異なってくるのが自然であり、量的緩和の段階的縮小(テーパリング)に1年かかった前回は踏襲する必要はない。2021年9月にテーパリングを決定、同年10月(遅くとも12月)に着手、2022年6月(遅くとも7月)に完了というイメージはそれほどズレたものではないだろう。例えば7月30日、ブラード・セントルイス総裁は今秋にテーパリングを開始し、2022年初頭に完了させ、必要に応じて2022年中の利上げ実施を可能にするため「かなり速いペース」でテーパリングを進めることに言及している。2022年中の利上げを前提にした政策運営はFOMCの中でも極

端な意見の 1 つだろうが、足許の景気回復ペースを前提にすればあり得ない話ではない。

テーパリングの期間を今年秋から来年秋までの 1 年間と保守的に見積もったとしても、終了は 2022 年 9 月ないし 10 月である。とすれば、現在のドットチャートが示唆する「2023 年に 2 回利上げ」というのはそれほど突拍子もない想定とは言えない。かかる金融政策見通しの下で、先進国で圧倒的に出遅れている日本の円が対ドルで上昇する可能性は非常に低いと考えるのが妥当ではないだろうか。筆者は引き続きドル/円相場の底値は例年になく堅いものだと予想している。

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6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
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	気候変動オベを受けて～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年上半期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～前倒しで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
2021年6月14日	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11日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月9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と党～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)
2021年5月19日	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18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」～中長期的に掂がる「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～