

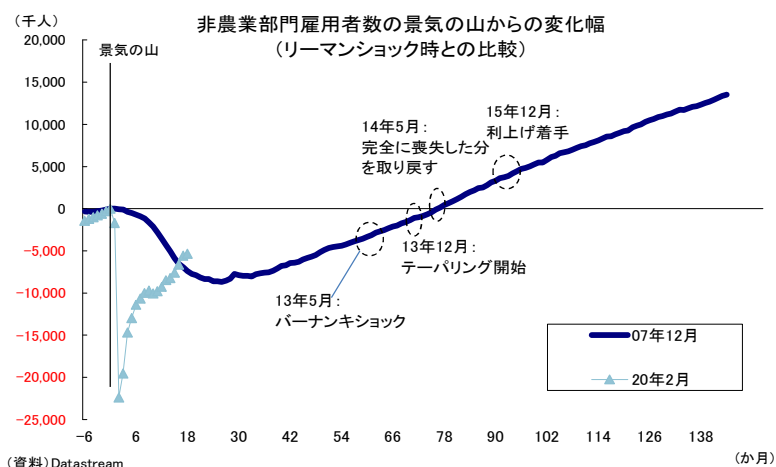
みずほマーケット・トピック(2021 年 9 月 6 日)

米 8 月雇用統計を受けて～当面の 3 つのシナリオ～

米 8 月雇用統計は市場予想を大幅に下回った。非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、7～8 月合計で 133.5 万人にとどまり、ウォラーFRB 理事が 9 月テーパリング決定の目安としていた「160～200 万人の増加」に届かず、「9 月決定、10 月開始」のタカ派シナリオは潰えたと言える。もっとも、単月のブレがあまりにも大きく、8 月の結果だけで「年内にテーパリング開始」という既定路線が覆ることも考えにくい。今後、市場参加者は①「11 月決定、12 月開始」、②「12 月決定、1 月開始」、③当面棚上げの 3 シナリオに構える必要。ドル/円相場の見通しに当て嵌めれば、①ならば現状維持(110～115 円が主戦場)、②ならばやや円高・ドル安に修正(107～112 円が主戦場)、③ならばはっきりと円高・ドル安に修正(105～110 円が主戦場)というイメージ。もっとも、③まで踏まえても、一連の日本の防疫措置と経済正常化の状況を見る限り、米国が日本に劣後することは考えにくい。『中期為替相場見通し』のパスを変える必要性は感じられず。

～単月結果で既定路線が覆ることは無い～

先週 3 日に公表された米 8 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+23.5 万人と、過去 7 か月で最も小さな増加幅にとどまり、市場予想の中心(同+73.3 万人)も大幅に下回った。ウォラーFRB 理事は 7 月と 8 月の 2 か月間で「160～200 万人の増加」が 9 月テーパリング(量的緩和の段階的縮小)決定の目安と繰り返し言及していた。今回、7 月分



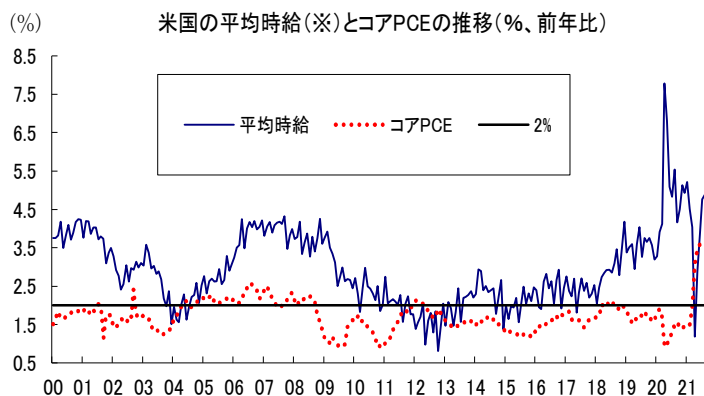
に関しては+94.3 万人が+110 万人へ上方修正されているものの、2 か月間で+133.5 万人にとどまる。テーパリングに関する「9 月決定、10 月開始」というタカ派シナリオは潰えたと考えられる。もっとも、単月で 100 万を超えたり、30 万を切ったりする状況はあまりにもブレが大きく、8 月の結果だけで「年内にテーパリング開始」という既定路線が覆ることも考えにくい。年初 8 か月で見れば月平均+58.6 万人の増勢であり、これはリーマンショックを伴う前回局面の改善ペースを超えている。1 年後には今次局面で失われた雇用が完全に復元される可能性が高い。また、ジャクソンホール経済シンポジウムがハト派と解釈されて以降、「11 月決定、12 月開始」が市場予想の中心と目されてきたこともあって、今回の結果を受けた資産価格の大きな変動は見られていない。

今後、注意を要するとすれば、「12 月決定、1 月開始」という年を跨ぐシナリオへ移行するパターン、もしくは「当面棚上げ」と正常化プロセス自体が停止してしまうパターンである。後述するように、

その場合は米金利低下に伴ってドル相場が下落し、円相場も騰勢を強めるだろう。残り 2 会合しかない FOMC のスケジュールを踏まえれば、その可能性も完全に無いとは言えない。

～債券市場はインフレ警戒～

一方、8 月の平均時給は前月比 +0.6%と市場予想(+0.3%)の倍を記録するなど、弱い NFP とは対照的に強いインフレ指標が確認されている。これを受けて米 10 年金利は 1.29%から 1.32%へ上昇した。賃金の騰勢は NFP の伸びが鈍化したことの裏返しであり、低賃金労働者の多い業界で雇用者数が集められていないことから労働需給がひっ迫している様子が想像される。実体経済が復元を続ける中、雇用者が伸びずに週平均労働時間が横ばい(34.7 時間で前月同様)ならば賃金には当然上昇圧力がかかりやすくなる。賃金に上昇圧力がかかり続けられれば、消費者物価指数(CPI)や個人消費支出(PCE)デフレーターなど、一般物価も押し上げられ、現に足許ではそうした状況にある。引き続きデュアルマンデートの片翼である「物価の安定」の観点からはテーパリング決定が正当化される状況にある。実際、債券市場の値動きはテーパリングに備えていることを示唆する。



(資料) Datastream、
※より長い時系列が取得可能な「生産および非管理職雇用者数」の季調前を使用している

～かまえるべき 3 つのシナリオ～

金利上昇の傍らでドル安・株安も進んでおり、各市場間の値動きに整合性は感じられない。だが、達観すれば、「インフレ懸念も帯びる米国経済の弱さを受けてドル建て資産が手放された」という解説で説明も可能だろう。米国経済への自信が後退しているという点では 3 市場共通している。

今後、市場参加者はテーパリング決定のタイミングに関し、①「11 月決定、12 月開始」、②「12 月決定、1 月開始」、③当面棚上げの 3 シナリオの間で思いを巡らせることになる。これをドル/円相場の見通しに当て嵌めれば、①ならば現状維持(110～115 円が主戦場)、②ならばやや円高・ドル安に修正(107～112 円が主戦場)、③ならばはっきりと円高・ドル安に修正(105～110 円が主戦場)だろうか。もっとも、③のシナリオまで踏まえても、一連の日本の防疫措置と経済正常化の状況を見る限り、ファンダメンタルズで米国が日本に負けることはまずないだろう。米国が多少つまずいても、ずっと寝込んでいる日本との差は大して変わらず、円が突出して評価されるとも思えない。単月の雇用統計悪化をもって『中期為替相場見通し』で示したパスを変える必要は全くないと考えている。

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9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口ムード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォー想定～
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(ワクチン相場の意味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」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・モーメントが否か～
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実
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～)