

みずほマーケット・トピック(2021 年 10 月 11 日)

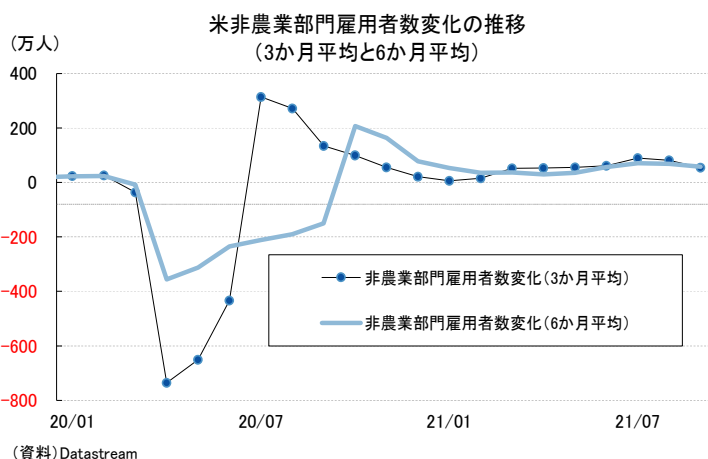
米 9 月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～

注目された米 9 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、2 か月連続で市場予想を大きく下回った。これを受けて年内が既定路線と見られる量的緩和の段階的縮小(テーパリング)に疑義を唱える向きも出ているが、筆者はそう思わない。過去分の上方修正幅まで勘案すれば、NFP の増勢がそれほど変わっていない。また、従前の雇用動態調査(JOLTS)の結果などを見る限り、NFP 変化の弱さは「労働需要の弱さ」というよりも「労働供給の弱さ」だった疑いがある。すなわち、雇う側ではなく雇われる側の問題である。労働供給の弱さの背景には諸要因がありそうだが、例えば接種義務化の動きが報じられる米国では「ワクチンを受けていない(≡ワクチンを打ちたくない)ので職場復帰できない」という事情はあり得る。今後、影響を受けるとすれば「最初の利上げのタイミング」だが、金融市場の動きを見る限り、既定路線が修正される展開はさほど心配されていないように見える。2022 年中の利上げは依然基本シナリオに。

～増勢は大きく変わっておらず～

注目された米 9 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+19.4 万人と市場予想の中心(同+50.0 万人)を下回った。これを受けて年内が既定路線と見られる量的緩和の段階的縮小(テーパリング)に疑義を唱える向きも出ているが、筆者はそう思わない。周知の通り、金融政策の方向性を決めるには「単月の雇用統計」というのは振れが大き過ぎて使い物にならない。

例えば、あれほど失望を買った 8 月分は+23.5 万人から+36.6 万人へ上方修正されている。それでも 8 月分に対する市場予想の中心(+70 万人程度)を下回るものだが、7 月分は速報値の+94.3 万人から前月時点で+105.3 万人へ上方修正され、今回はさらに+109.1 万人へ上方修正されている。つまり、7 月分だけで+14.9 万人、8 月分で+13.1 万人、計+28.0 万人が上乗せされている。今回の 9 月分は市場予想比▲30

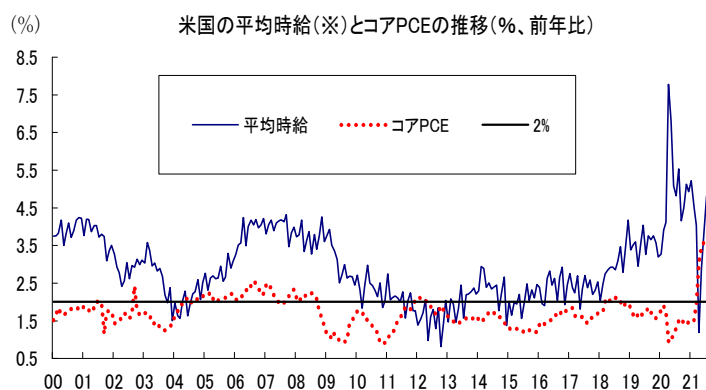


万人程度の下振れなのだから、7 月以降の改定分まで合わせれば、NFP の増勢がそれほど変わったとは言えない(図)。足許で言えば、3 か月平均、6 か月平均、いずれにせよ、50～60 万程度の増勢を維持できている。「もっと強くなるはずだった」という思惑もあろうが、ここまで固まったテーパリング期待を修正する話ではないだろう。周知の通り、今や欧米の金融政策運営では雇用情勢(≡実体経済情勢)よりも物価情勢の方が争点となっており、制御不能なインフレ高進に構える態勢にあ

る。元々振れの大きさと知られる雇用統計がブレたところで大勢に影響するとは思えない。

～弱いのは労働需要ではなく労働供給では？～

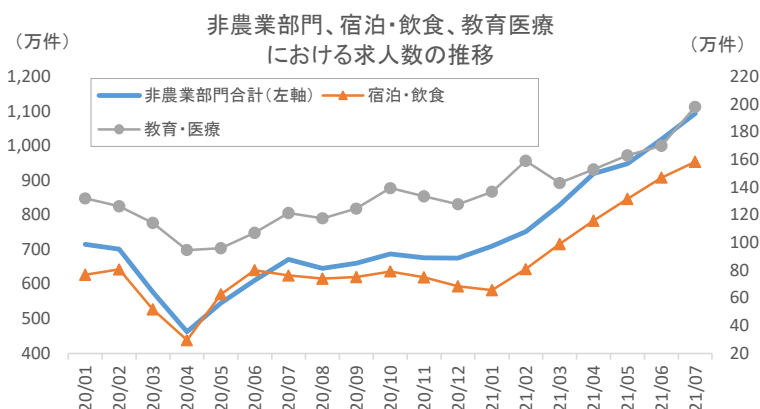
現状、米国の労働市場では賃金の騰勢が明確であり、これが消費者物価指数(CPI)や個人消費支出(PCE)デフレーターなど一般物価の上昇に繋がっている様子が窺える。「9月になれば失業保険の上乗せ給付が失効し、多くの労働者が求職活動に復帰し、NFPも増える」という思惑があったわけだが、少なくとも9月はそうならなかった。これは求職活動に復帰した人に仕事



(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

事がなかったという雇う側の「労働需要の弱さ」というよりも、求職活動に復帰した人がまだ少なかったという雇われる側の「労働供給の弱さ」だった疑いがある。前者はテーパリングを筆頭とする正常化プロセスに対して向かい風だが、後者は金融緩和の維持が処方箋とはならない難しさがある。

こうした論点に関しては労働省が公表する雇用動態調査(JOLTS)が参考になる。現状、明らかにになっている7月分(8月分は10月12日公表予定)は1093万4000件と、5か月連続で統計開始以来の最高を更新している。8月および9月のNFP変化は失速したわけだが、これほどの勢いが唐突に途切れるものだろうか。ロックダウン(都市封鎖)でもない限り、景気循環に断層が生じることは基本的にあり得ない。図を見る限り、感染拡大で酷く影響を受けた宿泊・飲食や教育・医療といった業種では急激に求人数を増やしているが、それでも9月時点で前者は8割程度、後者は7割程度の復元率にとどまっている。ちなみに現状、NFPで危機前の雇用水準を復元できているのは運輸・倉庫業だけであり、他業種は概ね7～8割程度にとどまっている。



(資料)macrobond

労働需要があるのに労働供給が出てこない理由は様々指摘されている。例えば、接種義務化の動きが報じられる米国では「ワクチンを受けていない(≒ワクチンを打ちたくない)ので職場復帰できない」という事情はあり得る。今でも接種率は70%弱であることを踏まえれば、接種していない残りの30%強が職場復帰をできていない層と被る可能性はある。そのほか「感染を恐れて職場復帰できない」、「賃金情勢が強い中、低賃金労働に戻らず熟慮して求職したい」など、労働者が自発的に理由で求職活動を控えている可能性も考えられる。どれも正しそうだが、どれが決定的なのかも分からない。いずれにせよ、「金融緩和を要するほど実体経済が弱いので雇用統計が弱かった」という単純な事情でもないように思われ、単月の雇用統計で右往左往すべきではない。

労働需要があるのに労働供給が出てこない理由は様々指摘されている。例えば、接種義務化の動きが報じられる米国では「ワクチンを受けていない(≒ワクチンを打ちたくない)ので職場復帰できない」という事情はあり得る。今でも接種率は70%弱であることを踏まえれば、接種していない残りの30%強が職場復帰をできていない層と被る可能性はある。そのほか「感染を恐れて職場復帰できない」、「賃金情勢が強い中、低賃金労働に戻らず熟慮して求職したい」など、労働者が自発的に理由で求職活動を控えている可能性も考えられる。どれも正しそうだが、どれが決定的なのかも分からない。いずれにせよ、「金融緩和を要するほど実体経済が弱いので雇用統計が弱かった」という単純な事情でもないように思われ、単月の雇用統計で右往左往すべきではない。

～雇用の増勢からイメージする「最初の利上げのタイミング」～

今後、影響を受けるとすれば「最初の利上げのタイミング」だろう。テーパリングはあくまで緩和の「縮小」であり、そこから「廃止」に至るまでは相応の時間がかかる。「縮小」それ自体のハードルはそれほど高いものではないだろう。しかし、それを「廃止」した後の「引き締め(利上げ)」までにはさらに距離があり、物価は元より、雇用の鮮明な改善傾向も金融市場は求めるはずである。

9月FOMCで示されたメンバーにおける政策金利見通し(ドットチャート、予想中央値)を受けて、市場では最初の利上げのタイミングとして「2022年12月」を予想する声が多い。これは厳密には「2022年6月にはテーパリングを完了し、半年の地均しを経て利上げ」というイメージかと思われる。理想的には利上げの地均しが本格化する2022年6月頃を目途に労働市場の憂いも払拭しておきたいところではないかと推測する。その頃には失われた雇用の完全復元を期待される。

この点、昨年3月から起算して今年9月時点で失われているNFP合計は▲516.4万人である。失望を買った8月、9月を平均するとNFPの増勢は前月比+28万人だった。仮にこの増勢が続くならば雇用の完全復元には18か月程度(≒516.4万人÷28.0万人)かかることになり、雇用の完全復元は今年10月から起算して2023年3月頃になってしまう。これでは確かに「2022年12月」の利上げは難しいかもしれない。片や、失速以前(1～7月平均)の増勢は+64.1万人であったから、10月以降、これに戻る場合は8か月程度(≒516.4万人÷64.1万人)で雇用の完全回復が図られ、これは2022年5月頃のイメージになる。これならば「2022年半ばにテーパリングを完了し、年末には利上げ」は程よいスケジュール感だろう。もちろん、潜在成長率の倍速以上で走ってきた1～7月平均の増勢も性急であろうから、9月までを含んだ年初来9か月の平均くらいには失速するかもしれない。それでも56.1万人であり、これを元にすれば9か月程度(≒516.4万人÷56.1万人)で雇用の完全復元がなされ、これは2022年6月頃のイメージになる。それでも「2022年半ばにテーパリングを完了し、年末には利上げ」はそれほど無理筋ではないだろう。

現状、金融市場で起きている米金利とドルの相互連関的な上昇はFRBが描いている正常化プロセスのスケジュール感に大きな修正がなさそうであることを物語っており、むしろここ最近のスタグフレーション懸念も踏まえれば、より迅速な正常化プロセスを求める声が強まっても驚きではない。

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10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
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～
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～にわかに出口モード～
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～実現に近づくウォラー想定～
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
	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)
	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～