

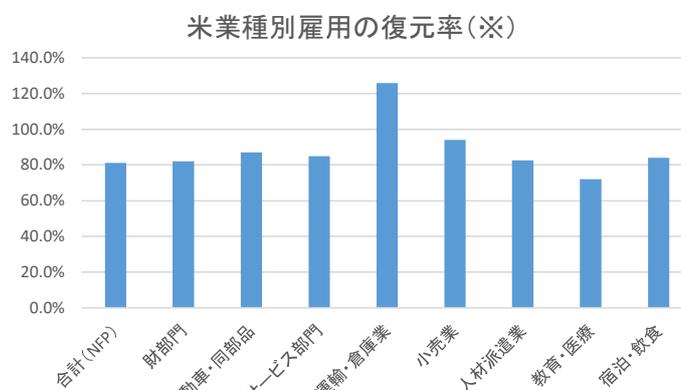
みずほマーケット・トピック(2021年11月9日)

## FOMC と米 10 月雇用統計を受けて～今後の見方～

米 10 月雇用統計は市場予想を上回った。既に失われた雇用の 80%程度は復元されており、11 月 FOMC で決定された量的緩和の段階的縮小(テーパリング)は正当だったと言える。敢えて懸念点を挙げれば、やはり労働参加率の顕著な上昇が見られていないこと。こうした「人」の供給制約は賃金を通じたインフレ高進を招くものだが、パウエル FRB 議長は 22 年の雇用最大化に自信を示しており、いずれ解消に向かうとの認識を示している。現在の雇用統計の増勢を前提とすれば 6~10 か月程度で失われた雇用は完全回復を果たす。だとすれば、FRB が「2022 年半ばにテーパリング完了、同年末に利上げ着手」とのシナリオで進むことに違和感はない。そうしたシナリオは金融市場で期待されるものに近く、現状、FRB と金融市場の対話は上手く噛み合っている。こうした基本認識は米金利とドルの相互連関的な上昇を見込む本欄のメインシナリオと整合的。「人」に加えて「モノ」の供給制約がどれほど続くかも当然重要だが、ISM 景気指数における入荷遅延は空前の高水準にあり、相応の時間を要することは避けられない印象。

### ～NFPの8割が復元済み～

米 10 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+53.1 万人と市場予想の中心(同+45.0 万人)を上回った。前月(9 月分)の減速に際しては「労働者の職場復帰遅延が雇用の増勢を抑制している」との懸念が指摘されたが、10 月に入りその緊張感は和らいだ模様である。もっとも、先週発表された ISM 製造業・非製造業景気指数の雇用指数に目をやれば、製造業は 2 か月連続で改善する一

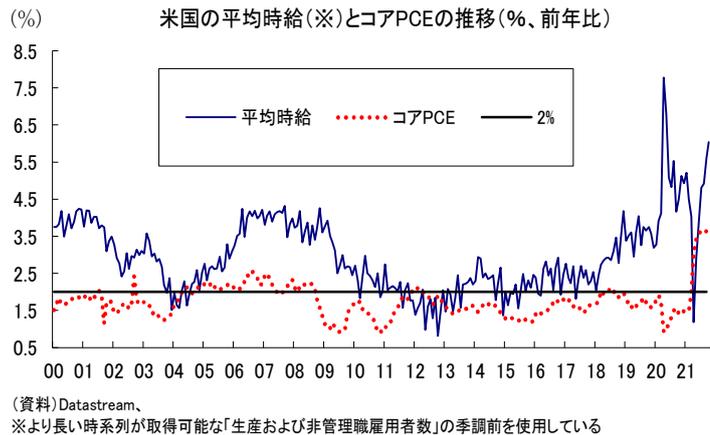


(資料) macrobond、※20年3月以降に失われた雇用の復元率

方、非製造業は 3 か月連続で悪化している。NFP 変化の 9 割以上はサービス業(≒非製造業)ゆえ、「人が採れない」という状況はまだ続いており、10 月雇用統計の仕上がりはまだ本調子ではないと考えるべきだろう。裏を返せば、それでも+50 万人超の増勢を記録できる辺りに米経済の力強さが感じ取れる。図示されるように、既に失われた雇用の 80%程度は復元されており、11 月 FOMC で決定された量的緩和の段階的縮小(テーパリング)は正当なものだったと言って差し支えない。

敢えて懸念点を挙げるとすれば、やはり労働参加率の顕著な上昇が見られていないことだろう。良好な結果だった 10 月分だが、労働参加率は 61.6%と歴史的な低水準から横ばいである。非製造(サービス)業を中心にこうした状況が続けば、賃金の騰勢は収束せず、一般物価の上昇、ひいては米金利上昇に繋がり株価を試す展開に至るだろう。

今のところ、賃金は非線形に上昇しており、これが個人消費支出(PCE)デフレーターをコアベースでも押し上げている(右図)。労働供給制約が解消され、労働参加率の底打ちが確認される局面に入るか否かが引き続き争点となる。この点、パウエルFRB議長は会見で2022年後半における最大雇用の実現に自信を示し、2022年下期～2023年上期の利上げに関して地均しを始めていることから、労働参加率もいずれ底打ちすると考えているとみられる。筆者も当面はこのシナリオに乗りたい。



### ～現状、FRBと金融市場の対話は上手く噛み合っている～

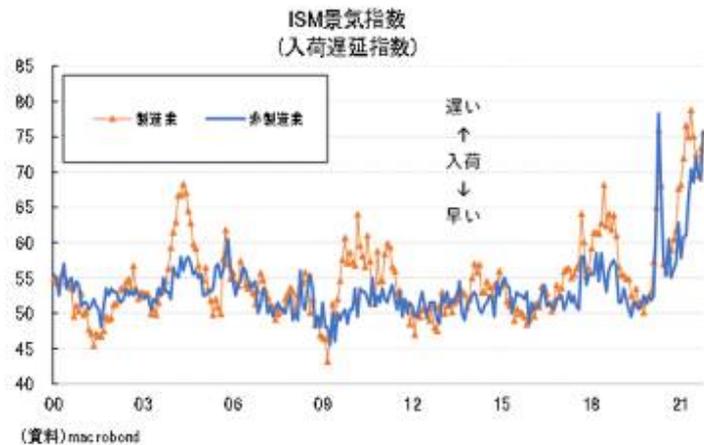
順調に進む正常化プロセスと強い雇用統計を確認した先週、金融市場では米金利は低下し、株価は上昇した。強い雇用統計は利上げ観測を促し、金利上昇を招きそうなものだが、そうはなっていない。これに関しては11月4日に開催されたイングランド銀行の金融政策委員会(MPC)が予想外の差で現状維持を決定したことを理由に持ち出す向きが多い(BOE ショックという言葉も飛び交っている)。とはいえ、BOEに関して言えば、利上げの必要性を認める方向で意見集約が進んでおり、11月が12月にずれ込んだだけでもある。筆者は、米国経済に焦点を当て「雇用統計の良好な結果→労働者の職場復帰が進んでいる→供給制約の緩和→インフレ圧力の後退→早期の利上げの必要性低下」といった思惑が強まっているのではないかと考えている。上述したように、パウエル議長も労働供給制約の解消を前提に対話を進めており、このような思惑は妥当だろう。結局、市場参加者はインフレ高進を本気で心配しているわけではなく、「いずれインフレは落ち着く」との思惑を抱いており、結果として債券買いが促されているというのが筆者の基本認識である。本当にインフレ高進を心配していたら、金利の上下動などあり得ず、上昇一辺倒にならなければおかしい。

もはやテーパリングは賞味期限の切れたテーマであり、市場は「次の一手」としての「利上げの時期」に関心を強める局面に入ったと言える。パウエル議長が2022年下期の最大雇用実現(ひいては利上げ着手)に自信を見せるのは無根拠な話ではない。10月時点でコロナ禍で失われた雇用は▲420万人まで縮小されている。過去の増勢に関して言えば、6か月平均で+66.6万人、3か月平均で+44.2万人である。この増勢を前提とすれば6～10か月程度で失われた雇用は完全回復を果たす。だとすれば、FRBが「2022年半ばにテーパリング完了、同年末に利上げ着手」とのシナリオで進むことに違和感はない。そうしたシナリオは金融市場で期待されるものに近く、現状、FRBと金融市場の対話は上手く噛み合っていると考えて良いだろう。なお、こうした基本認識は米金利とドルの相互連関的な上昇を見込む『中期為替相場見通し』のメインシナリオと整合的なものである。

### ～「人」以外の供給制約もリスク～

上では労働参加率の低迷をリスクと言及したが、これは「人」の供給制約が続くという話である。もちろん、「モノ」の供給制約が続くというリスクも忘れてはならない。この点、パウエル議長は会見で

「時間はかかるが解消される方向にある」との基本認識を示したが、ISM 景気指数を見る限り、製造業にせよ、非製造業にせよ、入荷遅延は空前の高水準にとどまっている(図)。これが正常な水準に戻るにはやはり相応の時間がかかるはずで、その間はインフレ圧力が残存することになる。上述のパウエル発言で言えば「時間はかかるが」の「時間」がどの程度の時間軸まで想定しているのかが未だはっきりし



ない。ラガルド ECB 総裁は 10 月 28 日の会見で 2022 年いっぱいかかる可能性も示唆していた。半導体を筆頭にそうした「モノ」に関する供給制約が今後 1 年間も引っ張られるような展開になれば、実体経済全体への悪影響もより顕現化されるだろう。FRB においても「利上げは処方箋にならず」との意見が勢いを持ってくる可能性がある。そうなれば 2022 年下期の利上げは難しく、「2023 年中の利上げ」という思惑へ利上げ期待が後退してくる可能性もある。いずれにせよ、シナリオのリスクは「人」と「モノ」の双方に係る供給制約であり、その解消には「感染再拡大はもう無い」という前提があることを念頭に置きたい。この点でエコノミストが合理的に予想する限界は認める必要もある。

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](mailto: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](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11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～ハイマン独逸銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
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～
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～新ガイドラ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	「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ぬ円。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