

みずほマーケット・トピック(2021 年 12 月 6 日)

弱い雇用統計と FRB の正常化プロセスについて

米 11 月雇用統計は市場予想の中心を大きく下回ったが、従前の FRB の情報発信を踏まえれば今さら軌道修正は困難。現状、米債市場では長短金利差の縮小が進み、FRB の誤った政策運営(policy error)に対しアラームが鳴っているように見えるが、12 月 FOMC の議論には大して影響を与えまい。量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を完了しなければ、利上げに踏み込むことはできない。パウエル FRB 議長自らインフレ高進を「一時的ではない」と言った以上、「いつでも利上げできる」という態勢は整えておきたいはず。減速したとはいえ、雇用関連の計数は軒並み好調であり、「3 月にテーパリング完了、6 月に利上げ着手」というスケジュール感は物価・雇用の両面から無理がなさそう。唯一懸念があるとすれば、政治的な配慮で正常化プロセスを進めるという思惑が株価の動揺に繋がる展開。その場合、軌道修正の難しい 12 月はさておき、1 月以降の FOMC で方針転換が検討される可能性はある。この点はドル/円見通しを検討する上でも大きなリスクの 1 つであり、ドル/円相場の高値が切り下がる話として警戒。

～今さら軌道修正できないテーパリング前倒し～

米 11 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+21.0 万人と市場予想の中心(同+55.0 万人)を大きく下回った。しかし、9 月分と 10 月分の 2 か月間で計+8.2 万人が押し上げられており、失業率は 4.6%から 4.2%へ 1 か月で▲0.4%ポイントも低下している。労働参加率は 61.6%から 61.8%へ上昇しているのでいわゆる「悪い失業率低下」でもない。予想比弱い結果を受けて正常化プロセスが遅延するとの期待から米金利は低下し、それゆえに株価の動揺も限定的だが、10 月会合の議事要旨、11 月末のパウエル FRB 議長証言を踏まえれば今さら軌道修正を期待するのは困難に思える。現状、米債市場では長短金利差の縮小が進み、FRB の誤った政策運営(policy error)に対しアラームが鳴っているように見えるが、12 月 FOMC の議論には大して影響を与えまい。量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を完了しなければ、利上げに踏み込むことはできない。パウエル議長自らインフレ高進を「一時的ではない」と言った以上、「いつでも利上げできる」という態勢は整えておく必要がある。12 月 FOMC でテーパリング完了の目途を 2022 年 3 月に前倒しさせる議論は確実に行われるだろうし、市場もそれを覚悟している。

～雇用悪化も「次の一手」変わらず～

雇用統計に関して言えば、11 月分こそ減速したとはいえ、パンデミックの発生した 2020 年 2 月(景気の山)から起算して失われた雇用は最悪期の▲2240 万人から▲391 万人まで圧縮されている。「景気の山」から 21 か月間で最悪期対比+1845 万人の雇用増加である。リーマンショックを伴う前回の後退局面を思い返せば、「景気の山」から 21 か月後は 2009 年 9 月であり、まだ最悪期ですらなく、▲815 万人もの雇用が失われた状態にあった。まだ「最悪期ですらない」ということは、当時

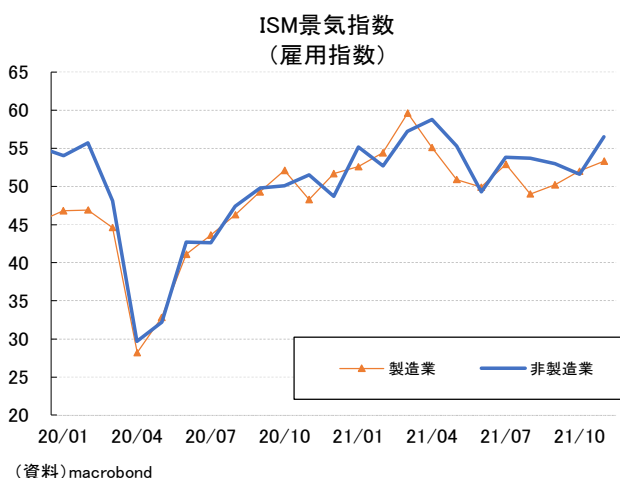
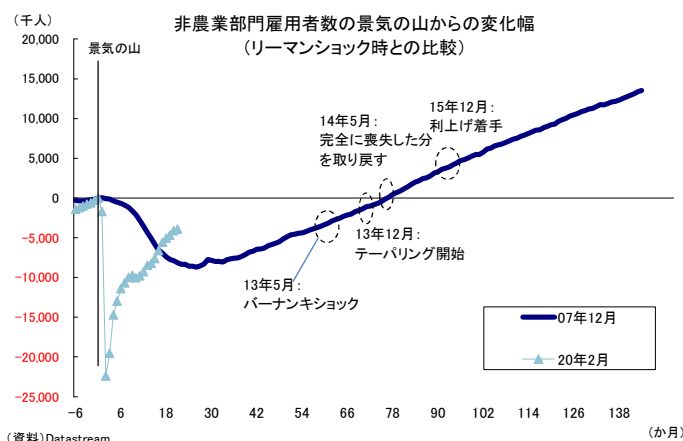
の雇用統計は毎月マイナスだったということであり、現状とは比較すべくもない。前回の経験と比べて正常化ペースが早いのは雇用情勢を見ても当然と言える。2021年初来でNFPの月間増加ペースは+55.5万人、減速を挟む過去3か月平均でも+38万人である。過去6か月ならば+61.2万人だ。例えば、感染の拡大・縮小や人手不足による労働供給制約も経験している年初来の平均である+55.5万人を前提とした場合、

あと約7か月で失われた雇用が完全に復元されることになる。12月から7か月後と言えは2022年6月だ。「3月にテーパリング完了、6月に利上げ着手」というスケジュール感に照らしても殆どの無理のない展開が期待できる。この点からも正常化プロセスは揺るがないように思える。

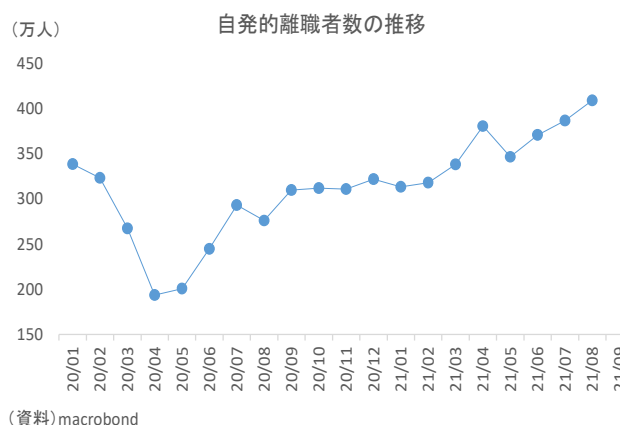
11月30日の議会証言でパウエル議長自身が示唆したように、パンデミックを受けた特殊状況において労働参加率の戻りは想定以上に遅延する可能性があり、これを待たずしてインフレ懸念を理由に利上げに踏み切るというのが現状のFRBの胸中と見受けられる。ワクチン接種の忌避や感染への懸念などから労働市場への復帰が進まなければ、人手不足は解消されず、賃金の騰勢（ひいては一般物価の上昇）も続きやすくなる。これはもはや新常态でもあり、FRBとしてはいつまでも待ってられないということだろう。これもテーパリングに関し「(2022年6月よりも)数か月早く終了」と言及された背景の1つと考えられる。しかし、先週の本欄でも議論したように、3月にテーパリングを完了しても、直後の会合は5月であり、元々市場で織り込まれていた「6月利上げ着手」と比較しても1か月しか前倒しにならない。にわかに盛り上がる正常化プロセスは中間選挙を控えた民主党政権への政治的配慮と揶揄されるのはあながち誤りとは言えないだろう。後述するように、政治的な理由での金融政策変更は市場から嫌気される可能性を孕むことは留意しておく必要がある。

～その他統計でも雇用情勢は力強い～

雇用情勢に話を戻せば、その力強さは雇用統計以外からも確認できる。雇用統計の同日には米11月ISM非製造業景気指数が69.1と10月の66.7から上昇し、統計開始以降の最高を記録している。構成指数である雇用指数も10月の51.6から56.5へ上昇しており、5か月連続で景気判断の分かれ目となる50を上回っている。雇用指数だけに着目すれば、ISM製造業景気指数においても3か月連続で改善が見られており、非製造業と共に50を超える状況が続いている(図)。また、雇用動



態調査を見ても、労働市場における強気の表れと言われる自発的離職者数(辞めても次を見つけやすいとの状況を示すため)も過去最高を更新し続ける状況にある。パウエル議長の示唆するようにパンデミック直後の特殊要因から労働者が思ったほど労働市場に戻ってこないという難しさはあるものの、基調として改善傾向にあること自体は疑いようがない。物価が2%を優に超える状況が続き、雇用市場の力強さが認められる状況も続けば、正常化プロセスを止める理由は無い。少なくとも単月の雇用統計の悪い結果が正常化プロセスの方向を変えることはあるまい。



～懸念される株価の動揺と為替見通しへのリスク～

唯一懸念があるとすれば、政治的な配慮もあって利上げが行われている状況を踏まえると、それが市場に嫌気され株価の動揺に収まりがつかなくなる可能性があるということだろう。先週の本欄でも議論したようにパウエル議長が「一時的」との表現を取り下げたとはいえ、2022年6月を境として伸び率としての物価がピークアウトする公算は非常に大きい。利上げ局面入りが予想される2022年6月以降、果たして市場の納得感と共に機械的な利上げに邁進できるのかという不安は残る。既に長短金利差の縮小という形で policy error にアラームを鳴らす雰囲気が強まっている以上、株価が酷く動揺してくれば、既に軌道修正の難しい12月はさておき、1月以降のFOMCで方針転換を検討する可能性はある。この点はドル/円相場の見通しを検討する上でも大きなリスクの1つと考えられる。とはいえ、想定されていたドル/円相場の高値が切り下がるという話であって、際立って円高・ドル安が進むという話にはならないとも考えたい。

市場営業部・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12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
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～バイマン独連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～)