

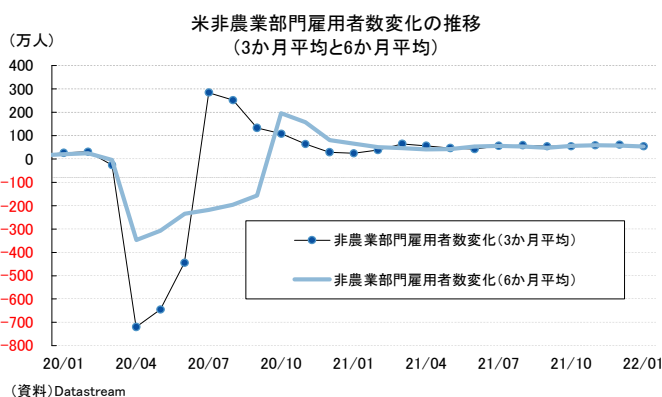
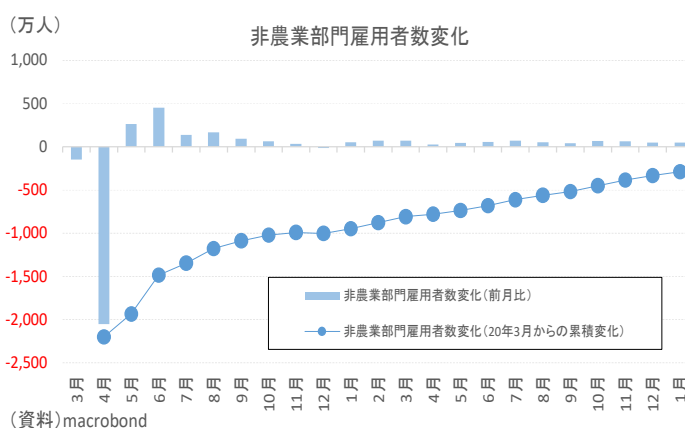
みずほマーケット・トピック(2022 年 2 月 7 日)

米 1 月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～

米 1 月雇用統計は予想外の改善を記録。失業率は上昇したが、労働参加率が明確に上昇しており、労働の需要(求人)よりも供給(人手)が増えないことに悩んでいる米経済にとっては「良い失業率上昇」である。パンデミック下で失われた雇用は最悪期の▲287.5 万人まで縮小。米雇用者数は振れを伴いながらも前月比+50 万人前後の増勢は維持しており、あと 6 か月もあれば失われた雇用は完全に復元しそう。3 月 FOMC の 50bps 利上げを織り込む向きも増えて始めている。目下、米国経済が直面しているのは「労働需要>労働供給」による賃金上昇なので、良好な雇用統計は「強い結果→労働需給の不均衡解消→インフレ懸念後退→タカ派観測の弱まり」という期待の修正に繋がっても不思議ではなかった。それでもタカ派懸念が消えないのは、やはり賃金が強いからだろう。だが一方、労働参加率が顕著に改善しており、遅々たる歩みながらも米労働市場の需給不均衡が解消に向かっていることも認識したいところ。

～あと半年で完全復元?～

注目された米 1 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+46.7 万人と市場予想の中心(同+12.5 万人)を大幅に上回った。失業率は 3.9%から 4.0%へ上昇しているものの、後述するように労働参加率が明確に上昇しており、労働の需要(求人)よりも供給(人手)が増えないことに悩んでいる米経済にとっては「良い失業率上昇」と言える。これでパンデミックにより失われた雇用は最悪期の▲2000 万人超から▲287.5 万人まで縮小している(図・上)。業種別の復元状況を見ると、職場離脱が相次ぐ医療・社会福祉や行動規制の影響を最も受ける宿泊・飲食でも 8 割弱、それ以外では 8 割強が喪失した雇用を復元している。NFP は振れを伴いながらも+50 万人前後の増勢は維持しており(図・下)、あと 6 か月もあれば失われた雇用は完全に復元されることになる。雇用・物価情勢に照らし、FRB が正常化を検討すること自体は自然な展開でもある。

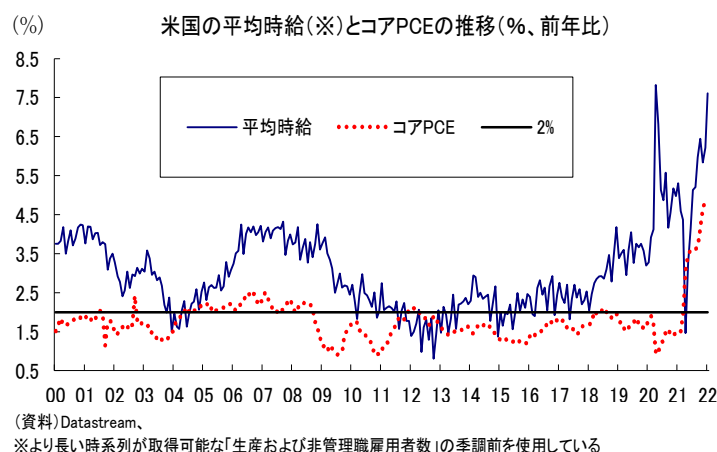


1 月 ADP 雇用統計が前月比減少という衝撃的に悪い内容だったこともあり、今回の雇用統計に関しては発表前から米政府高官が単月の結果に狼狽すべきではないと市場の警戒ムードに異例のけん制を放っていた。蓋を開ければ強い内容であり、3 月 FOMC の+50bps 利上げも今や 10% 程度織り込まれている。これに合わせ米 10 年金利は遂に 1.90% 台に乗せ、実質 30 年金利のプラス圏復帰など、市場は正常化プロセスの加速に態勢を整え始めている。為替市場も素直にドル高・円安で反応し 115 円台に乗せており、1～3 月期中の年初来高値更新はあると予想したい。

～「労働供給の復調」も進んではいる～

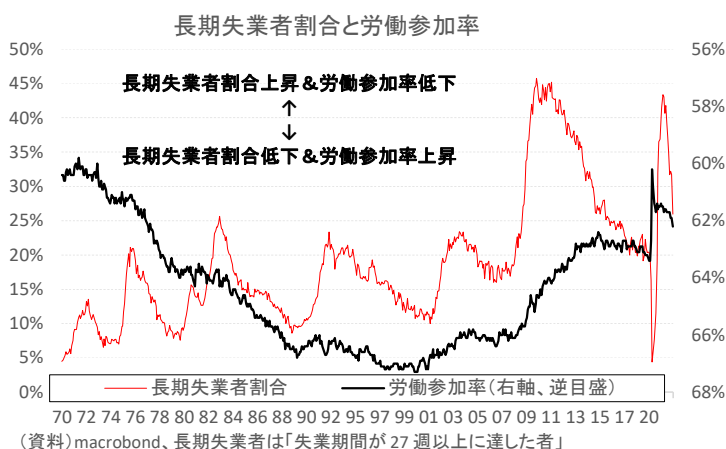
非常に厄介なことだが、今回は「強い結果→米経済の力強さを確認→インフレ懸念→タカ派観測の強まり」という受け止めが広がったが、一方で「弱い結果→労働需給ひっ迫→インフレ懸念→タカ派観測の強まり」という理解もまかり通る現状がある。目下、米国経済が直面しているのは「労働需要＞労働供給」による賃金上昇なので、今回のように強い結果ならば「強い結果→労働需給の不均衡解消→インフレ懸念後退→タカ

派観測の弱まり」という期待の修正が進む可能性もあった。だが、実際は景気の強さを理由に「労働需要の強まり」だけに焦点が当たり「労働供給の復調」には目が向かっていない。市場はやはり賃金を見ているのだろう。1 月の平均時給は前年比+5.7%と 2020 年 5 月以来の大幅な伸びを記録し(図)、これが労働需給の不均衡拡大を印象付けた。3 月の 50bps 利上げシナリオも賃金動向を踏まえてのものだろう。賃金主導の一般物価上昇は持続性を伴う恐れがある。



～長期失業者割合は顕著に減少中～

もっとも、労働供給に薄日が差し込んでいることも事実である。1 月は労働参加率が前月比+0.3%ポイントの 62.2%と顕著に上がっている。労働参加率が最後に 62% 台をつけていたのは 2020 年 2 月、すなわちパンデミックにより雇用市場が崩壊する直前であり、徐々に正常な姿には近づいている。労働参加率が十分に上昇すれば、低い失業率とインフレ率の低下が両立し、身動きが取れない現状を打破することに繋がる。さらに、失業期間が 27 週間以上



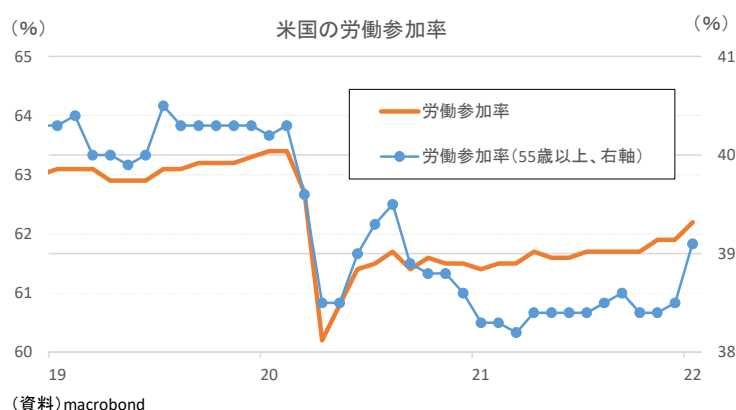
間以上に達している長期失業者の割合も顕著に下がっている(図)。長期失業者は就労意欲の低

下などを通じて労働市場から退出する予備軍と見なされ、目先の人手不足はもちろん、労働投入量減少を通じて一国の潜在成長率低下にまで至る話である。長期失業者割合は1月時点で26%であったが、これは前回利上げ着手となった2015年12月(27%)を下回っている。

パンデミックにより大きな穴が開いた米国の労働市場だが、遅々たる歩みながらもその穴は着実に塞がりつつある。米国の労働者が求人に応じない(応じられない)背景にはワクチン接種を忌避したり、感染懸念から対面接触型の職場復帰を拒んだり、もしくは移住してしまったりする層など、パンデミック特有の要因が存在すると言われる。しかし、理由はどうあれ労働市場に復帰しなければ多くの人は生活ができない。株や不動産が上昇し労働意欲がなくなった層も労働参加率低下に寄与したとパウエル議長は12月に言及していたが、多数派ではあるまい。

上述したパンデミック関連の要因は時間が解決する話であり、労働需要の大きさになびくようにいずれ労働者は戻ってくると考えたい。2019年12月時点の労働参加率が63.3%であったことを踏まえると、あと1%ポイントほどの復元が必要である。通常、労働参加率は非常に緩やかにしか変化しないため、1%は小さな数字ではない。しかし、パンデミック特有の要因が剥落する中でこれまでよりも

幅を持って改善する可能性もある。例えば2020年4~6月期だけで▲6.3%ポイントが低下するという断層が生じた経緯があるし、今回1月分の改善を見ても55歳以上は+0.6%ポイント(38.5%→39.1%)と急改善している。その回復過程も通常より幅を持って構えるべきだろう。NFPの前月比変化や平均時給に加え、労働参加率も重要な計数として目が離せなくなっており、その点では改善が進んでいることも忘れてはならないだろう。



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
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見通し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シオルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は?～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か?
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク?～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
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
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)
	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月16日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月15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～