

みずほマーケット・トピック(2024 年 8 月 26 日)

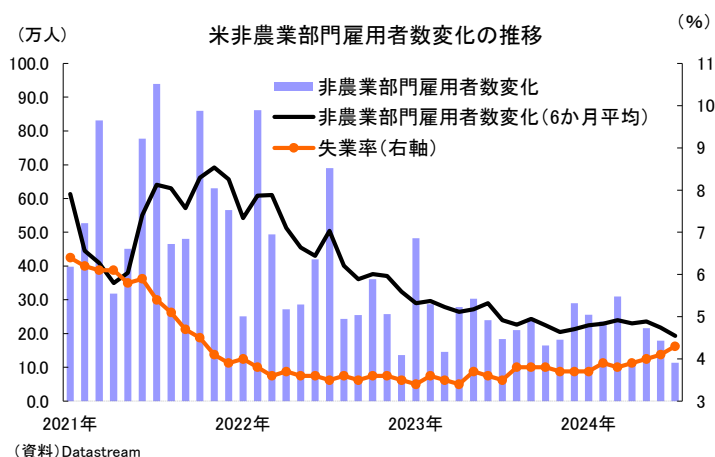
パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～

ジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長の講演は「The time has come for policy to adjust」との一節が材料視された。もっとも、政策運営について新しい材料を示したとはいえず、従前織り込まれていた利下げ路線を追認しただけ。7 月 FOMC から現状に至るまで、賃金・物価情勢が激変していない以上、「The time has come for policy to adjust」とまで踏みこむのであれば、FOMC で発信すべきであったように思う。また、講演の中で労働市場がこれ以上冷え込むことを許容しないと明言したことも目を引いた。これは今後に禍根を残さないのだろうか。現状、FRB スタッフ経済見通しにおける長期失業率(中央値)は 6 月時点で 4.10%。これは歴史的に見ればかなり低い。この水準を基点として「これ以上の冷え込みは許容しない」が基本認識になると、見通せる将来において FRB が緩和路線を強いられる不安もある。もちろん、最大雇用実現時の失業率はパンデミックを経て切り下がっている可能性はある。しかし、そうであれば、それを説明するのが今回のシンポジウムに相応しいテーマであったのではないか。

～FOMC で発信すべき内容～

注目されたジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長の講演は「Review and Outlook」とシンプルなテーマで行われ、「The time has come for policy to adjust」との一節が材料視された。もっとも、政策運営に新しい材料を示したとはいえず、従前織り込まれていた利下げ路線を追認したに過ぎない。上記発言に続けて「the timing and pace of rate cuts will depend on incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks」とも留保条件を付けていることにも表れるように、市場の一部で期待が浮上する▲50bp の利下げを約束する言動があったとは言い難い。

7 月 31 日の FOMC から現状に至るまで、賃金・物価情勢が激変したとは言えず、その意味では「The time has come for policy to adjust」とまで踏み込むのであれば、FOMC で発信すべきであったように思える。確かに、足許では雇用情勢の悪化が話題となっているものの、均してみれば、その動きは年初から続いている(図)。わざわざ 8 月下旬の講演機会に合わせる理由は乏しいだろう。そもそも経済・金融情勢にまつわる構造問題を大局

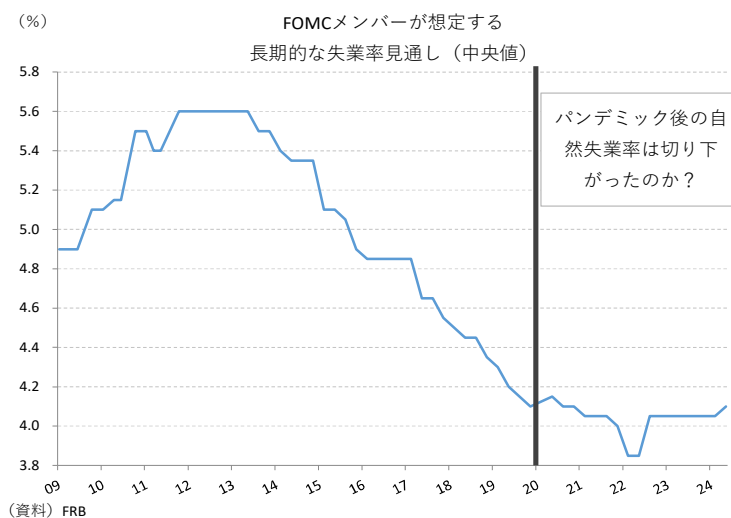


的に議論する地方会議であった同シンポジウムが「次の一手」を占うイベントと見られるようになったのは、2010 年にバーナンキ前議長が QE2 を示唆した時からである。今回のパウエル発言は来年以降もこのイベントが目先の政策運営を説明する機会として注目される契機になるだろう。後述す

るように、米国に関して、構造的に議論されるべき論点は他にもあったように思える。

～非常に低い失業率を基準にする危うさ～

今回、パウエル議長の講演の中で特に目立ったのが、労働市場に対する評価の弱さだ。パウエル議長は労働市場の現状について「cool(冷え込み)」という形容詞を何度も使って説明している。とりわけ注目されたのが「We do not seek or welcome further cooling in labor market conditions」の一節であり、労働市場がこれ以上冷え込むことに関し、許容しないと明言している。これは今後に対して禍根を残す可能性もあるように感じられた。

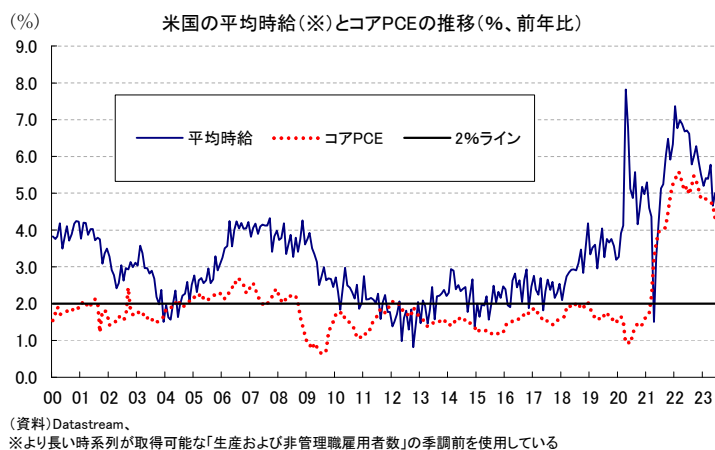


というのも、前月比で大きく悪化が始まったとはいえ、7月時点の失業率は4.3%であり、歴史的に見ればかなり低い。図に示すように、自然失業率と見なされるFRBスタッフ経済見通し(SEP)における長期失業率(中央値)は6月時点で4.10%だった。これはパンデミック前の直近3年間(2017～19年)平均である4.43%、もしくは直近5年間(2015～19年)平均である4.63%よりもはっきり低い。この水準を基点として「これ以上の冷え込みは許容しない」が基本認識になってしまうのだとすると、見通せる将来においてFRBが緩和路線を強いられる不安はないだろうか。

この点に関し、パウエル議長は完全雇用時の失業率がパンデミック前よりも低くなっている可能性に言及している。具体的には求人数の失業者に対する比率や雇用率がパンデミック前の水準まで落ち着きを見せており、賃金の伸びも鈍化している状況に照らせば、「インフレ率が2%以下にあった2019年よりも労働市場は逼迫していない」との判断をパウエル議長は口にしている。

～話して欲しかった米労働市場の構造変化～

現状、確かに賃金ははっきりとピークアウトしており、これが個人消費支出(PCE)デフレーターを基調的に押し下げるに至っていることを思えば、パウエル議長の弁に表れるFOMCの基本認識は正しそうではある。ちなみに、「最大雇用実現時の失業率がパンデミック前よりも低い」という事実の背景としては、労働供給が細っていることが挙げられ、さらにその背景としてはパンデミックを契機として資産価格急騰に直面した高齢者層において早期引退が増えたことや移民制限、



価値観の変容などが持ち出されることが多い。

いずれの要因を重視するにせよ、FRB が「最大雇用実現時の失業率がパンデミック前よりも低い」という事実を前提とする限り、当面は利下げが重ねられるとしても、それが過剰に至る懸念は小さいという話になる。とはいえ、労働供給減少の確度に関し、いずれの要因を重視し、その持続可能性をどう見るかについてはコンセンサスがあるとは言えない状況でもある。こうしたパンデックを境とする米労働市場の構造変化は金融政策運営にとっても極めて重要な論点になるはずであり、本来的にはジャクソンホール経済シンポジウムにおいてパウエル議長が正面から取り上げても良い話であったように思える。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしろ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～