

米利上げ、雇用 20 万人割れまで継続余地

前月比の 6 カ月移動平均、過去 30 年実績、現状 36 万人

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/10/14 (金)

米 FRB の利上げは、非農業部門雇用者数の前月比が 6 カ月平均で +20 万人割れまで継続の余地がある。過去 30 年の実績であるほか、6 月にはバイデン米大統領がインフレ抑制につながる目安として +15 万人という数値を挙げていた。最新 9 月の前月比は単月が +26.3 万人、6 カ月平均が +36 万人であり、安定的に +20 万人以下で落ち着くには半年から 1 年の期間を要する可能性がある。過去の米利上げ局面における為替相場のドル/円についても、6 カ月平均での +20 万人割れ前後まではドル高トレンドが維持延命されてきた。

米大統領はインフレ抑制で 15 万人の目安指摘

「米国では FRB による積極果敢な利上げを受けて、さすがに金利敏感の住宅や自動車市場には急ブレーキが掛かり始めている。コロナ打撃の反動や貯蓄滞留の取り崩しによるリベンジ消費についても、勢いが鈍化してきた。いずれも先行きインフレを抑制するもので、FRB による利上げは長期化しても、一回あたり的大幅利上げは小幅化していく可能性がある」――。

米国の政策当局とネットワークを有する米国系金融機関の幹部は、このような指摘を行う。今年 3 月以降の利上げの累積効果については 10 月 10 日、FRB のブレイナード副議長が「生産は今年これまで予想以上に減速している」、「住宅部門などでは政策引き締めが一定の効果を上げている」といった評価を示した。

それでも同副議長は「他の分野では効果伝達の遅れがあるため、これまでの政策措置が完全に効果を発揮するには今後数四半期かかり、物価への影響にも時間がかかる」と指摘。当面は「インフレ率が目標に戻ることを確実にするため、金融政策はしばらく抑制的なものになる」と引き締め継続を示唆している。

その中で「効果伝達の遅れ」がある遅行指標の米雇用統計は、最新 9 月に非農業部門雇用者数が前月比 +26.3 万人の増加となった。8 月の +31.5 万人からは鈍化したものの、まだ利上げ効果の波及には時間が掛かり、雇用環境の改善目安とされる +15 万人から +20 万人を大きく上回っている。

トレンドの基調判断で参考になる 6 カ月移動平均は、+36.0 万人となった。直近最高である今年 2 月の +59.2 万人からは減少してきたが、コロナ・ショックからの反動増の残存や人手不足などもあり、1984 年以来 38 年ぶりの高水準を維持したままだ。

過去の利上げ局面では 1989 年以降、約 33 年の過

去実績として、遅行指標である雇用統計が 6 カ月移動平均ベースで「雇用改善の節目ゾーン」である前月比 +20 万人を割り込み始める局面まで、利上げが継続されてきた。言い換えるなら、遅行指標である雇用統計で +20 万人割れの「減速初期兆候」が見えてくると、利上げ効果の浸透を確認。その後は住宅など先行指標の先行悪化のほうが重要視され、利上げ休止や利下げという政策フェーズへと移行している。

今年 6 月にはバイデン米大統領が、米ウォールストリート・ジャーナル紙に「インフレと戦う計画」、「物価上昇を抑えつつ米経済を安定的で着実な成長に導く」という寄稿を行った。その中ではインフレ退治への覚悟を示すとともに、インフレ抑制につながる雇用減速の目安として、「向こう 1 年間の平均的な月間雇用創出が、現在の 50 万人（6 月当時）から 15 万人ほどの水準に近づく」という数字を挙げている。

過去には 2007 年から長くシカゴ連銀の総裁を務めているエバンズ氏が、現在と反対の緩和局面などで、「数四半期にわたり、毎月の雇用増加数が 20 万人を上回り続けるまで、FRB は量的緩和などの緩和策を継続する必要」（2012 年 9 月）、「雇用者数の伸びが 20 万人前後なら極めて良い」（2016 年 3 月）といった発言を行っていた。+20 万人前後は、FRB の政策判断の基準にもなっている。

その点、最新 9 月の非農業部門雇用者数は単月で前月比 +26.3 万人、6 カ月移動平均で +36 万人となっている。そこから安定的に +20 万人から +15 万人で落ち着いていくには、まだ半年から 1 年以上（来年 3 月から 9 月にかけて以上）の時間軸が想定される。

ドル/円、米雇用 20 万人割れ前後までドル高持続

連動する形で来年 3 月から 9 月に向けては、利上げ幅の縮小でも FRB の利上げや量的引き締めは持続する可能性がある。同時に利上げ休止があったとしても、「利下げ転換」は来年後半から 2023 年以降への後ズレが意識されやすい。

過去の米利上げ局面における為替相場のドル/円についても、米雇用者数・前月比の 6 カ月移動平均が +20 万人割れとなる前後までドル高トレンドが維持延命されてきた。その点で今回も現状から半年から 1 年後にかけては、ドル高ペースの鈍化やドルの上げ渋りはあっても、基本的なドル高トレンドやドル高止まりの持続余地が注視される。

過去 2015 年からの利上げ局面の場合、米雇用者数・前月比の 6 カ月移動平均（以下、雇用者平均）

は2018年9月から+20万人割れ、同年11月からは+15万人割れに減速した。当時は直後の同年12月に0.25%幅の追加利上げが実施されたが、結果論として最後の利上げとなっている。その後は6カ月間の利上げ休止を経て、7カ月後となる2019年7月に利下げ転換となっている。

2004年からの利上げ局面の場合、雇用者平均は2006年6月から+20万人割れが定着していった。あくまで結果論ながら、同月に0.25%幅の利上げが実施されたあと、翌月以降は利上げ休止に移行している。+20万人割れの15カ月後から、利下げに転換となっていた。

1999年からの利上げ局面の場合、2000年5月まで追加利上げが続けられたが、3カ月後の同年8月から雇用者平均は+20万人割れに減速している。同時進行で利上げは休止となり、最終利上げとなった2000年5月の8カ月後から、利下げへ転換となっている。

1994年からの利上げ局面の場合、1995年2月まで追加利上げが続けられたが、3カ月後の同年5月から雇用者平均は+20万人割れに減速した。同時進行で利上げは休止となり、最終利上げとなった1995年2月の5カ月後から利下げ転換となっている。

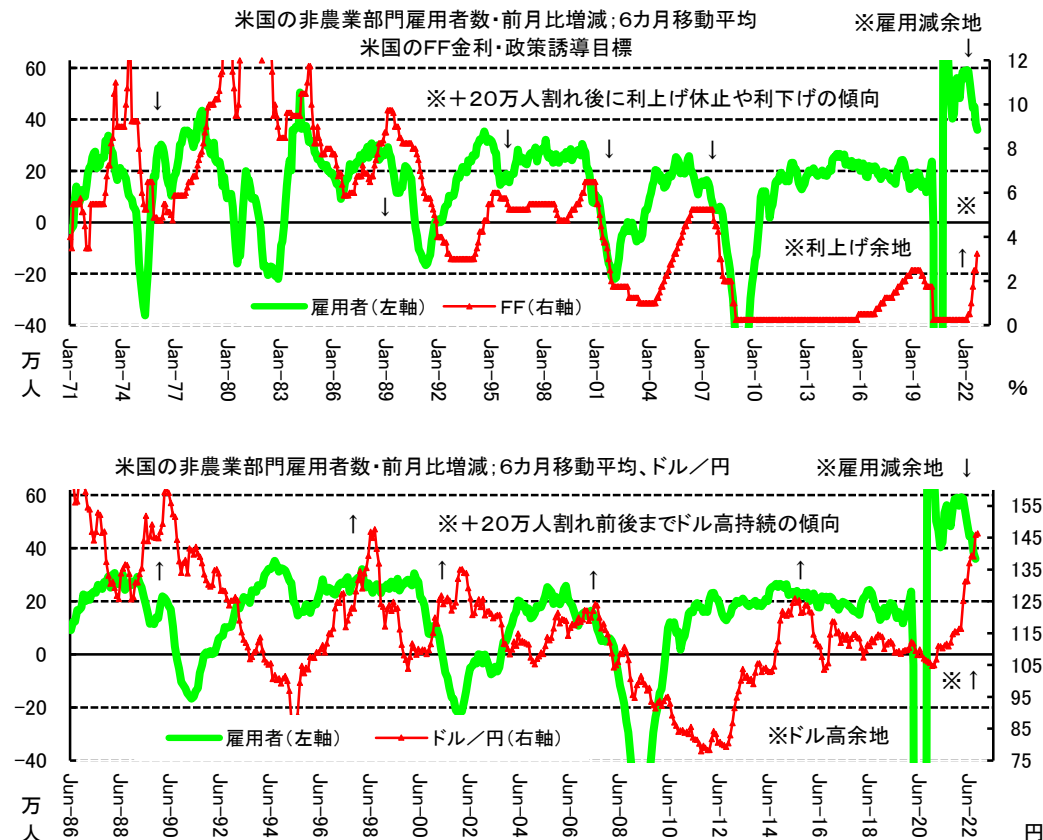
過去のFRB利上げ局面と、利上げ効果などによる雇用者平均の+20万人割れ、為替ドル/円の関係でいえば、2015年からの利上げ後、米雇用者数・前月比の6カ月移動平均は2018年9月から+20万人割

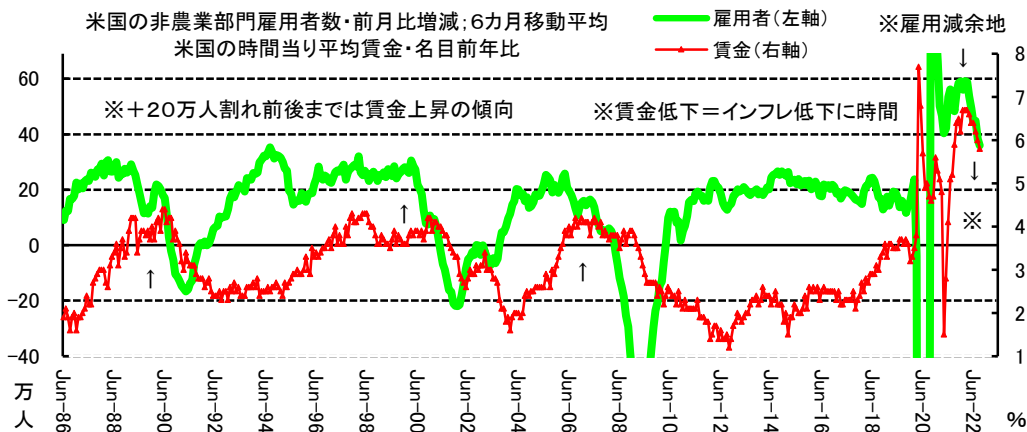
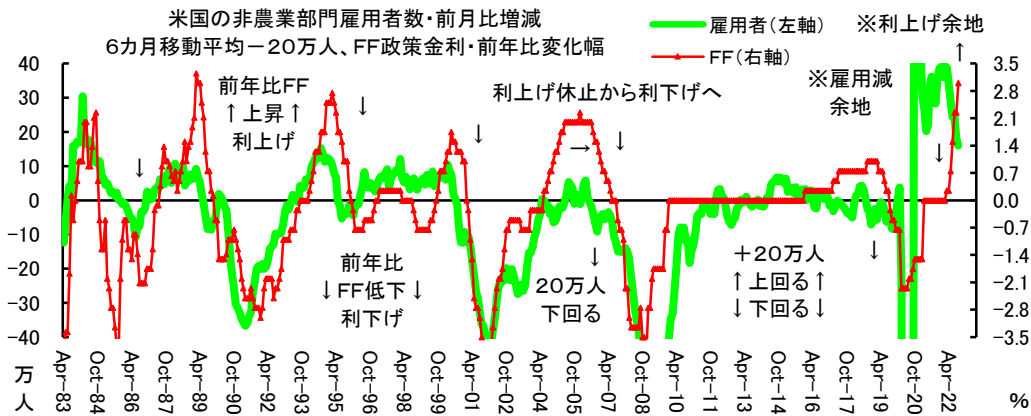
れ、同年11月からは+15万人割れに減速した。当時のドル/円はちょうど同時期の2018年10月の114.58円前後で、ドル高の天井を形成。FRBの利上げ休止思惑もあり、3カ月後には104円台へとドルが反落している。

2004年からの利上げ局面の場合、雇用者平均は2006年6月から+20万人割れが定着していった。同月に0.25%幅の利上げが実施されたあと、翌月からは利上げ休止に移行している。当時は複合要因や慣性的なドル高の残存もあり、ドル/円は1年後となる2007年6月の124.14円前後で当時のドル天井高値を形成していた。いずれにしてもドルの天井ピークは、雇用者平均が+20万人を割り込んだ以降となっている。

1999年からの利上げ局面の場合、2000年5月まで利上げが続けられたが、3カ月後の同年8月から雇用者平均は+20万人割れに減速している。当時のドル/円は複合要因もあるが雇用者平均が+20万人を割り込んできた2000年9月のあと、1年後にかけて104円から125円方向へのドル高が進行していた。

このように過去実績では雇用者平均の+20万人割れが定着してくるまで、ドル/円ではドル高のトレンドが維持されている。現在は最新9月の前月比6カ月平均が+36万人であり、先行き+20万人割れ方向までのドル高トレンドの寿命余地が注目されそう





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複製もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。