

求人数が高止まるなかで、完全雇用に接近

～速いペースでの金融政策正常化の織り込みが進展～

佐古 佳史, CFA

要旨

雇用者数は小幅な伸びにとどまったものの失業率が急低下したことで、労働市場は求人数が高止まるなかでも完全雇用に接近しつつある可能性が考えられる。

インフレ抑制のため、FRB はタカ派なスタンスに方針転換済であり、22 年の金融政策正常化は速いペースで進みそうだ。1 月の調整局面を経て、市場ではこうした織り込みが進展したといえる。

2 年目を迎えた バイデン政権

1 月 20 日で 2 年目を迎えたバイデン政権は、これまで新型コロナワクチンの普及や景気回復、インフラ投資法案の可決などが実績としてある一方で、国内ではインフレ率の高止まりや議会運営、難航する大型支出法案、国外ではウクライナ問題、米中対立など課題も多い。22 年 11 月に控える中間選挙を前に、こうした課題に対してどのように取り組んでいくのか、注目材料は多そうだ。

景気の現状：求人数が高止まるなかで、完全雇用に接近

以下、経済指標を確認してみると、経済正常化の進展に伴うペントアップ需要に、供給が追いついていない状態が継続している。

12 月の雇用統計を確認すると、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数は 11 月から 19.9 万人増と小幅な増加にとどまった。一方で、家計調査によると雇用者数は同 65.1 万人増加し、失業率は 0.3 ポイント低下の 3.9% と大きく改善した。失業率は 11、12 月と合わせて 0.7 ポイント低下し、労働市場が速いペースで改善したと考えられる。また、コロナ前の失業率が 3.4～3.5% で推移したことに鑑みると、足元の労働市場は完全雇用に接近していると考えられる。

雇用回復は継続する一方で、求人の困難さは解消されていない。11 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 6.6% と 10 月から 0.4 ポイント低下したが依然として高い水準であり、自発的な離職率も高止まりしている。

個人消費をみると、11 月の実質個人消費支出は、サービス消費が前月比 0.5% 増加、クリスマス休暇の買い物シーズン（holiday shopping season）が 10 月に前倒しされた反動で財消費が同▲0.8% の減少となり、全体では 10 月から変わらずとなった。12 月

の小売売上高も同様に▲1.9%と減少しているものの、個人消費が鈍化しているわけではないだろう。

図表1 求人数・採用数の推移



図表2 求人率・離職率の推移



また、1月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は小幅に低下し68.8（現況指数73.2、期待指数65.9）と再び10年ぶりの低水準となった。ミシガン大学によると、消費者信頼感が改善しているのは所得が10万ドル以上の層に限定されており、全体的には経済政策への信頼感が非常に低いことや、75%の回答者が失業率よりもインフレ率の加速を問題視していることなどが報告されている。

こうしたなか、企業マインドは堅調に推移しており、12月のISM製造業指数（製造業PMI）は58.7%、サービス業指数（サービス業PMI）は62.0%と、いずれも12月に低下したものの、19ヶ月連続での企業部門の拡大を示している。なお、製造業PMI価格指数は▲14.2ポイントと大幅に低下し、インフレ率がピークアウトする兆候ともとらえられる。

図表3 消費者景況感の推移

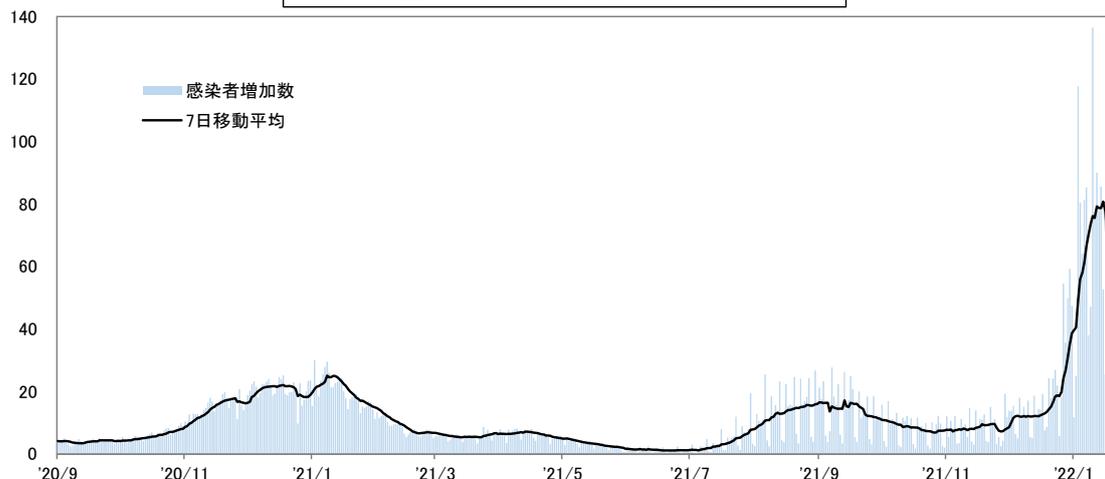


景気の先行き： オミクロン株の 影響は短期的な 見込み

さて、景気の先行きを考えると、やや改善方向にはあるものの引き続き半導体などの供給不足が景気回復ペースの下押し材料とみられる。一方で、警戒されていたオミクロン株の感染急拡大は短期間でピークアウトする傾向がみられることから、景気への影響は短期的なものにとどまりそうだ。労働市場のひっ迫も警戒されつつあるが、オミクロン株のピークアウト後は緩やかな雇用者数の増加と、景気拡大が続くと思われる。

(万人)

図表4 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



(資料) Bloomberg

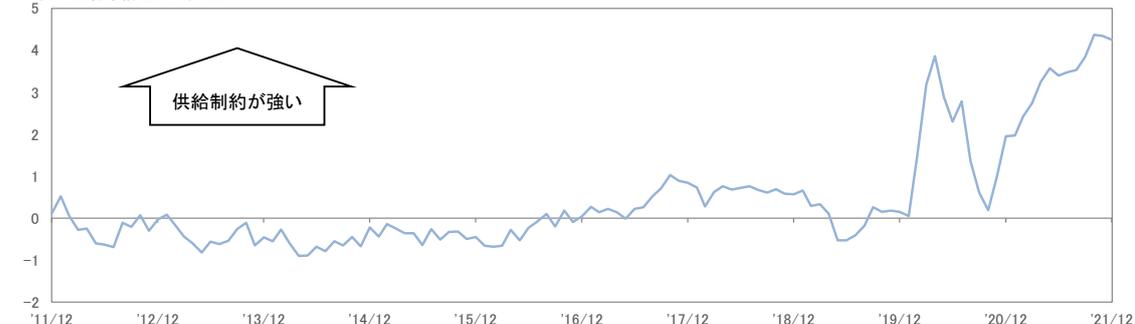
図表5 供給制約が意識される

		'20/11	'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8	'21/9	'21/10	'21/11	'21/12
ISM 製造業	入荷遅延	61.7	67.7	68.2	72.0	76.6	75.0	78.8	75.1	72.5	69.5	73.4	75.6	72.2	64.9
ISM サービス業	入荷遅延	57.1	62.8	57.8	60.8	61.0	66.1	70.4	68.5	72.0	69.6	68.8	75.7	75.7	63.9
ISM 製造業	価格	65.4	77.6	82.1	86.0	85.6	89.6	88.0	92.1	85.7	79.4	81.2	85.7	82.4	68.2
ISM サービス業	価格	64.3	65.4	64.7	71.6	73.5	76.0	79.1	78.8	81.4	75.9	79.5	83.0	83.0	83.9
ISM 製造業	顧客在庫	36.3	37.9	33.1	32.5	29.9	28.4	28.0	30.8	25.0	30.2	31.7	31.7	25.1	31.7
ISM サービス業	顧客在庫	50.4	50.9	50.9	49.9	50.9	46.9	51.1	51.3	49.1	54.0	55.2	56.4	56.3	54.6
コモディティ価格	前年比%	-3.6	-3.5	7.0	20.1	34.9	48.4	46.1	45.5	40.2	30.9	42.2	43.9	28.8	27.1
バルチック海運指数	前月比%	-4.4	11.3	6.3	15.4	22.1	49.2	-15.0	30.3	-2.7	25.5	25.0	-31.9	-14.2	-26.5
耐久財 受注残高	3ヶ月前比%	-1.0	-0.9	-0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8	
在庫売上比率	%	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3	

(資料) Bloomberg

図表6 グローバル・サプライ・チェーン・プレッシャー・インデックス(GSCPI)

(平均からの標準偏差、平均 = 0)



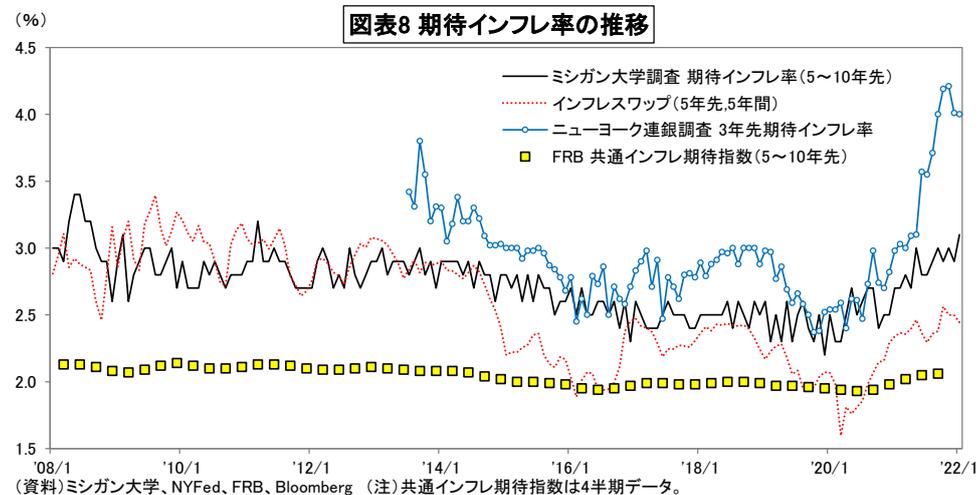
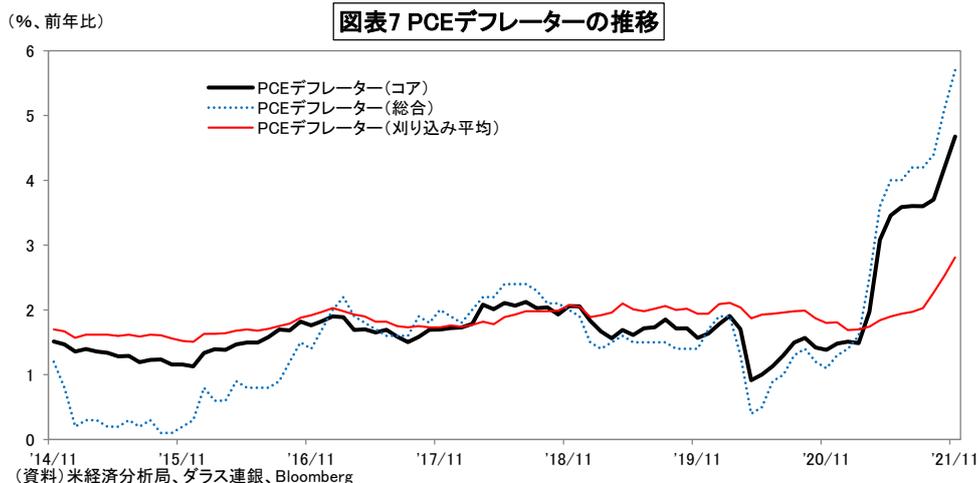
(資料) NY連銀、Bloomberg (注) NYFEDが供給に関する27変数を主成分分析して算出。

急騰したインフレ率

21年4月以降インフレ率は急加速し、11月のコアPCEデフレーターは前年比4.7%まで加速した。また、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同2.8%となり、物価上昇が幅広い分野で確認できる。また、12月の消費者物価指数（総合）は約40年ぶりとなる同7.0%、コアは同5.5%と11月から加速した。

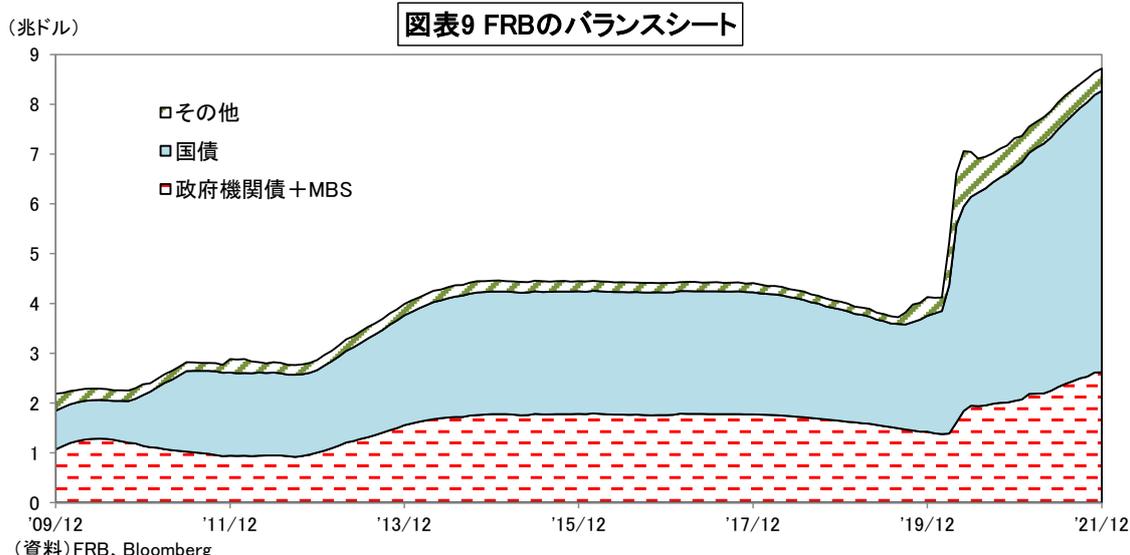
今後の見通しとしては、オミクロン株の拡大に伴う経済への影響から短期的にインフレ率は高止まる可能性はあるものの、ベース効果が剥落することや、生産者物価の伸びが頭打ちとなったこと、期待インフレ率が比較的安定していることなどから徐々にインフレ率は鈍化していき、2%程度に収まるとみられる。

一方で、現段階では蓋然性は低そうだが懸念材料としては、求人件数の高止まりと完全雇用への接近が同時に進展することで、賃金上昇率が加速し、期待インフレ率に波及してしまえば、足元のインフレ率も収まる見込みがなくなってしまうだろう。22年は賃金上昇率が注目材料になるとと思われる。



タカ派な印象を与えた 12 月 FOMC 議事要旨

資産買い入れ縮小（テーパリング）のペースを加速することが発表された 12 月 FOMC の議事要旨によれば、多くの FOMC 参加者が①雇用者数の増加や失業率、労働参加率などから判断して、労働市場の回復ペースは速く、現在の回復ペースが続けば最大雇用は早期に達成される見通しであること、②現在の景気見通しに従えば、早期に、または速いペースで利上げをすることが適切になる可能性があること、を議論していたことが明らかとなった。そのほか、③バランスシート（BS）縮小を前回よりも早いペースで行うのが望ましい可能性や、④最大雇用が達成される前に利上げをすることが適切になる可能性、⑤将来的に金融政策の緩和度合いをより弱めて、高インフレを抑制することへの強力なコミットメントを発表すべき、といった意見も見られた。全体としてみれば、市場の想定よりもタカ派な印象が強い FOMC 議事要旨であった。



多様性を強調した FRB 執行部人事案

バイデン大統領は 14 日、FRB の執行部の人事案を発表した。現在上院承認待ちのパウエル議長（白人・男性）、ブレイナード副議長（白人・女性）に加えて、新たにラスキン副議長（金融監督担当、白人・女性）、クック理事（黒人・女性）、ジェファーソン理事（黒人・男性）を起用する方針となり、人種と性別において多様性を強調した人事といえるだろう。ただし、共和党の反発から上院での承認が難航する可能性も指摘されている。

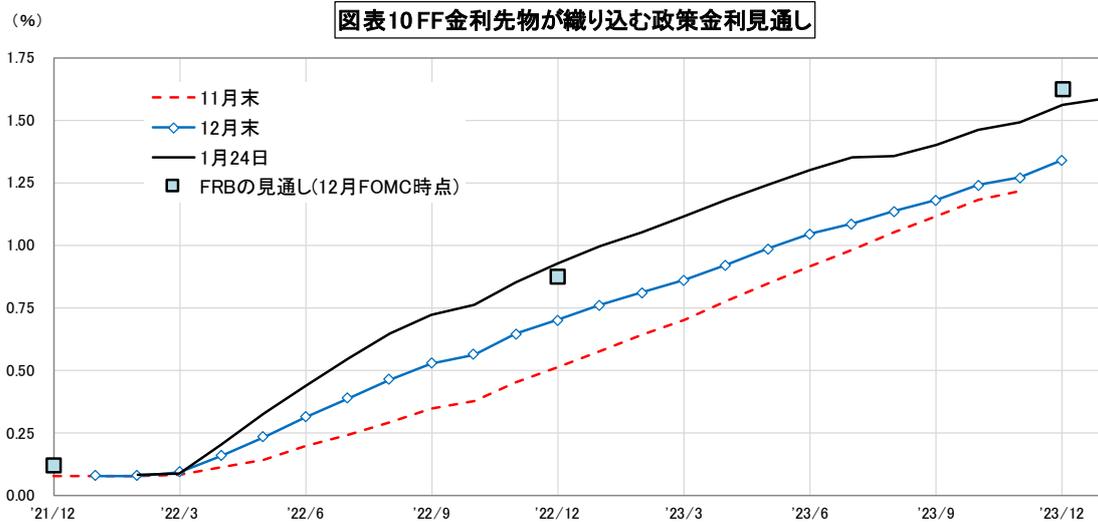
長期金利：1.8% からやや上での推移を予想

さて、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では、22 年入り後は、FOMC 参加者の利上げと BS 縮小をめぐるタカ派的な発言や 12 月 FOMC 議事要旨を受け、22 年の利上げ回数の増加や、より積極的な BS 縮小を織り込む形で、長期金利（10 年債利回り）

は大幅に上昇。足元では、21年末時点と比べて約30bpの上昇となっている。

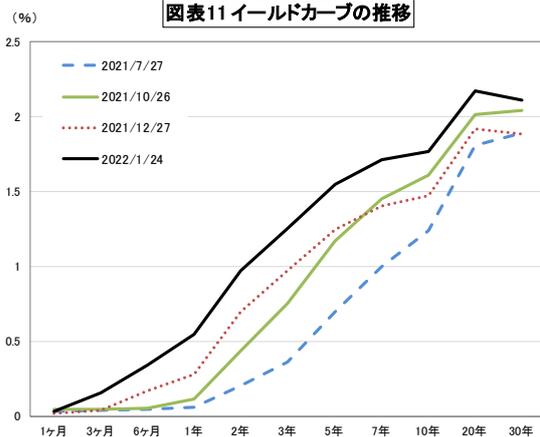
先行きについて考えてみると、既に早いペースでのBS縮小と22年内の4回利上げが織り込まれており、1月FOMC(25、26日)にて一層タカ派的なスタンスが示されない限りは、金利急上昇はないだろう。一方で、23年以降も利上げは継続すると思われることから、長期金利の上昇局面は継続すると思われる。以上から、現状と同水準の1.8%程度からやや上での推移となると予想する。

図表10 FF金利先物が織り込む政策金利見通し



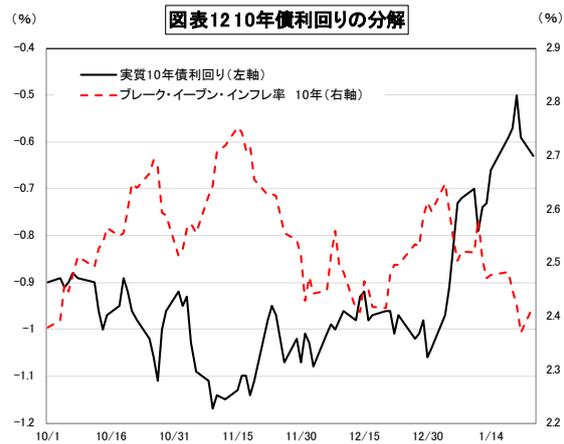
(資料) Bloombergより農中総研作成

図表11 イールドカーブの推移

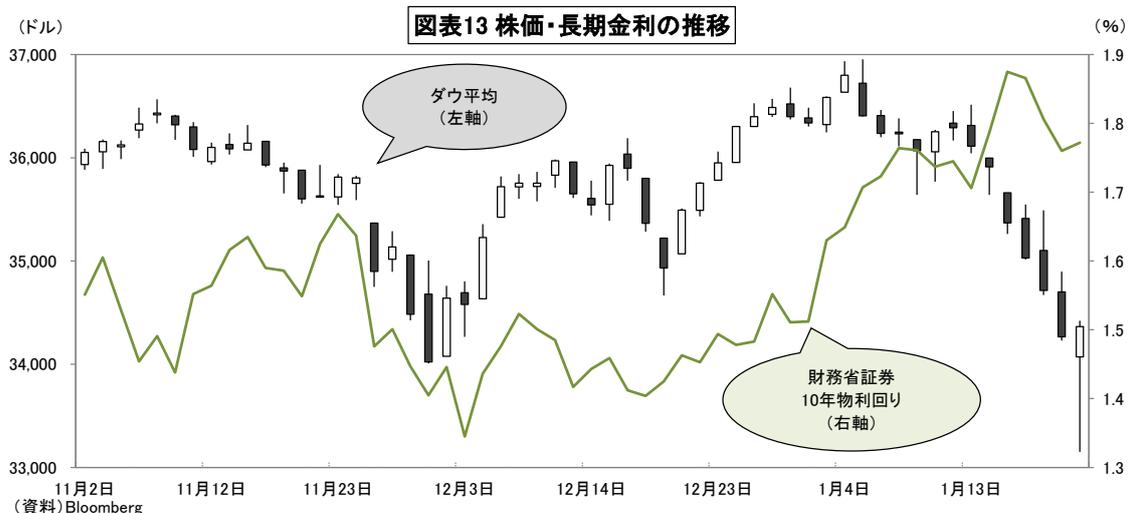


(資料) Bloomberg

図表12 10年債利回りの分解



(資料) Bloomberg



**株式市場：一旦
反発も上昇は緩
やかなペースに**

株式市場では、長期金利の急上昇をきっかけに22年入り後は調整が入りハイテク株を中心に売り込まれる展開となり、ダウ平均も下落基調となっている。

先行きについて考えてみると、金利上昇が一服する段階で一旦反発すると思われるが、金融政策が正常化へと向かうなかで株価の上昇は緩やかなペースにとどまるだろう。また、ウクライナ情勢をめぐる地政学リスクにも注意したい。

**一気にタカ派に
転じた FOMC メ
ンバー**

最後に、22年のFOMC参加者のスタンスと発言を確認したい。22年のFOMC参加者は21年から一気にタカ派化した印象があり、パウエル議長以外は全員タカ派と認識してもよさそうだ。これまで、ハト派な印象が強かったウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁が4、5回利上げの必要性に言及したことや、(意見は変わりやすいものの)ブラード・セントルイス連銀総裁が4回利上げを支持しつつあることなどもタカ派的とみられる。

1月FOMC前時点での筆者の予想としては、インフレ率が年後半に落ち着いてくるとの想定の下で、年後半からBS縮小を比較的速いペースで行いつつ、3、6、9月に25bpずつ3回利上げした後、12月は様子見ではないかと想定している。

もともと、実際にはあらかじめ決められたペースではなく、インフレ率や、新型コロナの感染状況、供給制約の度合いなどを見つつ、金融政策の正常化をしていくことになるだろう。

図表14 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言
投票権あり FOMC委員	パウエル議長	0	1/11 1/11	利上げ回数を増やす必要があれば、そうする 高いインフレ率に対処する
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	2	1/14 1/14	緩やかな利上げが金融緩和を縮小する次の一手 インフレ率をコントロールするために4、5回利上げが必要になる可能性も
	空席 副議長			
	ブレイナード理事	1~2	1/12 1/13	インフレ率は高すぎる 3月に利上げ可能、22年内に複数回(several)の利上げを予想
	空席 副議長 (銀行監督担当)			
	ウォラー理事	2	1/13 1/13	インフレ率が2.5%まで下がれば、急速な利上げは必要なくなる インフレ率次第で5回の利上げも
	ボウマン理事	?		
	メスター総裁 (クリーブランド)	1	1/12 1/12	3月に利上げ可能、22年利上げは3回予想 できるだけ速やかなバランスシートの縮小が必要
	ハーカー総裁 (代役)	1	1/13 1/14	3月に利上げ可能、22年は3回か4回利上げ 米経済は改善したが、一部の企業が雇用に苦戦している
	ブラード総裁 (セントルイス)	2	1/6 1/12	3月に利上げ可能、インフレ率が落ち着けば、利上げペースの鈍化も 4回利上げの可能性が高い
ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	1/11	バランスシートの縮小に着手する必要がある	
投票権なし FOMC委員	バーキン総裁 (リッチモンド)	0	1/10 1/14	3月利上げは考えられる 利上げ時期とペースはインフレ率次第
	ボスティック総裁 (アトランタ)	0	1/10 1/11	利上げ後すぐにバランスシートの縮小に着手すべき 3月に利上げ可能、22年は3回利上げの予想
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	2	1/14 1/14	インフレ率が落ち着く兆候は少ない 22年終わりにかけてインフレ率は少し鈍化する見込み
投票権なし FOMC代理委員	エバンス総裁 (シカゴ)	1	1/13 1/13	インフレ率が急速に鈍化しなければ、4回利上げも 22年末に向けてインフレ率を抑えることに対し、金融政策の貢献度は小さい
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	1/13 1/14	3月に利上げ可能、22年は3回か4回利上げ 米経済は改善したが、一部の企業が雇用に苦戦している
	ブラック暫定総裁 (ダラス)	?		
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-1	1/4 1/4	2回利上げ支持 コロナ前の低インフレ環境に最終的には戻ると予想

(資料)各種報道 (注)鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、-はハト派の意。

(22. 1. 25 現在)