

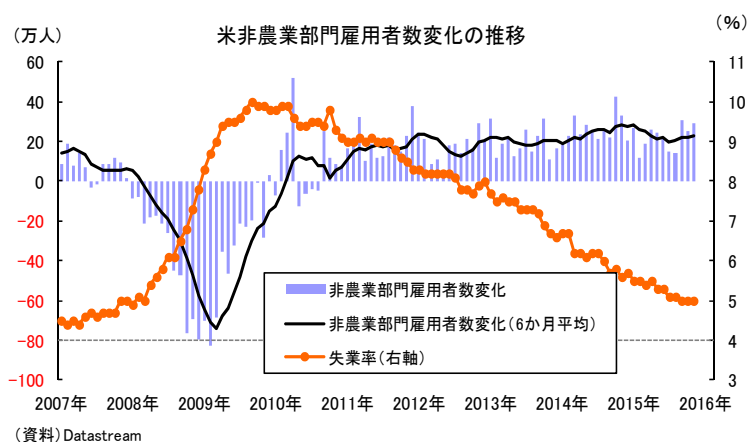
みずほマーケット・トピック(2016 年 1 月 12 日)

Game changer になれなかった米 12 月雇用統計

米 12 月雇用統計は市場予想を大幅に上回る改善。賃金の伸びが鈍いことを悲観視する向きもあるが、不安に思うべきは雇用統計の瑣末な計数ではない。これほどの内容を受けても市場心理が全く改善しなかったことこそ憂慮すべき。昨年も現状に似たリスクオフムードを経験したが、どちらの局面も「米経済指標改善→米株高&米利上げ期待→ドル高」という相場つきの下、一時的な動きとして収束した。この点、昨年までは通用した game changer(≡米指標の改善)が少なくとも年初 1 週間の相場では通用していないというのが現状である。実勢相場が想定為替レートを超えて円高になる動きに続き、今度は IMM 通貨先物取引における円ポジションが 3 年ぶりのネットロングとなるなど、金融市場の追い風を受けて快走してきたアベノミクスにとっては初めて試練らしい試練が訪れている。今月末の会合時点で為替・株の両市場で昨年安値(ドル/円は 115.86 円、日経平均株価は 16592.57 円)を割り込んでいた場合、日銀がこれを完全に無視するのは難しい。

～著しい改善が続く雇用情勢～

先週 8 日に公表された米 12 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比+29.2 万人と市場予想の同+20.0 万人を大きく上回る良好な結果となった。また、10 月分は同+29.8 万人から同+30.7 万人へ、11 月分は同+21.1 万人から同+25.2 万人へ、計+5.0 万人上方修正されている。失業率も 5.0%の低水準が維持された一方で、労働参加率は 62.5%から 62.6%へ持ち直すという前向きな動きも見ら



れている。唯一、平均時給が前年比+2.5%と市場予想(同+2.7%)を下回ったことが楽観できない理由として指摘されているものの、市場の失望を誘うほどの結果とは言えまい。総じて FRB が利上げに向けたファイティングポーズを崩さない理由としては十分な好材料を提供したと言える。だが、過去の本欄でも述べたように、10～12 月期の雇用統計は年末商戦に絡んで一時的に雇用が上振れしやすいという特徴もあり、さらに暖冬の影響で押し上げられているとの評価もある。雇用統計の地力が試されるのはやはり 1～3 月期以降だろう。

～game changer がいない～

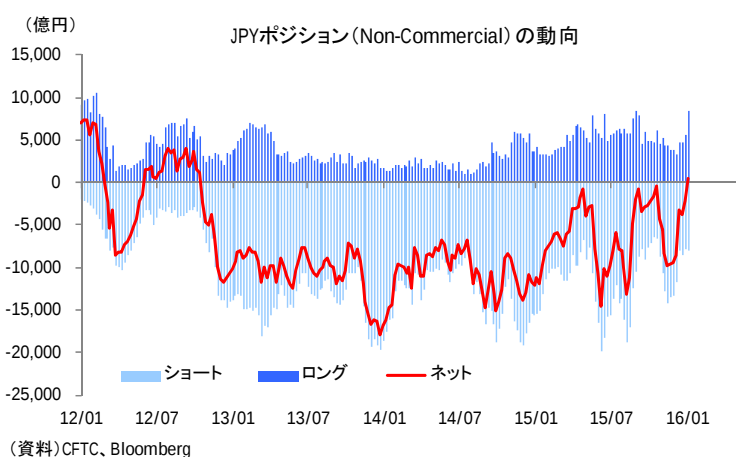
しかし、不安に思うべきは雇用統計の瑣末な計数ではない。これほど良好な雇用統計を受けても

市場心理が全く改善しなかったことこそ憂慮すべきである。雇用統計を受けた為替相場では一時的にドル買いが盛り上がり、ドル/円は 118.85 円まで上昇する場面が見られたものの、結局は 117.27 円で越週しており、リスクオフムードの流れを変えるには至らなかった。先週の本欄では「米 12 月雇用統計が良好な結果となってもこの空気が変わらないのだとすれば、当面はずるずるとリスクオフムードが続いてしまいそう」と警鐘を鳴らしたが、今のところ、この不安が的中する格好となってしまうている。

昨年8月や10月も現状に似たムードに包まれたことがあった。しかし、どちらの局面も、雇用統計を筆頭とする良好な米経済指標を背景に「米経済指標改善→米株高&米利上げ期待→ドル高」との相場つきが主導し、リスクオフムードは収束した。この点、年初から始まったリスクオフムードは米 12 月 ADP 雇用統計、米 12 月雇用統計の予想比大幅改善にも拘わらず、払拭されるには至っていない。言うなれば、昨年までは通用した game changer (≡米指標の改善) が少なくとも年初 1 週間の相場では全く通用していないというのが現状である。

～game changer がいない～

また、今朝発行した『2016 年 1 月 12 日 IMM 通貨先物のポジション動向 (2015 年 1 月 5 日時点)～円が 2012 年 10 月 16 日以来の買い持ちに転じる～』でも確認したように、IMM 通貨先物取引における円の対ドルポジションが遂に 3 年ぶりのネットロングに転じるという動きが見られている。先週の本欄 2016 年 1 月 5 日号『119 円台前半の意味～想定為替レートとの対比～』では実勢のドル/円相場がアベノミクス始まって



以来で初めて日銀短観の想定為替レートよりも円高になっている動きに着目したが、投机筋の円ポジションがネットロングになるのも当然、アベノミクスが初めて経験する動きである。金融市場の追い風を受けて快走してきたアベノミクスにとっては初めての試練らしい試練と言えるかもしれない。

後述するように中国の政策当局の動き如何では今週にも持ち直しの動きは期待できるものの、月末まで現状の動きが引っ張られるのだとすれば、日銀の追加緩和が想起される株式市場の 17000 円割れは十分視野に入る。ドル/円相場に関しては昨年安値である「115.86 円」を守れるかが当座の注目点になろう。筆者は黒田日銀にとってのドル/円の絶対防衛ラインはハロウィン緩和前の地合いである「110 円」割れであり、115 円台ではまだ為替を理由にして追加緩和するほどの水準ではないと考えている。さらに、依然として FRB が利上げに対するファイティングポーズを崩さない中で、自ずと目先の円高余地が限られていることも、日銀が「待つ」ことを可能にするだろう。

しかし、1 月 28～29 日の会合時点で為替・株の両市場で昨年安値(ドル/円は 115.86 円、日経平均株価は 16592.57 円)を割り込んでいた場合、日銀がこれを完全に無視するのは難しい。それほど相場の急変動ならばインフレ期待に与える影響を懸念した上で追加緩和というロジックが持

ち出される可能性がある。115 円以上のドル/円相場や 16000 円以上の日経平均株価が日本経済にとって憂慮するほどの水準とは思えないが、1 か月弱の値動きとして過剰であることは確かであり、政策的な歯止めが必要という判断も確かに頷ける。

～相場の安定に必要なもの～

現状のムードを変え、相場の安定をもたらしてくれるものは何か。やはり中国次第と言わざるを得ない。先週 8 日、中国人民銀行(PBoC)の設定した人民元の対ドル基準値が安値方向ではなく前日比横ばいに設定されたことを受け、金融市場のリスクオフムードは一時的に和らいだ。現状のリスクオフムードの震源地に関しては中東や北朝鮮を巡る情勢不安を指摘する声もあるが、それら地政学リスクよりも中国関連の材料に一喜一憂していることは間違いなく、特に毎日午前 10 時 15 分に公表される対ドル基準値の仕上がりとその日の市場の動きを左右している感は極めて強い。昨年 8 月 11 日の大幅切り下げ以降は、徐々に対ドル基準値がじり高方向に設定され、米経済指標の改善にも背中を押されながら市場心理は改善していった。足許の相場が安定するにはまず PBoC による基準値設定や株式市場におけるサーキットブレーカーの運営などに関し、平時の運営に戻ることが必要条件と考えられる。その上で米経済指標の継続的な改善が再び米利上げ期待を惹起させることが求められるだろう。その道のりは決して平たんではない。

国際為替部
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。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属属まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も……～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～期代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長し唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分))について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平價(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)