

みずほマーケット・トピック(2016 年 5 月 9 日)

薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～

先週 6 日に発表された米 4 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化こそ失望的な内容となったが、平均時給が加速するなど、強弱入り混じった結果に。NFP という「量」が失速している一方で、賃金という「質」が加速している現状を前に、FRB の正常化プロセスが判断の難しい局面に突入している可能性はある。だが、市場は NFP の数字を重視する傾向がある上、現状のように、既にドル相場が上がり切っており、その副作用としての雇用回復の減速懸念が生じ始めている状況では物価高を理由に利上げという政策運営は如何にも遅きに失している感が否めない。引き続き米利上げに関し、「年内ゼロ回」とのシナリオは警戒したい。なお、今年に入ってから米雇用統計は昨年と違って全く相場のゲームチェンジャーになれていない。これは「米国内経済の実態如何に拘わらず、中国を筆頭とする新興・資源国経済の失速を理由に利上げは難しくなる」というのが年初からの一大テーマになっているからだろう。

～現実味を帯びる「年内ゼロ回」～

先週 6 日に発表された米 4 月雇用統計は、非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し前月比+16 万人と、市場予想の中心(同+20.2 万人)に届かず、増加幅としても 7 か月ぶりの小ささとなった。また 2 月分に関しては同+24.5 万人から同+23.3 万人へ、3 月分に関しては同+21.5 万人から同+20.8 万人へ合計▲1.9 万人下方修正されている。失業率に関しては 5.0%と市場予想に一致したものの、求職活動を諦めた層が増加し、労働参加率が 63.0%から 62.8%へ低下した動きを踏まえれば前向きに評価できるものとは言えない。一方、平均時給は前年比+2.5%と 3 月の同+2.3%から加速しており、この点は FRB の正常化プロセスを正当化する動きと言える。こうした結果を受けて FF 金利先物から導かれる 6 月 14～15 日の FOMC の利上げ確率は 10%を割り込んでおり、引き続き「年内ゼロ回」が現実味を帯びているように見受けられる。

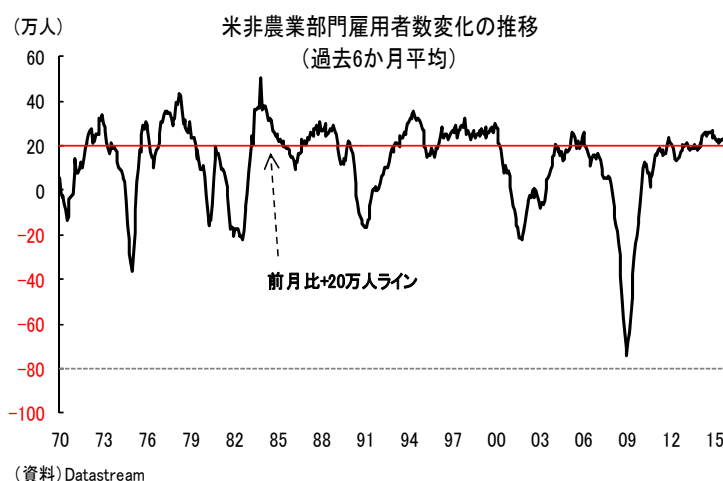
しかし、こうした動きを受けてドル/円相場は一時 106.44 円まで下落したものの、直ぐに値を戻し、本日東京時間は 107 円台で堅調推移している。この動きに関し、「利上げへの道筋が変わっていないとの市場期待を反映している」といった解説が見られるが、これには違和感を覚える。本欄でも執拗に述べているように、そもそも投機的な円ロングポジションが積み上がり過ぎており¹、既存の材料ではドル/円相場の下値を攻めづらくなっているというのが実情なのだろう。

～雇用の「量」的失速を懸念する時～

過去の本欄でも述べたが、NFP が安定的に前月比+20 万人の増勢を確保し続ける状況は歴史的に見ても決して多いとは言えない。例えば IT 革命による生産性向上や財政黒字実現によるドル高政策などが注目された米国史上最長の景気回復局面(1991 年 4 月～2001 年 3 月の 120 か月)で

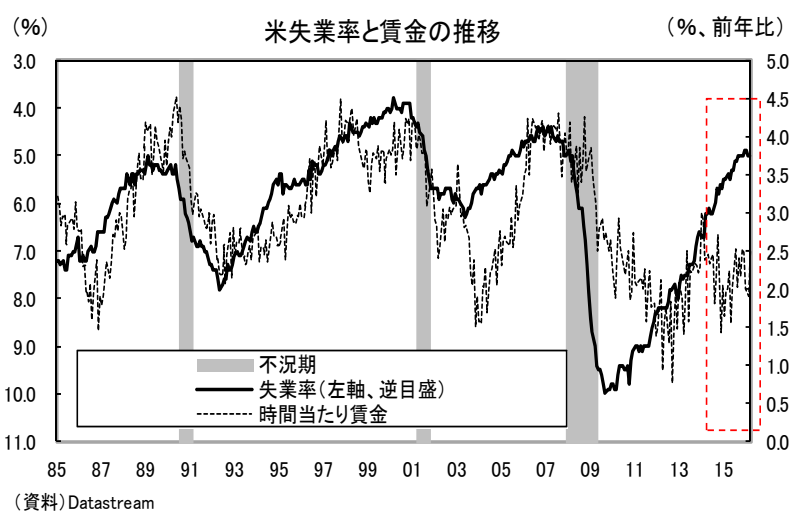
¹ 今朝方発行の『IMM 通貨先物のポジション動向～ドルの売り持ち高は 2013 年 2 月 12 日以来の高水準～』をご参照下さい。

は 51 か月連続(1996 年 5 月～2000 年 7 月)で 6 か月平均が +20 万人の増勢を保った。これに対し、現在は 23 か月連続という長さとなっている。史上最長に比べればまだ距離があると考えられることもできるが、既に折り返し地点に入ったと考えることもでき、だとすれば利上げを本格化させるタイミングとしてはかなりリスクがあるように思えてくる。いずれにせよ、雇用の「量」の回復に関し、失速が始まっているとしてもさほど不思議ではないだろう。また、景気拡大期間を計測した場合、現在の拡大局面は 83 か月目に突入しており、これは全米経済研究所(NBER)のデータが入手可能な 1901 年以降、史上 4 番目の長さになる。「長いからダメ」というのは乱暴な議論だが、「長くなってきたのだから慎重に金融引き締めを検討すべき」という姿勢は一考に値するのではないかと。既に米財務省の司る通貨政策が明示的にドル高相場へのけん制を強めている以上、金融政策もこれと同じ方向を向かざるを得ないはずである。こうした状況下でドル高・円安シナリオを予想するのはやはり政治的にも経済的にも難易度が高い試みに思えてならない。



～雇用統計、「量」と「質」を巡る捻じれ～

片や、冒頭述べたように、賃金が上向き始めているのは確かであり、いずれ物価情勢に跳ねるのではないかと。FRB を利上げに突き動かしても不思議ではない。しかし、景気の改善、雇用の回復に遅行する格好で賃金が強含んでくるのは、元々理論的に想定されていた展開である。結果論だが、いずれやってくる不況に備え、利下げの糊代を作るという観点からは、NFP が +20 万人の基調的回復を続け、ドル高相場も初期段階にあった 2014 年後半から 2015 年前半にかけて複数回の利上げを行っておくべきだったのだろう。現状のように、既にドル相場が上がり切っており、その副作用として雇用回復の減速懸念が生じ始めている状況では物価高を理由に利上げという政策運営は如何にも遅きに失している感が否めない。



いずれにせよ、NFP という「量」が失速している一方で、賃金という「質」が加速している現状を前に、FRB の正常化プロセスが一段と判断の難しい局面に突入している可能性はある。過去 3 年間に

を振り返れば、FRBのデュアルマンドに照らし、「雇用情勢は利上げを正当化しているが、物価情勢は緩和を正当化している」という状況が続いてきた。市場はNFPの数字を重視するため、こうした捻じれ状態があっても大した問題にならなかったが、今後両者の関係が逆転してくるのだとすると、やはり利上げを巡るムードは相当悪くなると考えるべきだろう。

～雇用統計の影響力が薄れている理由～

こうした雇用統計を受けても、さほど為替相場が動かないのは冒頭述べたように①既にドルショート・円ロングポジションが積み上がり過ぎているからという理由に加え、②そもそも年内2回の利上げを信じる向きは少数派となっているからという点も効いているだろう。

実際、今年に入ってから米雇用統計は昨年と違って全く相場のゲームチェンジャーになっていない。これは「米国内経済の実態如何に拘わらず、中国を筆頭とする新興・資源国経済の失速を理由に利上げは難しくなる」というのが年初からの一大テーマになっているからだと思われる。例えば、最近のFOMC声明文は国際経済・金融情勢へのリスクを如何に評価するかが市場参加者の注目ポイントになっている。「金融政策は国内経済・金融情勢を踏まえて運営するもの」という元々無理のあった理屈がいよいよ現実に沿わなくなっているのだろう。昨年来の市場動向を見る限り、人民元相場とドル相場の連動を断ち切る難易度は相当高そうであり、もはや米中ひいては世界経済の安定にとって、緩やかなドル安に伴う緩やかな元安という策が最も有効な処方箋に思えてならない。こうした解釈に立てば、雇用統計がさして為替相場に影響を与えなくなっている背景が良く分かるのではないか。

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5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏經常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の金利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～悔れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
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～為替従属強まる日米欧中銀～
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～