

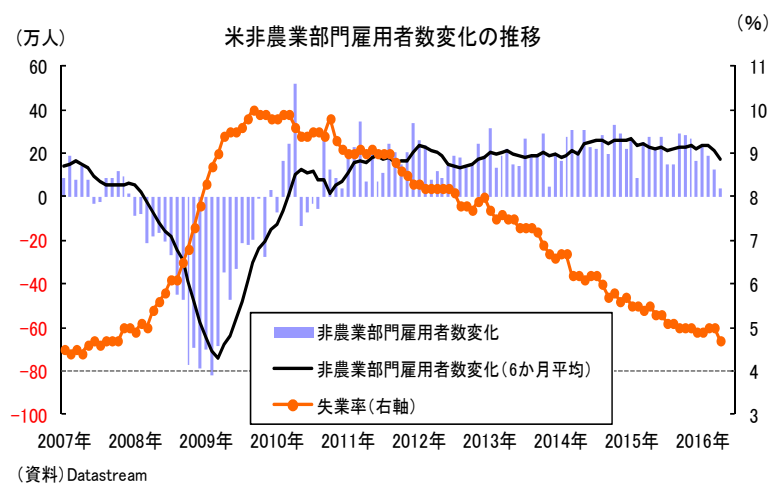
みずほマーケット・トピック(2016 年 6 月 6 日)

米 5 月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～

米 5 月雇用統計は市場予想の下限をも割り込み、年初来の米経済指標では最大のネガティブサプライズとなった。今回の結果に関し、米景気楽観派(ひいては円安予想派)が出来ることと言えば、「3.8 万人」という数字がもはや何らかの要因が重なったことによる「外れ値」であることを祈るくらいだろう。しかし、仮に NFP を巡る状況が今回見られたような水準に切り下がっており、類似の結果が続くのだとすれば、もはや正常化(利上げ)以前の問題。それはつまり、利下げ又は量的緩和(QE)の再開である。円高シナリオを強く主張してきた本欄からしてもこれは相当なリスクシナリオである。しかし、既に米景気の拡大局面は歴史的な長さに及んでおり、現在の好循環が終盤戦、控えめに言っても後半戦に差し掛かっている公算は大きい。とすれば、効果にラグを伴う金融引き締めやそれに付随するドル高を推し進めるのは一種の賭けではないか。米実体経済はドル高を望んでいない。引き続き、本欄では米通貨政策の意向を軸に円高・ドル安予想を堅持する。

～年初来最大のネガティブサプライズ～

先週 3 日に発表された米 5 月雇用統計は非農業部門雇用者(NFP)の前月比に関し、+3.8 万人となり、2010 年 9 月以来、約 6 年ぶりの小さな伸びとなった。市場予想の下限(同+9.0 万人)をも大きく割り込む結果である。また、3 月分は同+20.8 万人から同+18.6 万人へ、4 月分は同+16.0 万人から同+12.3 万人へ、計▲5.9 万人下方修正された。年初来の米経済指標では最大のネガティブサプライズとい



って差し支えない(ちなみに市場予想の中心は同+16.4 万人)。米大手通信会社のストライキが影響したと言われるものの、その影響(約 3.5 万人)を差し引いても結果はかなり弱い。一方、家計調査による失業率は 5.0%から 4.7%へ低下しているが、労働参加率の低下(62.8%→62.6%)を伴うものである。しかも、3 月(63.0%)から比較すれば、▲0.4 ポイントも低下しており、手放しで評価できるものではない。賃金の伸び率は相応に堅調ではないかとの声も聞かすが、経験則に照らせば、前年比+2.5%を続けても個人消費支出(PCE)デフレーターが安定的に+2.0%に達する可能性は低く、そもそも前月比で見れば+0.4%から+0.2%へ伸び幅が半減している。仮に今回の NFP の結果が市場予想通り+16 万人程度でも、賃金がかような動きだった場合、市場はドル売り材料と受け止めた可能性が高い。NFP の伸びが悲惨過ぎて賃金の伸びがましに見えるだけだろう。今回の結果

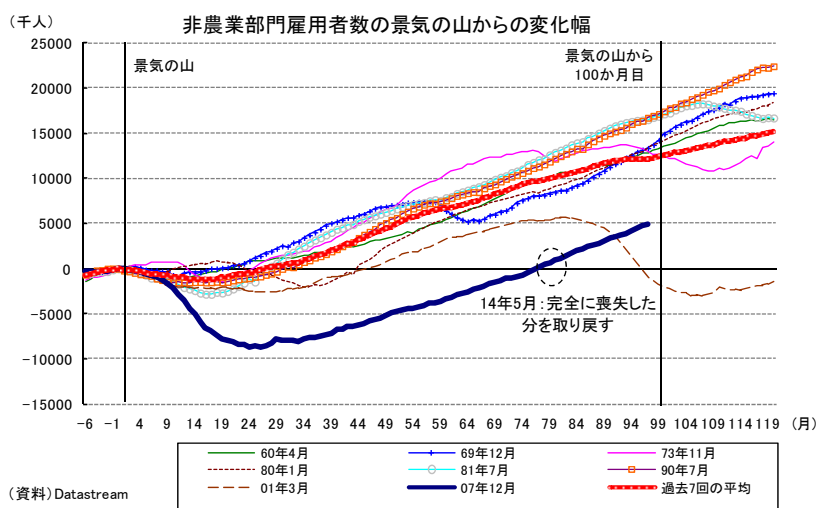
に関し、米景気楽観派(ひいては円安予想派)が出来ることと言えば、「3.8 万人」という数字がもはや何らかの要因が重なったことによる「外れ値」であることを祈るくらいだろう。しかし、これまで繰り返し述べてきた点だが、基調的に前月比で+20 万人という数字が続くこと自体が稀なのであり、実際、最近の目線は昨年までの 20 万人から 15 万人へと切り下がってきている。これが意味する事実は米経済の拡大余地が狭まっていること以外の何物でもない。

～利上げについて:もはや正常化以前の問題～

折しも英国の EU 離脱を賭けた国民投票に関し、世論調査が離脱派優勢に傾いていたことが嫌気されていた状況に今回の雇用統計が重なっており、6 月 14～15 日の FOMC における利上げの芽は完全に摘まれた(FF 金利先物の織り込み確率は 4.0%と直近の 20%超から急低下している)。やはり年内ゼロ回を念頭に円高(というよりもドル安)というシナリオの確度が引き続き最も高そうである。こうなってくると 6 月雇用統計がどの程度の回復軌道を取り戻し、また、5 月分がどの程度上方修正されてくるのかに俄然興味が集まる。上述したように、ここまで断層が生じる結果だと、何らかの「外れ値」である疑いも捨てきれない。一方、仮に NFP を巡る状況が今回見られたような水準に切り下がっており、似たような結果が続くのだとすれば、もはや正常化(利上げ)以前の問題である。それはつまり、利下げ又は量的緩和(QE)の再開である。円高シナリオを強く主張してきた本欄からしてもこれは相当なリスクシナリオである(『中期為替相場見通し』ではその可能性に言及している)。

～もはや次の「山」の到来を警戒する時期～

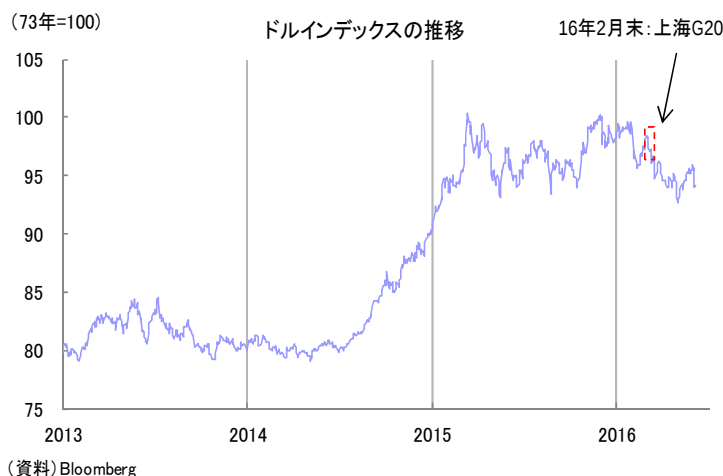
なお、図に示されるように、既に直近の景気の「山」(2007 年 12 月)を起点とした場合、金融危機で失われた雇用は少なくとも「量」の面では完全に復元されている。具体的には 2010 年 2 月に一時 ▲900 万人弱失われていた雇用は、2014 年 5 月に完全に取り戻されており、2016 年 5 月時点では +490 万人の純増となっている。現在(2016 年 5 月)は「山」から数えて 97 か月目だが、過去を例に



取れば、100 か月を超えてくると雇用の増勢が変調してくることも不思議ではなかった(図)。真つ当なバランス感覚の持ち主ならば、もはや次の「山」の到来を警戒する時期だろう。なお、「山」ではなく「底」から数えたものが景気拡大局面の長さとなるが、これは現在 84 か月目(2009 年 7 月～2016 年 6 月)に突入しており、史上 4 番目に長い。「長いからダメ」と言うつもりはないが、景気拡大が終盤戦、控えめに言っても後半戦に差し掛かっている公算はやはり大きい。とすれば、効果にラグを伴う金融引き締めやそれに付随するドル高を押し進めるのは一種の賭けではないだろうか。

～実体経済がドル上昇を認めず～

昨年来の本欄や『中期為替相場見通し』で飽きるほど指摘している論点を改めて強調しておきたい。2016 年の為替相場見通しにおける最大のポイントは米国の通貨政策であり、FRB の利上げ回数や時期などはごく些末な論点と極言して差し支えない。4～5 月に FRB がタカ派に傾斜しドル高相場が勢いを強めることができたのは、1～3 月にドル相場が急落したからであって、「喉元過ぎれば熱さ忘れる」の状況にあったからである。例えば 5 月の 1 か月間でドルインデックスは+3.6% 上昇したが(図)、6 月も同じペースで上昇した場合、ドル相場は既往ピーク(利上げ直前の昨年 12 月初め)に達することになる。そうなれば漸く持ち直してきた ISM 製造業景気指数などに表れる米製造業部門を巡る業況は再び悪化する。図らずとも今回の雇用統計を受けてドルインデックスは約▲2% 急落しており、無難な水準に戻ってきた。実体経済がドル相場の続伸を認めなかったとも読めるだろう。



もちろん、元より完全雇用に近い状態に達しているのだからドル相場云々以前に FRB の金融政策は中央銀行として引き締め路線を取るべきという見方もある。だが、4 月末の為替政策報告書や国際会議毎に漏れ聞こえてくるルー米財務長官の言動などを見る限り、米財務省の通貨政策はどう見てもドル高相場を甘受する覚悟があるようには見えない。要するに、足許では米国の金融政策と通貨政策には捻じれが生じ始めているように見える。いずれはこの捻じれがどちらかに収斂してることが想定されるが、どちらに分があるかは火を見るより明らかだろう。両大統領候補があからさまにドル高を忌避する論陣を張る状況下、政治色の強い通貨政策の意向を金融政策の正論だけで打ち返せるのか。既に述べたように、今後、米経済の拡大ペースが落ちてくる可能性は高く、そうなれば政策正常化という方向自体が正当化されなくなる。斯かる認識の下、金融政策と通貨政策の捻じれ状態は、恐らく前者が後者にサヤ寄せされる格好で修正されてくるだろう¹。

～「水は低きに流れる」もの～

こうした筆者の基本認識に対し「米国側だけに傾斜した分析で問題はないのか」との声を頂戴することがある。誤解を恐れずに「問題はない」と回答したい。確かに黒田日銀総裁率いる本邦の金融政策は常に重要な材料ではある。しかし、短期的に重要というだけであって、中長期的には、これまで述べてきたような大きな流れ(米通貨政策の意向を受けたドル安)を反転させるだけの材料ではない。目先の投機筋の売買動向は当然注目しているが、そうした節操のない取引筋の動向に執心するから本当に大事なことが見えなくなるという問題意識は大事にしたい。為替相場の歴史を振り返って、米国の通貨政策がはっきりと希望する方向感を持っている時に、それが叶わなかったことなどあるだろうか。FRB が QE を筆頭とする緩和策の継続に注力している中で、日銀の金融緩和に

¹ 本欄 2016 年 5 月 25 日号『米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罟」から抜けられず～」をご参照下さい

よって円高・ドル安の流れを断ち切れたことがあるだろうか。米国がドル高ないしドル安にしたければ、それは叶う。世界で最も流通し、保有されている通貨なのだから、これを司る国の政治の意向が最も相場に反映されやすいのは当然である。「水は低きに流れる」のであり、非ドル通貨はこの流れの中でどの程度、逆風(今回であれば通貨高)を弱めることができるかに腐心することになる。米5月雇用統計は、こうした筆者の為替予想を再確認させてくれる材料であったと考えている。

以 上

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年4 月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ボジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7 を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
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～
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フ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	ユーロ圏経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」の米利上げ～
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～侮れない、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	中国版ブ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～逐次投入体制へ～
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