

みずほマーケット・トピック(2016年6月7日)

イエレン FRB 議長講演と米雇用情勢について

昨日のイエレン FRB 議長の講演は強弱入り混じる両論併記だが、「単月の統計では判断しない」旨を述べるなど、あくまで正常化プロセスに向けたファイティングポーズは健在。こうした主張は正論だが、問題は本当に単月で終わるのかどうかである。景気拡大が成熟化している以上、単月で終わらない可能性は十分あり、少なくない市場参加者がそう思っているからこそドルが売られているのだろう。失業率 4.7%は FRB スタッフ経済見通しにおける「長期見通し」のレンジ下限であり、要するに米国の雇用市場は自然失業率(完全雇用)に到達している疑いが強い。理論的に言えば、今後は非農業部門雇用者数(NFP)が増えるのは難しく、賃金の上昇が期待される。だが、既に 7 年以上の景気拡大を続けている状況下で果たして賃金上昇が続くのかは疑問。要するに、FRB が連続的な利上げを行うにあたっては、もはや「時間切れ」の状況なのではないか。

～ファイティングポーズは健在だが・・・～

昨日の為替相場はドル相場が軟調な展開が続いた。注目されたイエレン FRB 議長の講演は強弱入り混じる両論併記となったものの、5月27日の講演で「今後数か月のうちに利上げ」と言い放ったことに比べればやはり弱気に振れた印象は受ける。問題の米 5 月雇用統計に関しては「this past Friday's labor market report was disappointing」と述べ、失望を隠していない。米大手通信会社のストライキなどの特殊要因で割り切れるものであれば、そのような分析を付して市場を安堵させたはずだが、そのようなフォローは特段見当たらなかった。率直に不安材料なのだろう。

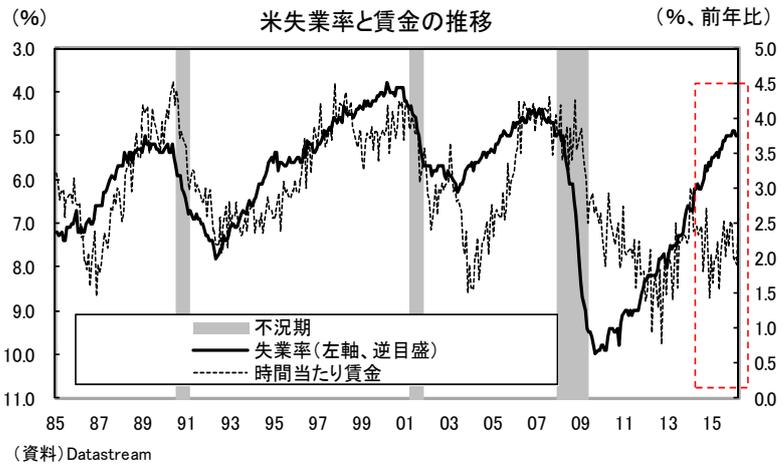
とはいえ、5 月雇用統計の内容こそ失望とされたものの、その発言の前には「the overall labor market situation has been quite positive」との断りが付けられているし、そう述べた後にも「let me emphasize that one should never attach too much significance to any single monthly report」と述べており、単月の経済統計でスタンスが変わるものではない旨を強調している。あくまで正常化プロセスを継続させる姿勢は崩しておらず、この意味でファイティングポーズはまだ健在である。

～もう「時間切れ」という認識～

「単月の統計では判断しない」という主張は正論だが、問題はこの落ち込みが本当に単月で終わるのかどうかである。少なくない市場参加者が継続的な悪化を不安視しているからこそ、ドルが売られ、金利が下がっているのだろう。昨日の本欄でも議論したように、景気拡大が成熟化している以上、単月で終わらない可能性は十分ある。基調的に見た非農業部門雇用者数(NFP)の増勢は明らかに減速しており、前月比+3.8万人は低過ぎるにしても、10万人前後の数字が続く可能性はある。また、失業率 4.7%は FRB スタッフ経済見通しにおける「長期見通し」のレンジ下限であり(今年 3 月時点のレンジは 4.7~5.0%)、要するに米国の雇用市場は自然失業率(完全雇用)に到達している疑いが強い。理論的に言えば、今後は NFP が増えるのは難しく、賃金の上昇が期待される。しかし、

賃金が上昇してくるには「景気拡大が続けば」という前提が必要になる。既に 7 年間も景気拡大を続けている以上、その前提も不安定なものであることは昨日論じた通りである。

元より、近年の雇用統計を見る限り、NFP の数に表れる雇用の「量」に関しては威勢が良かったものの、賃金の伸びなどに表れる「質」に関しては鈍い動きが続いてきた。図にも示されるように、金融危機前は失業率低下と賃金上昇の間に安定的な関係が見受けられるが、過去 3 年間は失業率低下に見合うほどの賃金上昇が生じていない。このような状



況が続いているうちに自然失業率に到達し、景気循環も終盤に近づいているというのが現状だろう。結果論だが、NFP の伸びがピークを迎えていた 2014~15 年に複数回の利上げを行っておけば、現在のような無理筋な正常化プロセスを経験せず済んだ可能性は高い。2 年間に亘って口先だけの正常化ムードを煽ったことでドル高だけが演出され、それが实体经济に引き締め効果を持ったことも FRB にとっては誤算だったのだろう¹。そして、ドル高を受けた米政治情勢(≒財務省や議会)がこれを押さえつけに掛かっているのは周知の通りである。要するに、FRB が連続的な利上げを行うにあたっては、もはや「時間切れ」の状況なのではないかと筆者は考え始めている。

～「基本は現状維持、場合により利下げ」という局面に移行も？～

「時間切れ」の認識が正しいとすると、今後何が起きるだろうか。まず、FRB は「基本は現状維持、場合により利下げ」という局面に移行する。常に利上げの機会を窺っていた局面からいきなり利下げは考えにくいので、まずは FOMC 声明文における政策金利見通しを示す文言 (The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the federal funds rate) に動揺が出てくる可能性などがある。これはファイティングポーズが崩れ始めるということに等しい。その後、軟調な雇用統計、上がらない物価などを受けて、利下げという選択肢が市場で囁かれてくる。円高見通しを主軸としてきた筆者にとっても、そうした展開は想定以上の円高をもたらす(下方向の)リスクシナリオである。こうした展開はリスクシナリオとはいえ、口にするのも憚られる話であったが、実際に心配しなければならない雰囲気が強まってきたように思われる。

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。

¹ 今年 2 月 10~11 日に行われた半期に一度の議会証言でイエレン議長は「2014 年以降の、ドルの急上昇は予想外だった。こうした動きには驚かされたし、物価を抑制することにもなった」と述べ、ドル上昇が想定以上だったことを認めている。

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/egon.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
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～
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	投機ポジションにおける「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と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円安を受けて～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ィ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～基礎通貨には逆らえず～)
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	中国版プラザ合意へ燃える期待について
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「期待への動きかけ」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～