

みずほマーケット・トピック(2016 年 7 月 11 日)

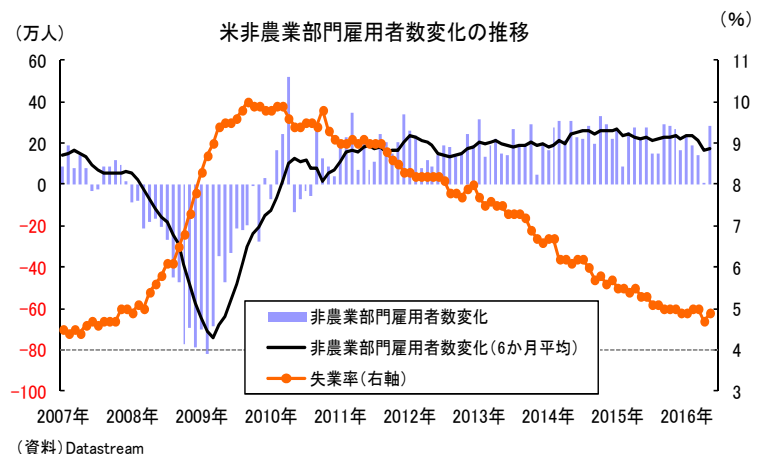
米 6 月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～

米 6 月雇用統計は、非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+28.7 万人と、市場予想を大きく上回った。「利上げに望みをつないだ」という声もあるようだが、筆者は全くそう思わない。また、そう思わない向きが多数派だからこそ再び 99 円へ突っ込んだのだろう。今回の雇用統計では NFP のヘッドラインの強さよりも、これまでの趨勢の減速に着目する向きが目立つ。「単月が強くて減速している」という事実に関して注目が集まり始めたことは重要な変化。この先、安定的に前月比+20 万人超の増勢を確保しない限り、もはや雇用統計がドル高相場の起点となることは難しくなったのではないだろうか。それは市場が FRB の正常化プロセスに漸く半信半疑になり始めたことを意味する(筆者は 1 年前から信用していない)。市場参加者が米利上げへの諦観を抱き始めた状況下、まずは「正常化プロセスの停止」が明示される展開を想定するのが妥当である。

～米利上げへの諦観～

先週末からは米 6 月雇用統計そして本邦参院選挙と大きな材料が相次いだ。結論から言えば、どちらも大して材料視されたとは言えない。特に、後者に関しては国政選挙で政府・与党が大勝しても為替相場は微動だにしていない。与野党間の勢いに関して、あまりにも彼我の差が拡大していることから金融市場では結果を完全に織り込んでいたということなのだろう。

片や、米 6 月雇用統計は、非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+28.7 万人と、昨年 10 月以来の大幅増となり、市場予想の中心(同+18.0 万人)を大きく上回った(図)。こうした強い結果は米大手通信会社のストライキが終わり、情報産業(特に電気通信業)で雇用が増えたことも影響しているが、これを差し引いても強い内容と言える(電気通信業は同+2.8 万人だった)。また、家計調査に基づく



失業率は 4.9%と、+0.2%ポイント上昇しているものの、これは労働参加率の上昇(62.6%→62.7%)を伴う前向きな動きでもある。6 月雇用統計が単月として強めの統計であることは間違いない。

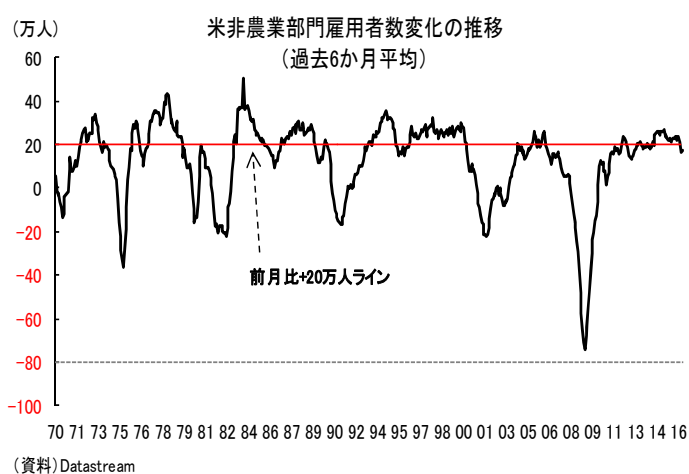
とはいえ、衝撃的な弱い内容となった 5 月分は同+3.8 万人から同+1.1 万人へ下方修正され、6 月に関しても平均賃金は前年同月比+2.6%上昇と市場予想(同+2.7%上昇)をやや割り込んでい。今回の結果を受けて早速、「利上げに望みをつないだ」という声もあるようだが、そもそも前月がこれだけ弱いことから、前月比で見た増分も上振れしやすいという考え方もあろう。何より単月の振

れが激し過ぎるためリアクションに困る。過剰に弱いこともあれば、過剰に強いこともあるというのであれば、やはり今回の結果を安易に織り込むわけにはいかない。昨年 1～6 月は+132.2 万人の雇用増を果たしていたものが、今年 1～6 月は+102.9 万人へと明らかに勢いが弱まっている。

斯かる状況下、6 月雇用統計が良好だったからと言って 7 月 26～27 日の FOMC を live meeting (政策変更が可能な会合) だと考える向きが多数派とはなり得ず、だからこそドル買いは盛り上がっていない。それどころか発表後のドル/円相場は一時 99.99 円と 2 週間ぶりの 99 円台をつけている。後述するように、これは利上げ見通しに対する市場の諦観の表れだろう。『中期為替相場見通し』で想定している通り、二桁定着はそう遠い未来ではなさそうである。

～正常化プロセスへの半信半疑～

6 月雇用統計に関し、ヘッドラインの強さを持って囃す向きはさほど見られず、多くの報道や識者コメントでは、その趨勢に着目する向きが目立つ。「単月が強くても減速している」という事実に関して、注目が集まり始めたことは重要な変化と考



ことを意味する(永らく論じてきたように筆者は 1 年前から信用していない)。現状、NFP の前月比は 6 か月移動平均で+17.2 万人と前月 (+16.9 万人) に続いて+20 万人を割り込んでいるが、今後はこの趨勢をウォッチすることも重要になってきそうである(図)。思えば雇用統計は正常化プロセスが始まった当初の 2013 年には NFP のヘッドラインや失業率だけに注目が集まっていたが、年初から平均時給が取り沙汰されるようになり、足許では趨勢も厳しく判定されるようになり始めた。徐々に難癖が付けられやすくなっているようにも思われ、やはり昨年までのように、良好な雇用統計一発で利上げ期待が加速し、ドル/円相場が急騰するという展開は想像しにくい。

～「ドル高の罠」に異変～

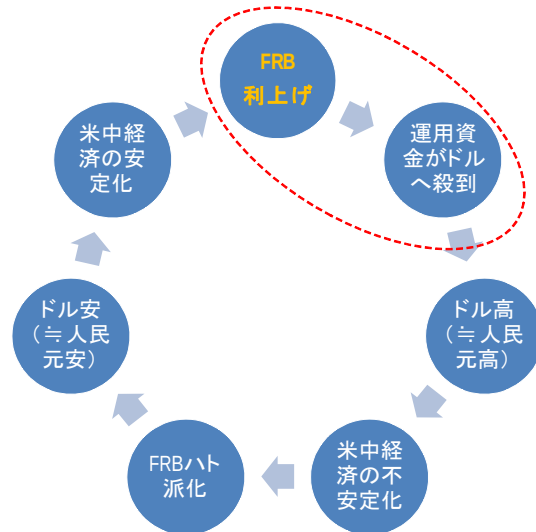
もう本欄では何度も指摘している論点ゆえ詳述は避けるが、世界で利上げできる中央銀行が FRB だけである以上、米国は「ドル高の罠」からどうしても抜けられない¹。実際に利上げをしなくてもその観測が高まるだけで米金利上昇に合わせて運用難民がドルへ殺到する。その自重に耐えかねて通貨・金融政策はハト派化し、ドル相場は押し下げられる。過去 1 年間で見てきた光景である。現状、FRB はまだ建前上は「次の一手」は利上げとしており、ファイティングポーズを崩していないが、本欄 2016 年 7 月 7 日号『FOMC 議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～』でも述べたように、徐々に FOMC 内部では米経済の構造変化に基づいて利上げの難しさを示唆するようなムードも漂

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

っている。ルー米財務長官擁する通貨政策に関しては、もう多くの説明を要しまい。利上げを模索しつつ、その結果としてのドル高を受け入れるだけの度量は今の米国にはない。

しかし、今回は「ドル高の罟」に変調が見られ始めた。上述してきたように、良好な雇用統計にも拘わらず大して円安・ドル高にはなっていない。これは「ドル高の罟」の第一段階である「米利上げ→ドル高」のプロセス(図中、赤点線で囲った部分)が発動しなかったことを意味する。この背景にある思惑は「しょせん利上げなどできない」と思われているか、「利上げしてもどうせ直ぐに利下げする」と思われているかのどちらか(もしくはその両方か)だろう。要するに FRB の正常化プロセスがいよいよ信認を失い始めている状況と見受けられ、市場参加者が利上げに対してある種の諦観を抱き始めているということになる。少

米利上げを巡る悪循環イメージ



(資料)筆者作成

なくとも、もう NFP が強いという事実だけで市場参加者がドルを買い進めることはない。こうした状況を踏まえ今後を見据えれば、まず「正常化プロセスの停止」が検討された後、景気循環に応じた利下げタイミングの模索といったステージに入ってきていると考えるのが妥当に思われる。

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7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経駿則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
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
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レーションとユーロ高懸念
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～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年の経駿則～
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	中国版ブラザグ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～