

みずほマーケット・トピック(2016 年 9 月 5 日)

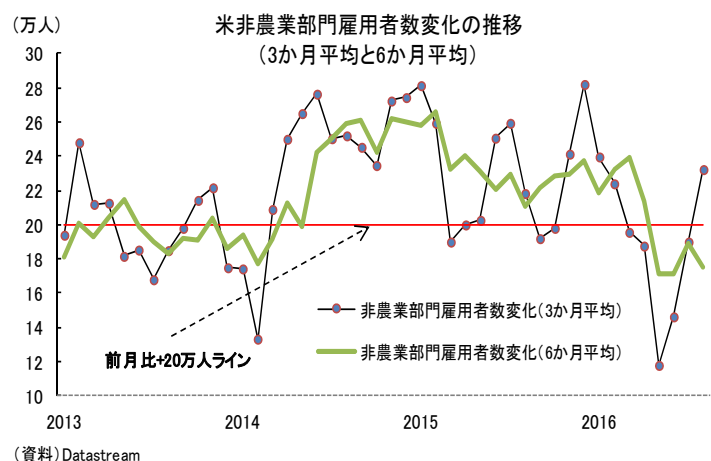
## 足許の円安の本質～「4 か月前の円安」と同質～

米 8 月雇用統計は、非農業部門雇用者数(NFP)の変化に関し、市場予想を下回ったものの、過去 3 か月平均で同+23.2 万人の伸びは堅調と評価するには十分との声もあり、「基調として雇用は改善」との見地に立ち、利上げが敢行される可能性は残る。だが、NFP が好調なのはあくまで最近の話であり、「基調」を重視するならば、米国の雇用情勢は明らかに減速していると評価すべき。そもそも景気拡大局面が成熟に向かう中で、遅行指標である雇用を利上げの道標にすること自体が危ういのである。足許では 9 月利上げ期待に引きずられるように「今後は日米金融政策格差の拡大が期待できるので円安・ドル高へ反転する」といった見通しが散見されるようになっている。だが、筆者に言わせれば、それは 8～9 月の季節限定テーマである。短期的なムードに流されることなく、ドル/円相場の戻り余地を冷静に見極めることが今、最も求められる問題意識。

### ～米雇用の「基調」は明らかに減速～

注目された先週 2 日の米 8 月雇用統計は、非農業部門雇用者数(NFP)の変化に関し、前月比 +15.1 万人と、市場予想の中心(同+18.0 万人)を下回った。6 月、7 月の突出した伸びから一転して、減速傾向が露わになっており、元より緩やかであった賃金の伸びも控えめな伸び幅に収まった。また、7 月は同+25.5 万人から同+27.5 万人へ上方修正されているものの、6 月に関しては同+29.2 万人から同+27.1 万人へ下方修正されているため、過去 2 か月の雇用の増勢イメージは殆ど変わっていない。さらに、失業率も、市場が見込んでいた 4.8%への改善は見られず、4.9%と前月から横ばいとなった。こうした結果を受けて、一方的に膨らんできた 9 月利上げ期待は一旦落ち着いている。

もちろん、過去 3 か月間で同+23.2 万人の伸びは堅調と評価するには十分とも言え、「基調として雇用は改善」との見地に立ち、利上げが敢行される可能性は残る。しかし、図示されるように、NFP の増勢は直近の 3 か月平均こそ改善しているものの、それ以前は明らかに減速しており、これは 6 か月平均で見ても同様の印象が抱かれる。「基調」を重視するならば、米国の雇用情勢は明らかに減速していると評価すべきだろう。引き

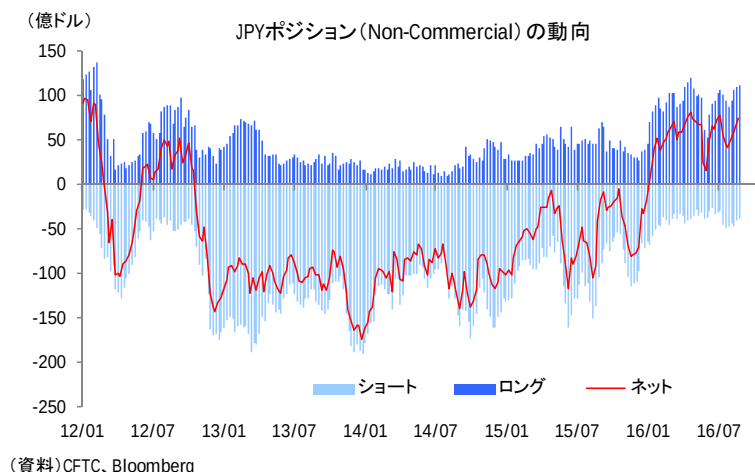


続き本欄では米利上げの有無に拘わらず、現状のドル相場がまだ十分高いために、ここからのドル上昇は困難との見方を維持したい。そもそも景気拡大局面が成熟に向かう中で、景気に対する遅行指標である雇用を利上げの道標にすること自体が危ういのである。ましてその単月分の結果に

金融政策への指標性を求めることは論外だろう。実体経済の減速が露わになる必然の結果として、米国は通貨安を求めることになる公算が大きいという筆者の思いは変わらない。斯かる認識の下、「円高ではなく、ドル安」というのが今後の為替相場にとって最も重要な論点である。

### ～思い返される「4か月前の円安」～

8月雇用統計を受けて9月利上げ観測はやや後退しているものの、ドル/円相場は直近高値圏で堅調を維持している。繰り返し論じているように、こうした円安はポジション調整の域を出ないと筆者は考えている。図に示されるように、今年1月末以降、IMM通貨先物取引に表れる投機筋の円ロングポジションは歴史的な高水準に積み上がっており、最新の8月30日時点では+77.3億ドルのネットロングとなっている。



円安が進み始めたのが8月26日以降であることを踏まえれば、円ロングの解消が進んでいないのは意外だが、9月に入ってから円安は加速しており、今週9日に公表される6日時点のポジションは流石に円ロングポジションの後退が確認されるのではないかと見られる。

より正確には、年初来で積み上がった円ロングポジションは4月末から5月初旬にかけ、米6月利上げ観測の強まりに応じて一旦はほぼ中立化された経緯がある。具体的には、4月19日時点の対ドルの円ポジションは+82.3億ドルのネットロングと過去最高に達していたが、同時期にFRB高官が相次いで6月利上げへ前向きなコメントを発し、5月19日に公表されたFOMC議事要旨（4月26～27日開催分）では「大半の参加者は経済が正当化されるならば、6月利上げの可能性が高いと判断」などの記述も見られたことで、俄かに米利上げ期待が高まった。その結果、円ロングポジションが清算に追い込まれ、5月のドル/円相場は106円台前半から111円台半ばまで5円以上も上昇したのである。だが、その後は6月3日に公表された米5月雇用統計の大幅悪化や英国のEU離脱(Brexit)問題への懸念などを受けて再び円ロングの積み増しが始まり、足許に至っている。

投機筋の需給環境に照らしても、またそれを取り崩すに至っている理由（米利上げ期待の強まり）に照らしても、今起きている円安は「4か月前の円安」と同質のものに思えてならない。

### ～季節限定テーマに惑わされてはいけない～

足許では9月利上げ期待に引きずられるように「今後は日米金融政策格差の拡大が期待できるので円安・ドル高へ反転するはず」といった見通しが散見されるようになっている。筆者に言わせれば、それは8～9月の季節限定テーマに過ぎない。確かに、来るべき9月21日だけに注目するならば、FRBは利上げ可能性が熾り、日銀は総括的検証を経てマイナス金利の深掘りをするというコントラストが生まれる可能性がある。しかも、今回は珍しく日銀会合が終わってからFOMCという時間的順序であり、日銀が失望を招くような政策運営を行っても、数時間後に控えるFOMCの利上げを警戒

して円買い・ドル売りが盛り上がらない可能性がある。そういう意味では「日米金融政策格差の拡大で円安・ドル高」という懐かしの論点に賭けようとする気持ちは分からなくはない。

だが、過去の本欄でも述べているように、米利上げはそれが継続されて初めて円安に貢献できるのである。年1回、利上げできるかどうか分からず、しかも利上げするたびに実体経済を腰折れさせてしまうかもしれないという「怯えた正常化姿勢」では、腰の入った円売りポジションは戻ってこないだろう。これまで幾度も述べているように、利上げを継続して、それに伴うドル買いを放置できるほど今の米景気に強さは感じられないし、それを米政治情勢が許すようにも思えない。短期的なムードに流されることなく、ドル/円相場の残り余地を冷静に見極めることが今、最も求められる問題意識ではないだろうか。そのためには単月の雇用統計や単発の利上げに一喜一憂すべきではない。

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](mailto: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/esgn.html>

| 発行年月日      | 過去6か月のタイトル                                       |
|------------|--------------------------------------------------|
| 2016年9月2日  | 週末版                                              |
| 2016年8月30日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)                      |
| 2016年8月29日 | イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～                      |
| 2016年8月26日 | 週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)                 |
| 2016年8月24日 | 最近のユーロ相場の状況について                                  |
| 2016年8月23日 | 黒田日銀総裁インタビューを受けて                                 |
| 2016年8月22日 | ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)                          |
| 2016年8月19日 | 週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)      |
| 2016年8月18日 | FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～                     |
| 2016年8月17日 | 「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高                          |
| 2016年8月16日 | リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運                            |
| 2016年8月15日 | 本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～                           |
| 2016年8月12日 | 週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)           |
| 2016年8月10日 | 円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～                            |
| 2016年8月5日  | 週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)   |
| 2016年8月4日  | イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～                       |
| 2016年8月3日  | 今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味                           |
| 2016年8月2日  | 欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～                      |
| 2016年8月1日  | 日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)                      |
| 2016年7月29日 | 週末版                                              |
| 2016年7月28日 | FOMCを終えて(7月26～27日開催分)                            |
| 2016年7月26日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年6月分)                     |
| 2016年7月22日 | 週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)                       |
| 2016年7月21日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)                     |
| 2016年7月20日 | 明らかにやり始めたBrexitの下押し圧力について                        |
| 2016年7月19日 | 「空気を読まない」EU政策当局への危機感                             |
| 2016年7月15日 | 週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)                 |
| 2016年7月14日 | 危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～                       |
| 2016年7月13日 | ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～                    |
| 2016年7月11日 | 米6月雇用統計～いよいよ諸報が漂い始めた米利上げ～                        |
| 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  | 経験則に学ぶドル/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～「ドル高の罫」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～「暴凶の緩和スキーム」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～基通通貨には逆らえず～)             |