

みずほマーケット・トピック(2016 年 11 月 7 日)

米 10 月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～

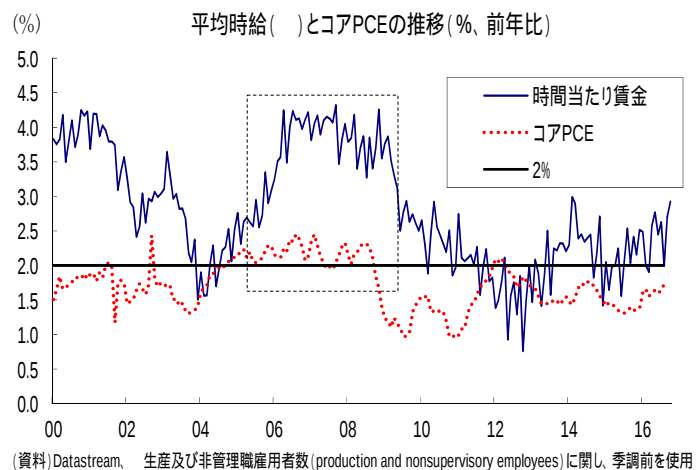
注目の米 10 月雇用統計は完全雇用状態に近い米雇用情勢を確認した格好。平均時給が前年比で+2.8%と 2009 年 6 月以来の伸びを示したことはややサプライズだが、コア個人消費支出 (PCE) デフレーターが安定的に前年比で+2%を超えてくるにはまだ距離がある。また、雇用・賃金情勢はあくまで遅行系列であり、これが目に見えて悪化し始めた場合、政策対応は「時、既に遅し」となっている可能性が高いことも忘れてはならない。今回の雇用統計を受けても筆者の為替見通しの大勢は不変。そもそも、共和・民主両党が左傾化し、保護主義色を強めた今回の大統領選挙の勝者がドル高政策を取るとは思えず。ここに至るまでの性急なドル高と米政治情勢を踏まえるだけでも、ドル相場の続伸を予想するのはやはり憚られる。既に雇用統計の減速は始まっているようにも見受けられ、現在目にしている雇用・賃金の堅調はロウソクの「最後の灯火」にも近い可能性も。今年は過去 2 年半のドル高の調整が殆ど進まなかったが、経済・金融情勢はあくまで「山高ければ谷深し」が常であることを念頭に置いた上で見通しを作りたい。

～メール問題収束でドル/円上昇～

先週末から今朝方にかけての為替相場ではドル/円相場が急伸している。後述するように米 10 月雇用統計は市場予想こそ下回ったものの、賃金の伸びや過去の遡及改定を通じて強い印象を与える結果となり、ドル買いを下支えしている。だが、最大のドライバーとなったのは、コミー FBI 長官が米議会に宛てた書簡において、クリントン氏の私用メール問題は訴追対象にならないとの結論を伝えたことであり、リスク許容度の改善からドルを買い戻す動きが強まっている。こうした流れの中、ドル/円は 104 円前後で推移しており、直近高値圏で明日の投票日を迎えることになりそうである。

～デュアルマંデート実現が近づくものの・・・～

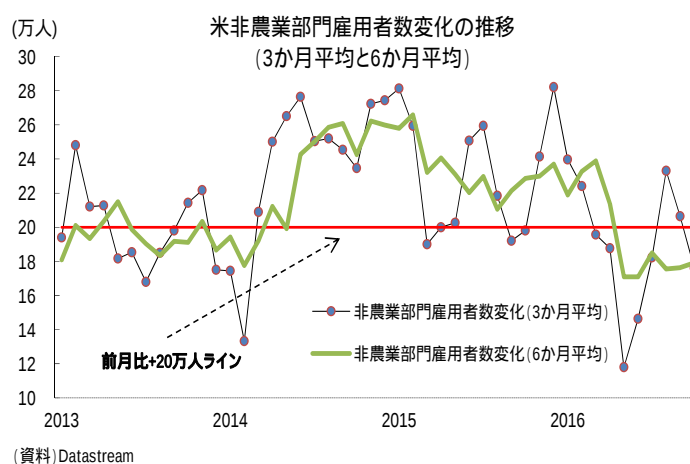
ところで 4 日に公表された注目の米 10 月雇用統計は非農業部門雇用者数 (NFP) 変化に関し、前月比+16.1 万人と市場予想の中心(同+17.3 万人)を若干下回ったものの、8 月分は同+16.7 万人から同+17.6 万人、9 月分は同+15.6 万人から同+19.1 万人へ上方修正されている。一方、失業率は 5.0%から 4.9%へ低下したが、労働力人口が同▲19.5 万人と減少したことで労働参加率も 62.9%から 62.8%へ低下している。いずれにせよ、完



全雇用状態に近い米雇用情勢はその堅調を依然保っていることが確認されたと言える。また、これら雇用者数や失業率の数字もさることながら、今回最大の注目点は平均時給であり、同+0.4%の25.92ドル、前年比では+2.8%と2009年6月以来の伸びを示したことだろう(前頁図)。現状だけを捉えればFRBに課されたデュアルマンドート(雇用最大化と物価安定)の実現に向けて視界は良好であり、米大統領選挙で大きな波乱が無い限り、12月利上げの公算は相当大きそうである。とはいえ、先週の本欄¹でも言及したように、コア個人消費支出(PCE)デフレーターが安定的に前年比で+2%を超えてくるためには、平均時給が安定的に+3~4%という基調を維持していることが必要である(前頁図、点線四角部分)。

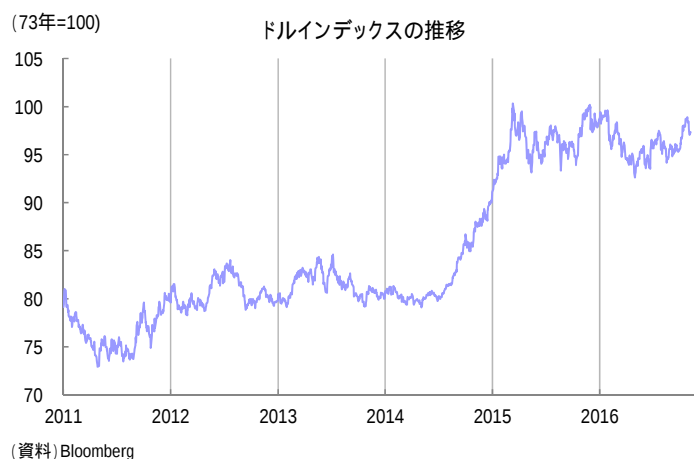
しかし、右図にも示されるように、NFPの増勢は明らかに減速しており、やはり連続的な利上げはハードルが高いように思われる。後述するように、雇用・賃金情勢はあくまで遅行系列であり、これが目に見えて悪化し始めた場合、政策対応は「時、既に遅し」となっている可能性が高い。とすれば、減速が確認されている今こそ保守的な政策運営を取ることが賢明に思われるが、FRBが正常化へ固執する現状を見る限り、そうなりそうにない。

図を一瞥すれば分かるように、昨年までのNFPはあくまで+20万人が当然視されていたことを忘れてはならず、今年はこれが一段切り下がった水準で推移している。



～雇用・賃金情勢の改善は「最後の灯火」か～

今回の雇用統計を受けても筆者の為替見通し(円高シナリオ続行)の大勢は不変である。だが、常々論じているように、米利上げに関して重要なことは「有無」ではなく、それをやったことによってもたらされる「結果」であることを今一度強調しておきたい。2014年半ばから進んできた大幅なドル高は結局、2016年に調整することではなく、水準としては非常に高いまま2017年へ突入しそうである(図)。



ここからさらに利上げを進めてドル相場を続伸させるような通貨・金融政策が、新政権1年目となる米国で許容されるのだろうか。より踏み込んで言えば、共和・民主両党が左傾化し、保護主義色を強めた今回の大統領選挙の勝者がドル高政策を取るというのだろうか。ここに至るまでの性急なドル高と米政治情勢を踏まえるだけ

¹ 本欄 2016年10月27日号『ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～』をご参照下さい。

でも、ドル相場の続伸を予想するのはやはり憚られるというのが筆者の基本認識である。雇用・賃金情勢は確かに堅調だが、景気循環に対する遅行系列であり、これが失速し始めた時にはそもそも利上げの検討自体が論外という局面に陥っている可能性がある。そう考えれば、現在目にしている雇用・賃金の堅調はロウソクの「最後の灯火」にも近いかもしれない。

過去の本欄²でも述べたように、ドル相場を実効ベースで評価すれば、この高止まりの背景には中国の人民元安誘導や英国の EU 離脱 (Brexit) を受けた英ポンド急落も効いているが、本質的には FRB の「孤高の正常化」がもたらした通貨高である。FRB の強気口調や(今のところは)それと齟齬の小さい米経済指標、そして全世界的な金利低下が重なれば、世界の運用資金は当然、ドル建て資産に流れる。そうした過去 2 年半の相場環境は原油価格急落や Brexit といったショックを経験した今年も根本的に変わることはなく越年しそうである。斯かる状況下、2017 年の為替見通しを策定するにあたっては、経済・金融情勢はあくまで「山高ければ谷深し」が常であることを念頭に置いた上で、これまでのドル高が淡々と巻き戻されていく展開を想定しておきたい。

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

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。

² 本欄 2016 年 11 月 4 日号『FOMC を終えて～焦点は 3 回目、4 回目の利上げに～』をご参照下さい。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
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～「国際金融のドリレンマ」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年上半年～
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	明らかにになり始めた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～円の信託を「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～いよいよ論議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 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HICP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「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	投機ボラティリティにおける「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