

みずほマーケット・トピック(2016 年 12 月 5 日)

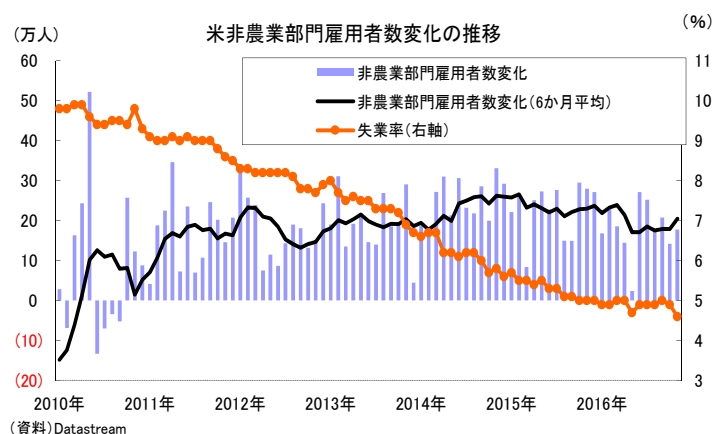
トランプノミクスリスクとなる米国の完全雇用状態

11 月の非農業部門雇用者数(NFP)変化は前月比+17.8 万人と市場予想の中心(同+18.0 万人)と概ね一致した一方、失業率は 4.6%と 9 年ぶりの水準へと改善した。だが、9 月及び 10 月分は下方修正され、平均時給は前月から大きく減速した。過去 3 週間続いた相場つきを正当化したいのであれば、今後出てくる計数は満点回答に近いものを続ける必要があるが、今回の雇用統計はその期待に沿えるほどの内容ではなかったと言える。また、雇用市場が完全雇用状態に接近しつつあるという事実はトランプノミクスの鍵を握るだろうインフラ投資計画にとってリスクにもなり得る。大型予算を組んだところで、人員確保が思うように進まず、執行できる目途が立たなければ画にかいた餅である。筆者は、現段階では、「分かりもしない財政支出の影響」を捉えて右往左往するよりも、「既に起きてしまったことの影響」を注視すべきと考える。11 月だけで米 10 年金利は約 60 ベーシスポイント、ドル相場は約+5%も上昇している。

～11 月雇用統計は満点回答ならず～

今週の為替市場はイタリア国民投票への不安からユーロ全面安でオープンしている。本稿執筆時点では結果が未確定であるものの、既にレンツィ伊首相が辞意を表明しており、事前予想通り、憲法改正は否決される運びとなった。このトピック及び 8 日の ECB 理事会に関しては明日以降の本欄で議論するとして、本日はまず、先週 2 日発表の米 11 月雇用統計とその含意を考えてみたい。

11 月の非農業部門雇用者数(NFP)変化は前月比+17.8 万人と市場予想の中心(同+18.0 万人)と概ね一致した(図)。片や、失業率は前月の 4.9%から▲0.3%ポイント低下した 4.6%となり、9 年ぶりの水準へと改善した(とはいえ、就業率が横這いになる一方、労働参加率が低下した結果でもあり、必ずしも望ましい動きではない)。元より来週 13～14 日にかけて行われる FOMC に関しては+25 ベーシスポイント



の利上げがほぼ完全に織り込まれていたため、「12 月利上げ→ドル買い」といった動きが見られているわけではない。むしろ、今回注目すべきは平均時給が前年比+2.5%と前月から▲0.3%ポイント減速し、市場予想の中心(同+2.8%)も下回ったことや NFP に関して 9 月及び 10 月分が下方修正されたことだろう。特に、平均時給を前月比で見れば▲0.1%と 2015 年 12 月以来、約 1 年ぶりのマイナスとなっている。過去 3 週間続いた「トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)が景気過熱と物価上昇、その先の連続利上げに繋がることでドル全面高になる」という想定を正当化した

いのであれば、今後出てくる計数は満点回答に近いものを続ける必要がある。だが、今回の雇用統計はその期待に沿えるほどの内容ではなかったと言って差し支えない。特に、高まるインフレ期待に水を差す賃金の動きは気がかりであり、この結果を受けてドル相場は軟化している。

～リスクである完全雇用状態～

今回、かなりまとまった幅で失業率が改善したことで米国の雇用市場が完全雇用状態に接近したとの評価はますます強まりやすくなるだろうが、これはトランプノミクスの鍵を握るだろうインフラ投資計画にとって必ずしも良い動きとは言えない。大型のインフラ投資予算を組んだところで、人員確保が思うように進まず、それが執行できる目途が立たなければ画にかいた餅である。完全雇用状態への接近はそのリスクを高める動きとも考えられる。

大統領選挙後に政権移行チームが開設した HP によれば、「Transportation & Infrastructure」に関しては、「Administration seeks to invest \$550 billion to ensure we can export our goods and move our people faster and safer」とあり、5500 億ドルの規模が明示されている。期間は示されていないものの、選挙期間中には「10 年間で 1 兆ドル規模のインフラ投資」との方針が掲げられていたことを踏まえれば、5 年程度の期間を想定して半分の 5500 億ドルということだろうか。もしくは 10 年で 5500 億ドルという現実的な数字を想定した可能性もあろう（なお、HP には財源が明記されていないが、市場はこの手段として本国投資法による民間企業の海外からの資金回帰を想定している）。

となれば、仮に 10 年を想定して年 1100 億ドルの財政支出になったとした場合、名目 GDP 比で +0.6%ポイント程度、5 年を想定して年 550 億ドルならば +0.3%ポイント程度という規模になる。後述するように、足許のドル高と米金利高のペースを考えれば、これは決して安心できる規模ではないと思われ、しかも実際の支出はどんなに早くとも 2017 年後半、恐らく効果の発現は 2018 年以降になる可能性が高い。その上で「完全雇用状態により人員確保が難しく一部執行できず」といった展開に至れば、トランプノミクスが通貨高と金利高で自滅する可能性も懸念されるだろう。

繰り返しになるが、トランプ次期大統領の下での財政出動は共和党議会との調整が円滑に進んだとしても、効果が見えてくるのは 2018 年以降と 1 年以上先になりそうである。とすれば、現段階で労働資源が費消され、完全雇用状態にあることは必ずしも前向きな材料とは言えず、むしろそのこと自体はトランプノミクスのリスクに思われる。現在のユーロ圏のように金融危機後に失われた雇用の殆どが復元されておらず、通貨安や財政出動によって回復する「余地」が大きいならばまだしも、米国や日本は完全雇用に近い状態であり、裁量的なマクロ経済政策が効果を発揮しにくい状態となっていることは重要な論点に思われる。もちろん、完全雇用状態で拡張財政に踏み切れば物価は騰勢を強めやすく、その先の利上げそしてドル買いまで見込みやすいのかもしれない。だが、そうなるにしても 2018 年以降の話であろうし、理論通りならば、超過需要を背景とする物価高が実質所得環境を毀損し、スタグフレーションに陥る可能性も相応にある。

～「既に起きてしまったことの影響」を注視すべき～

筆者は、現段階では、「分かりもしない財政支出の影響」を捉えて右往左往するよりも、「既に起きてしまったことの影響」を注視すべきと考えている。フィッシャーFRB 副議長は 11 月 11 日の講演で「25 ベーシスポイントの 10 年金利低下は米国の GDP を +0.5%ポイント引き上げる」と述べた。だが、

11月に入ってから米10年金利は最大で約60ベースポイント上昇している。副議長の試算に関し、金利の上昇と低下の効果が対照的ならば米国のGDPには▲1.2%ポイントの引き下げに効く話になる。また、本欄でも幾度か引用しているように、ブレイナードFRB理事は2014年6月から2016年1月までの約+20%程度のドル相場上昇について8回分(25ベース×8回≒200ベースポイント)の利上げに相当すると述べた。同じく11月に入ってから動きを見るとドルインデックスは最大で約+5%上昇しており、単純計算では2回分の利上げである。要するに、まだ1ドルも支出していない状態で米金利とドルはかなりの金融引き締め効果をもたらしている恐れがあるが、市場は無条件でこれを乗り越えられると決めてかかっているのが現状である。ここに危うさはないのだろうか。

また、実体経済に関し、「既に起きてしまったこと」に目をやれば、冒頭で見てきたように、金融引き締めをけん引するドライバーたる雇用市場が完全雇用状態、即ち改善の打ち止めが近いという現実直面しつつある。その上で、今月で米景気の拡大局面が90か月目(史上3番目の長さ)に到達しているという循環的要因も軽視はできない。こうした経済・金融状態に重ねてFRBが連続的な利上げを実施しても、米経済が失速しないなどということがあり得るのだろうか。

そもそも、トランプ次期大統領に関し、「就任後は現実路線に転換し、保護主義政策は控えるはず」という市場の想定も怪しいものである。既に環太平洋経済連携協定(TPP)からの離脱が表明された上で国内製造業の保護をちらつかせる発言も散見されており、外交手法に対する懸念も指摘され始めている。危うい兆候は少しずつ漏れ伝わりつつある。こうした状況を踏まえれば、現時点で警戒すべきは大統領の意思で直ぐに動ける通貨・通商政策ではないだろうか。『中期為替相場見通し』では来年4月の為替政策報告書を1つのターニングポイントとして警戒しているが、本当にドル高に危機感を覚えるならば、トランプ次期大統領がそこまで我慢する筋合いもない。史上稀に見る左傾化・保護主義化した大統領選挙の勝者がこれほど一方的な通貨高を容認し続けるという想定自体、根本的に難があることも今一度思い返したいところである。いずれにせよ、頼みの綱であるインフラ投資を主軸とする財政出動に完全雇用という「壁」が迫っていることに関しては、もう少し市場からの懸念があっても良いように思われる。

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.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12月2日	週末版(トランプノミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のバロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。'現実味'は帯びたが'現実化'はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のボリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～'超異常'から'異常'そして'正常'へ～
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～
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のテーパリング観測～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～注目はバロメーター修正の'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～いいよは諦観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緩和とリスク～ 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'～)