みずほマーケット・トピック（2016 年 12 月 13 日）

米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～

現状の米国を見る限り、「分かりもしない財政支出の影響」よりも「既に起きてしまったことの影響」を心配したい。これに関し、頭の体操をかねて、幾つかの試算を紹介してみたい。例えばフィッシャーFRB 副議長の過去の発言を踏まえれば、11 月に見られた 70 ベーシスポイントの米 10 年金利上昇は米国の GDP を▲1.4%ポイント引き下げる効果を持つ。また、ブレイナード FRB 理事の過去の発言を踏まえれば、11 月に見られた+4%のドル高は単純計算で 2 回弱の利上げの効果を持つ。これまでに実施された利上げは 1 回でも、金融環境は猛烈に引き締まっている疑いが否めず。また、過去に示された FRB のモデルや米商務省試算に従えば、+4%のドル高は約 60 万人の雇用喪失に直結する可能性もある。そのほか不動産や耐久消費財など、金利感応度の高い消費・投資は今後下押しされる恐れ。財政出動で景気を熱する前に強く冷やし続ける時間が長引いてしまえば、結果的に米国経済が風邪を引いてしまうことになりかねない。

～FOMC を前に手仕舞いへ～

昨日のドル/円相場は一時 116.12 円まで上昇したが、その後は本日から明日にかけて開催される FOMC を控え、手仕舞いの動きが拡がっている。昨日の本欄でも述べたように、既に起きている米金利とドルの急騰は緩やかな正常化を志向する FOMC の想定を遥かに超える動きと思われ、敢えて自分からタカ派寄りの情報発信を行い火に油を注ぐような真似はしない可能性が高い。市場もそのような想定の下、手仕舞いを進めているのだろう。真っ当に考えても、1 か月で約+15 円ものドル/円相場の上昇は「過度な変動」以外何物でもないはずであり、反落は当然警戒すべきである。

～金利高とドル高に対する FRB 高官発言～

なお、過去の本欄[1]でも述べたように、現段階では「分かりもしない財政支出の影響」を逡巡するよりも、「既に起きてしまったことの影響」を懸念すべきと筆者は考える。前者は、5500 億ドルというインフラ投資の規模こそ政権移行チームの HP から把握できるものの、実際のところその詳細はまだ分からないことが多い。しかし、後者は明らかであり、11 月だけで米国の長期金利は最大で約+70 ベーシスポイント上昇、ドルインデックスも最大で約+4%上昇している。過去にも紹介したように、金利とドルの動きがもたらす影響に関しては、FRB 高官から以下のような発言が聞かれている：

- *▲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（16 年 11 月 11 日、フィッシャーFRB 副議長[2]）*

[1] 本欄 2016 年 12 月 5 日号『トランプノミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態』をご参照下さい。

[2] U.S. Monetary Policy from an International Perspective, Vice Chairman Stanley Fischer, At the 20th Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, Chile (via videoconference) November 11, 2016

- *FRB/US モデルの推計に従えば、14 年 6 月から今年 1 月までのドル相場上昇は（中略）FF 金利にして+200 ベーシスポイントの利上げに相当（16 年 9 月 12 日、ブレイナード FRB 理事[3]）*

前者のフィッシャー副議長発言に関し、金利の上昇と低下の効果が対照的とすれば、+70 ベーシスポイントの 10 年金利上昇は米国の GDP を▲1.4%ポイント引き下げる効果を持つ。また、今年 9 月 12 日の講演でブレイナード 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 ベーシス×8 回　200 ベーシスポイント）の利上げに相当すると述べた。この点、+4%のドル高は単純計算で 2 回弱の利上げの効果を持つ。こうした状況を見る限り、これまでに実施された利上げはたった 1 回でも、金融環境は猛烈に引き締まっている疑いがある。

～+4%のドル高は 60 万人の雇用喪失？～

これだけではない。FRB が過去に公表した推計モデル[4]によれば「10%のドル高」は貿易収支を 3 年間で GDP 比▲1.5%悪化させる。既に見たように、ドルインデックスを尺度とすれば 11 月だけで+4%のドル高が発生しているが、これは FRB の推計に従えば、貿易収支を GDP 比▲0.6%悪化させる動きになる。仮に、米国の GDP を約 19 兆ドルと仮定した場合、0.6%は 1140 億ドルである。この点、今年 8 月に米商務省[5]が発表した試算によれば、輸出増加に関する雇用創出効果は 10 億ドル当たり 5279 人となっている。仮に輸出減少に関しても対照的に効果が表れるとした場合、1140 億ドルの輸出減少は約 60 万人（　5279 人×114）の雇用が喪失する話になる。もちろん、これらは頭の体操に過ぎない。だが、少なくとも製造業に従事する白人労働者層の支持を得てトランプ氏が大統領に選出された経緯を踏まえると、ドル高が政治的に不愉快な現象であることは確かだろう。ちなみに、2014 年 6 月以降の 2 年半で発生したドル高は当然、+4%では済まず、ドルインデックスで見れば+30%弱に及んでいる。これが時間をかけて雇用を圧迫するのだとしたら、やはり来年以降の雇用市場への影響は気になるところではある。

なお、ドル高で発生した失業に関し、「完全雇用の下では直ぐに仕事は見つかるのでマクロで見れば損失は限定的」といった声も見られる。しかし、真っ当に考えれば製造業から非製造業への雇用シフトがシームレスに発生するという想定が現実的とは思えず、そのまま労働市場から退出し、労働参加率の低下に直結する展開が高い蓋然性を帯びているように感じられる。

～熱する前に冷やせば風邪を引く～

このほか、米金利が上昇したことによって当然、金利感応度の高い不動産（代表的には住宅）への投資意欲はもちろん、自動車に代表される耐久消費財への消費意欲も萎えてくることが予想される。

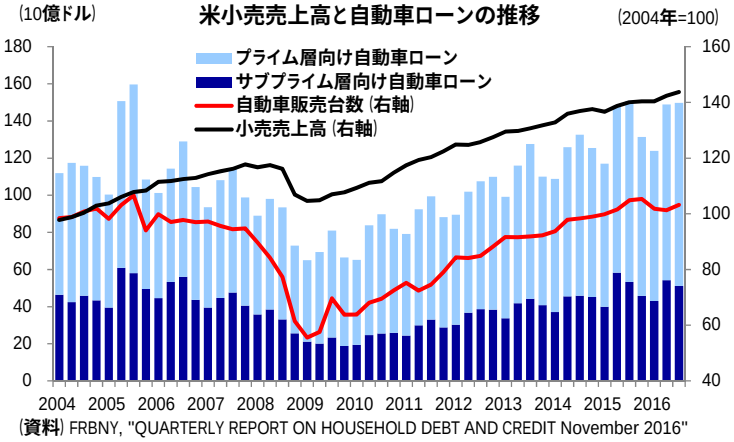
---

[3] the "New Normal" and What It Means for Monetary Policy, Governor Lael Brainard, At the Chicago Council on Global Affairs, Chicago, Illinois, September 12, 2016

[4] The Dollar in the U.S. International Transactions (USIT) Model, Joseph Gruber, Andrew McCallum, and Robert Vigfusson, February 8, 2016

[5] Jobs Supported by Exports 2015: An Update, Office of Trade and Economic Analysis International Trade Administration Department of Commerce. April 8, 2016

米国の好調な個人消費の背景に自動車販売があったことは比較的よく知られているが、既に昨年の初回利上げを跨いで減速が顕著になっていた経緯がある。その後、今年に入ってから持ち直しが見られている背景には堅調な実体経済があったものと思われるが、年初から9月末までの間に長期金利は最大で約▲95ベーシスポイント(2.26%-1.32%)も低下している。これが一時的に自動車ローンの背中を押した可能性は否めないだろう。現状に目をやれば、既に述べたように、11月の1か月だけで最大+70ベーシスポイント(2.41%-1.71%)上昇しており、1～9月期の金利低下分を吐き出した格好となっている。真っ当に考えれば、この影響が年明け1～3月期以降に顕現化してきても不思議ではない。



以上見てきた米金利高やドル高の悪影響は恐らく実際に発生するだろう影響の一部に過ぎないと思われる。この悪影響を、どの程度の現実感と深刻度を持って評価するかが2017年見通しの要諦になるのは間違いないだろう。景気刺激効果の発現が2018年以降に想定される一方、その副作用としての景気抑制(通貨高・金利高)が日増しに強まっている現状はいわば「熱する前に冷やしている」状況である。熱するまでの時間がまだまだ不透明で時間が掛かりそうなことを思えば、実体経済の失速感が露わになってくる可能性はやはり心配せざるを得ない。熱する前に強く冷やし続ける時間が長ければ、結果的に米国経済が風邪を引くことになりかねず、それはFRBの正常化プロセスにブレーキをかけることになるだろう。

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に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12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版（ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～）
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
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	ユーロ相場の展望～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ポリシーミックス～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～②
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）