

みずほマーケット・トピック(2023 年 1 月 10 日)

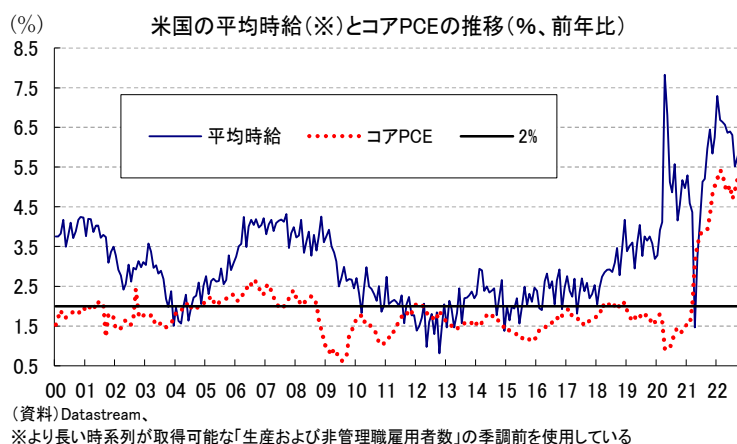
米 12 月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～

ドル/円相場が乱高下している。日銀に対する過剰なタカ派期待の後退を受けて急騰したが、米 12 月雇用統計における平均時給の伸び鈍化を受けて急落する展開。もっとも、これは若干無理筋な反応。賃金の騰勢が鈍化しているとはいえ、コアベースで見た個人消費支出(PCE)デフレーターが「安定的に 2%」と言える軌道まで戻るには相応の時間がかかりそう。確かにフルタイム雇用とパートタイム雇用の勢いが足許では逆転し始めており、それ自体は景気後退に伴うインフレ圧力の緩和を予見させる。しかし、雇用統計以外に雇用動態調査(JOLT)における各種計数を見れば、依然として米労働市場の需給は逼迫しているように見える。市場予想に比べて平均時給の伸びが緩かったこと自体は確かにハト派的な事実だが、そうした単月の統計や当局の情報発信をもって pivot 期待を膨らませることを FRB は明確に嫌気している。「春以降は米金利低下とドル安が加速」という展開を既定路線のように議論することには慎重でありたい。

～株を買い戻したかっただけ？～

先週 6 日にかけてドル/円相場は乱高下となった。日本時間 6 日には複数の関係者発言として「イールドカーブコントロール(YCC)の運用見直しの影響と効果を見極める局面にあり、現段階でさらなる修正を急ぐ必要はない」と報じられたことで、ドル/円相場は一時 135 円弱まで急騰している。その後に発表された米 12 月雇用統計では非農業部門雇用者数が前月比+22.3 万人と市場予想の中心(同+20.3 万人)を大幅に上回り、失業率も前月の 3.6%から 3.5%へ低下している。3.5%は約 50 年ぶりの低水準であり、パンデミック以前はこの水準が米経済の好調を象徴する数字のように使われていた。当然、FRB の政策運営に関してタカ派色が強まるかに思われたが、平均時給が同+0.4%から同+0.3%へ減速したこと(前年比でも+4.8%から+4.6%へ減速が確認されたこと)に焦点が集まり、逆にハト派期待が強まっている。後述するように、これは若干無理筋な反応にも思える。

雇用統計を受けてドル/円相場は 131 円台まで急落しているが、「2023 年は円高」という期待に支配されている為替市場全体のムードに照らせば「130 円台を維持している」という印象の方が強いかもしれない。年初に見られた 129 円台はあくまで「日銀が利上げ(マイナス金利解除)に踏み切る」ことを織り込んだ動きであり、その可能性は少なくとも現行体制の続く今後 3 か月程度に関しては否定された格好である。今後、新体制下での利上げが確実視されたり、



FRB の政策運営がハト派方向へ急旋回を見せない限り、ドル/円相場が 130 円割れで定着するのは難しいと考えたい。また、前頁図に示すように、賃金の騰勢が落ち着いているとはいえ、それがコアベースで見た個人消費支出 (PCE) デフレーターを「安定的に 2%」と言える軌道まで引き戻すまでには相応の時間がかかりそうである。金融市場の反応 (株高・金利低下・ドル安) は、単純に株を買い戻したい向きが多かっただけではないかという印象も抱かれる。

～確かに利上げ効果は確認され始めているが・・・～

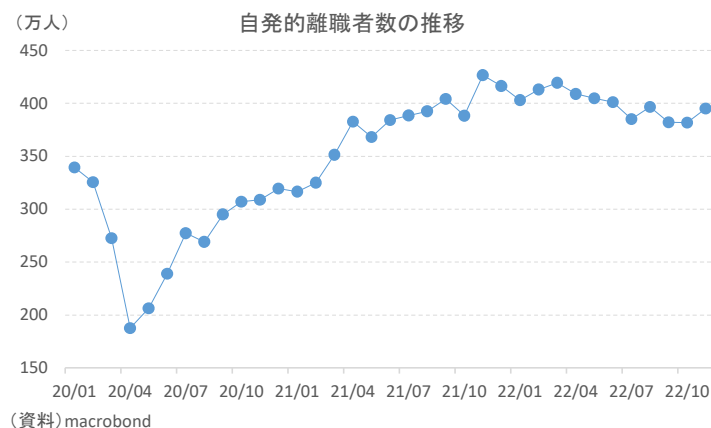
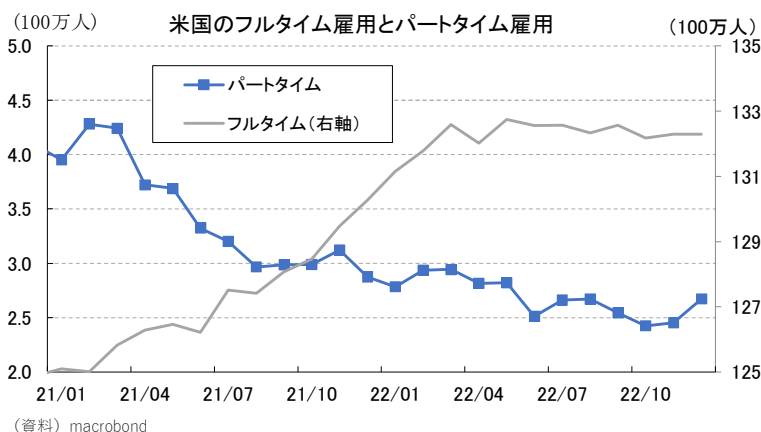
NFP 全体が強いにもかかわらず、賃金の騰勢が緩んでいるということは労働者の単価が切り下がり始めている可能性を示唆する。こうした挙動は雇用形態に関し、コストの高いフルタイムよりもコストの安いパートタイムが優勢になっている時に表れやすく、実際にその兆候はある。例えば雇用者数の変化に関し過去 12 か月累積で見た場合、フルタイムは約+1.6%増えている

一方、パートタイムは約▲7.0%減っている。しかし、過去 6 か月に限定すればフルタイムは約▲0.2%、パートタイムは約▲9.2%と共に減少している。直近である過去 3 か月に限定すればフルタイムが約▲0.2%減少している (6 か月前と 3 か月前でフルタイム雇用者の水準が変わっていない) のに対し、パートタイムは約+5.0%と増加している。変化は緒に就いたばかりなので幅を持つてみる必要があるが、こうしたフルタイム雇用とパートタイム雇用の勢いが逆転する様子は景気が拡大から縮小に向かう過程で起こりやすい現象である。利上げの効果は徐々にしかし確実に浸透している。

もともと、利上げ効果の顕現化は文字通り「徐々に」しか進んでいない。例えば米雇用動態調査 (JOLT) における自発的離職者数は労働者の強気 (≒ 労働市場における需要超過) を示す計数として注目されるが、ピークアウトというよりも高止まりという表現の方が正しいように見受けられる。高水準の自発的離職者数は依然としてより良い労働条件を求めて転職が可能な状況があることを意味している。

FRB が本格的に pivot を検討するにあたっては雇用統計に限らず、JOLT も含めた総合的な判断を下すはずである。人手不足が顕著と言われていた宿泊・飲食や教育・医療といった業種の求人数もピークは打ったように見えるものの水準自体はまだ高い状態にある。そうした業種の求人も顕著に減ってこなければ、賃金上昇圧力も残存してしまう懸念はぬぐえない。

市場予想に比べて平均時給の伸びが緩かったこと自体は確かにハト派的な事実ではある。しか



し、それだけをもって FRB の明確な pivot を期待するのはやはり無理筋に思える。FOMC 議事要旨(12月13～14日開催分)で確認したように、こうした単月の統計や当局の情報発信をもって大げさに pivot 期待を膨らませることを FRB は明確に嫌気している。「春以降は米金利低下とドル安が加速」という展開を既定路線のように議論することにはまだ慎重でありたい。

市場営業部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているのか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メロニー新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義