

みずほマーケット・トピック(2023 年 3 月 3 日)

内容 1. 為替相場の動向

2. 来週の注目材料

3. 本日のトピック: 賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～

1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、136円を挟んだレンジ推移も、米金利上昇を背景に小幅ながら上昇した。週初27日、136.44円でオープンしたドル/円は、材料難の中、小動き。海外時間は、米金利低下を背景に136円台前半でじり安推移となった。28日、ドル/円は相場材料に欠いて引き続き136円台前半での値動き。海外時間は、フランスとスペインの2月消費者物価指数(CPI、速報)の強い結果を受けたユーロ買い・円売りを背景に137円を目指す展開。その後は米2月コンファレンスボード消費者信頼感の軟調な結果を受け、米金利低下につれ反落、結局はぼぼ往って来いで引けた。月明け1日、ドル/円は仲値にかけ136円台半ばに上昇も、その後は小動き。海外時間は、ユーロ買い・ドル売りが波及し一時週安値となる135.25円まで下落も、米2月ISM製造業景気指数における仕入れ価格指数の上昇が材料視され、インフレ再燃懸念より米金利は上昇し、ドル/円も136円台前半を回復した。2日、ドル/円は前日の流れそのままに米金利上昇、136円台後半に続伸。海外時間は、米10～12月期単位人件費(確報)が速報値から大幅に上方修正され、賃金上昇圧力が嫌気され米金利上昇とともに一時週高値となる137.10円に値を伸ばした。137円台は昨年12月以来の高値。本日のドル/円は、ドル買いが一服し、136円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、欧州各国における2月CPIの強い結果を受け上昇した。週初27日、1.0554でオープンしたユーロ/ドルは、北アイルランド問題に関し英国とEUが合意に達したとの報道を受け、ポンド買い・ドル売りが波及し1.06台前半に上昇。28日、ユーロ/ドルはフランス・スペインの2月CPI(速報)が市場予想を上回り欧州金利上昇につれ1.06台半ばに続伸も、NY時間には欧州金利の反転とともに1.05台後半に反落した。1日、ユーロ/ドルは独1月CPI(速報)の良好な結果を受け一時週高値となる1.0691に上昇も、引けにかけてはドルの買い戻しで上値は押さえられた。2日、ユーロ/ドルは米金利続伸を受け1.06台前半でじり安推移。ユーロ圏2月消費者物価指数(速報)はコア指数が過去最高の伸びとなるも反応薄、欧米金利差拡大が継続し1.05台後半まで下押した。本日のユーロ/ドルは、ドル買いが一服し1.06付近での取引となっている。

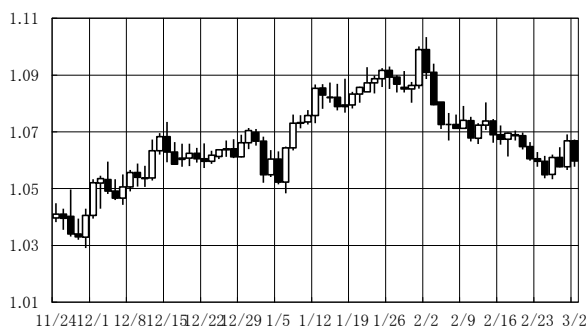
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週			
		2/24(Fri)	2/27(Mon)	2/28(Tue)	3/1(Wed)	3/2(Thu)
ドル/円	東京9:00	134.63	136.44	136.33	136.37	136.20
	High	136.52	136.58	136.92	136.47	137.10
	Low	134.05	135.92	135.73	135.25	136.03
	NY 17:00	136.52	136.24	136.23	136.22	136.78
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0600	1.0554	1.0609	1.0573	1.0668
	High	1.0614	1.0620	1.0645	1.0691	1.0672
	Low	1.0536	1.0533	1.0574	1.0567	1.0577
	NY 17:00	1.0545	1.0609	1.0576	1.0670	1.0598
ユーロ/円	東京9:00	142.66	144.01	144.63	144.16	145.26
	High	144.00	144.53	145.46	145.35	145.56
	Low	142.18	143.59	143.87	144.07	144.82
	NY 17:00	143.91	144.54	143.97	145.35	144.91
日経平均株価		27,453.48	27,423.96	27,445.56	27,516.53	27,498.87
TOPIX		1,988.40	1,992.78	1,993.28	1,997.81	1,994.57
NYダウ工業株30種平均		32,816.92	32,889.09	32,656.70	32,661.84	33,003.57
NASDAQ		11,394.94	11,466.98	11,455.54	11,379.48	11,462.98
日本10年債		0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
米国10年債		3.95%	3.92%	3.93%	3.99%	4.06%
原油価格(WTI)		76.32	75.68	77.05	77.69	78.16
金(NY)		1,817.10	1,824.90	1,836.70	1,845.40	1,840.50



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、10日(金)に2月雇用統計が公表予定となっている。前回1月は非農業部門雇用者数が+51.7万人(前月比、以下同様)と12月(修正後:+26.0万人)からは伸びが大きく加速、市場予想の+18.8万人を優に上回る結果だった。民間サービス部門が+39.7万人と大幅増で、医療・社会扶助部門や娯楽・宿泊部門など幅広い業種で増加。財部門も+4.6万人と伸びが加速。政府部門も+7.4万人と雇用者増に転じた。また、失業率は3.4%と、53年ぶりの低水準となった。加えて、労働参加率(労働力人口÷生産年齢人口)は、非労働力人口の増加を背景に62.4%と2か月連続で上昇。一方で、平均時給は+0.3%(前月比、以下同様)と12月から鈍化し、市場予想と一致。堅調な雇用者増に鑑みると労働市場の逼迫は継続している一方、賃金上昇圧力については緩和の兆しあることが示唆された。今回の賃金動向の結果も下旬に予定されているFOMCでの政策判断の材料となるだろう。7日(火)～8日(水)に実施されるパウエルFRB議長の議会証言も併せて注目したい。なお、2月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、非農業部門雇用者数を+21.5万人としている。失業率については3.4%、平均時給は+0.3%の予想となっている。
- 本邦では、9日(木)～10日(金)にかけて、黒田総裁体制下最後の日銀金融政策決定会合が開催予定。前回1月会合では、イールドカーブ・コントロール(YCC)を軸とした大規模金融緩和政策の現状維持を決定。フォワードガイダンスや、マイナス金利政策も現状維持。一方で、共通担保オペに関しては拡充が決定され、金融機関へ向けた低利での中長期の資金供給が可能とした。今回の決定は金融機関により高い利回りの日本国債を購入するインセンティブを与え、YCCを補完する緩和策の一環とするのが日銀の意図だろう。片や、1月の決定が来るべき正常化に向けた地均しであるとして、将来的なYCCの運営見直しを想定する市場参加者も存在している。もっとも、YCC撤廃やマイナス金利解除が黒田総裁の任期中(次回会合)に行われる可能性は依然として低い。また植田新総裁候補の下であっても、日米の景気循環の一致性を考慮に入れば、FRBによる利下げが本格的に検討されるまでの間しか金融政策正常化の機会は残されていないだろう。植田氏は黒田体制と比べ「現実路線」を歩む公算が大きいものの、政策修正を行うとしてもYCC撤廃やゼロ金利解除にとどまり、少なくとも通常の金融緩和に関しては継続する可能性が高い。

	本 邦	海 外
3月3日(金)	・1月失業率/有効求人倍率 ・2月非製造業PMI(確報)	・ユーロ圏2月非製造業PMI(確報) ・米2月非製造業PMI(確報) ・米2月ISM非製造業景気指数
6日(月)	—————	・ユーロ圏3月センチックス消費者信頼感 ・ユーロ圏1月小売売上高 ・米1月製造業受注/耐久財受注(確報)
7日(火)	・1月毎月勤労統計	・米1月卸売在庫(確報) ・米パウエルFRB議長議会証言(8日まで)
8日(水)	・1月经常収支 ・2月景気ウォッチャー調査 ・1月景気動向指数(速報)	・ユーロ圏10～12月期GDP(確報) ・米2月ADP雇用統計 ・米1月貿易収支 ・米1月JOLT求人件数
9日(木)	・10～12月期GDP(確報) ・2月工作機械受注(速報) ・日銀金融政策決定会合(10日まで)	—————
10日(金)	・2月企業物価指数 ・黒田日銀総裁会見	・独2月消費者物価指数(確報) ・米2月雇用統計 ・米2月財政収支

【当面の主要行事日程(2023年3月～)】

日銀金融政策決定会合(3月9～10日、4月27～28日、6月15～16日)

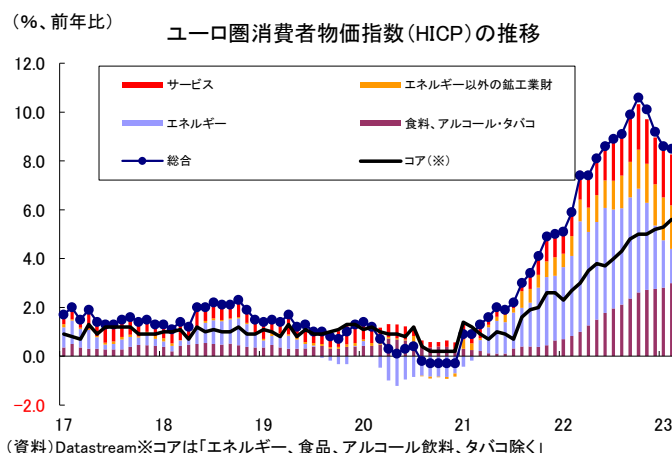
ECB政策理事会(3月16日、5月4日、6月15日)

FOMC(3月21～22日、5月2～3日、6月13～14日)

3. 賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～

物価上昇の主役は完全にエネルギー以外へ

昨日発表されたユーロ圏 2 月消費者物価指数 (HICP) は前年比+8.5% (以下全て前年比) と市場予想の中心 (+8.3%) を上回った。また、食料およびアルコール・タバコを除くコアベースでは+5.6%と前月の+5.3%から加速し、こちらも市場予想の中心 (+5.3%) を上回っている。ヘッドラインのインフレ率の減速ペースが鈍化し、基調的なインフレ率は加速するという ECB にとっては非常に不愉快な仕上がりとなっている。図示される通り、徐々にしかし確実に総合とコアの伸び率格差が縮小しており、資



源価格高騰や供給制約で押し上げられていたコスト高が幅広い財・サービスに波及している可能性は拭えない。項目別にみると引き続きエネルギーは+18.9%から+13.7%へ顕著な減速がみられる一方、変動の大きい食料およびアルコール・タバコは+14.1%から+15.0%へ、エネルギー以外の鉱工業財も+6.7%から+6.8%へ、なにより懸案のサービスも+4.4%から+4.8%へ加速している。特にサービスの伸び幅は史上最大を更新し続けており、後述するように、政策理事会内で高まる賃金インフレへの懸念と整合的である。明らかに物価上昇の主役がエネルギーからエネルギー以外にシフトしているのが現状だろう。

政策理事会の賃金インフレへの警戒はかなり強い

サービス価格の伸びは賃金の伸びに起因すると考えて差し支えない。この点、昨日公表された ECB 政策理事会議事要旨 (2 月 2 日開催分) でも注目される記述が多数見られた。まず現行の政策金利水準に関しては「基調的なインフレ圧力と照らし合わせれば、現行の政策金利水準に関し“過剰な引き締め (overtightening)”という判断は時期尚早 (premature) である」としており、近々に利上げが停止される雰囲気は全くない。その上で、今回の議事要旨では賃金への言及が非常に多かった。実際、「wage」という単語が議事要旨に登場した回数を数えてみると、昨年 9 月は 37 回、10 月は 41 回、12 月は 19 回だったが、今回 (2 月) は 52 回と特に多かった。

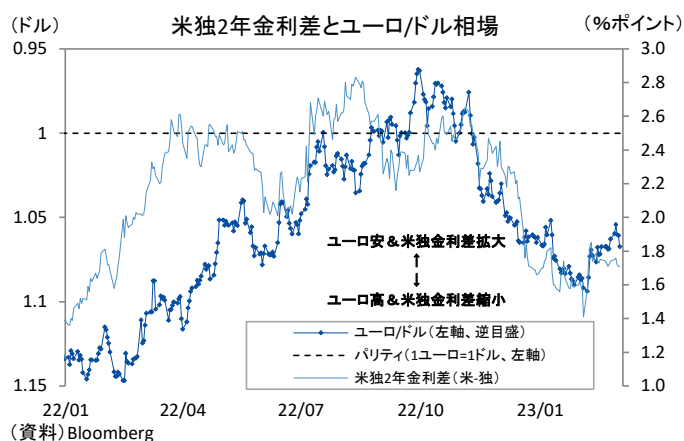
2 月議事要旨中では「賃金上昇圧力がインフレに対する二次的波及効果を理解する上での鍵」とされ、「2～3 か月前までは穏当な動きであったが、現在は明確な加速 (a clear acceleration) がある」と警戒度が上がっている。そのほかにも「経済活動の減速にもかかわらず、労働市場は例外的に逼迫した状況 (exceptionally tight) が続いている」、「労働集約的なサービス業に対するインフレ圧力は減退しそうにない (unlikely to abate soon)」、「ECB の注目する賃金指標は非常に力強い伸びを示しており<中略>より持続的な賃金の伸び (more persistent wage growth) に繋がるかもしれない」など、賃金がインフレの展望においてリスクであることを隠していない。片や、「仕事を変える人 (job movers) の方が現職に残る人 (job stayers) よりも賃金の伸びは高いとみられることから、それ自体は労働生産性の伸びに寄与する」というマクロ経済的な視点から、必ずしも賃金の伸びがインフレ圧力に直結するわけではないという見方も紹介されている。とはいえ、最低賃金が引き上げられるような現状はやはり賃金全体の水準

が押し上げられる展開に至ることが懸念されるため、看過できないというトーンが強い。結論として「賃金物価スパイラルの兆候について幅広い同意があるわけではないが、仮に生産性の伸びを勘案したとしても、現在の賃金の伸びが2%のインフレ目標と整合的とは言えない」と締めくくられている。これほど賃金について警戒度が強い状況下、+50bpを+25bpに減速させる判断は簡単ではないだろう。

ターミナルレートは4%？

なお、金利先物市場の織り込みに目をやれば、2023 年中の預金ファシリティ金利は現在の2.50%から4.00%近くまで引き上げられると見られている。3月の+50bpが公約されているため、残り+100bpが4月以降の6回の会合で引き上げられるかどうかである。1回+25bpとしても4回あれば到達する（年内最後の2回は据え置きで可である）水準はそれほど無理な想定とは言えないだろう。仮にFF金利が巷説で予想される通り5.00%程度をターミナルレートと

するならば両者の政策金利差は100bp程度まで縮小することになる。図示されるように、昨秋より進んできたユーロ高傾向はこうした欧米金利差の縮小に応じた動きであったため、ECBのタカ派姿勢がさらに強まるという展開はユーロ高へ直結してくるだろう。その上で天然ガスを筆頭とする資源価格の調整が顕著に進んでいることを踏まえれば、域内の貿易黒字は再び世界最大規模に回帰する可能性が高い。金利と需給という2大要因に照らしてユーロ相場の大崩れを予想するのは引き続き難しいと考える。



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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分) 日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
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～
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	伊メローニ新政権、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」の現実味～)
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