

## みずほマーケット・トピック(2014 年 5 月 13 日)

## 米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～

「何故米金利が上がらないのか」という照会を頻繁に受けるようになってきている。現状で見聞きされる米金利の低下要因はどれも首肯できるもので、説得力がある。例えば、最近の労働参加率低下は潜在成長率低下に繋がるものであり、ひいては均衡金利水準の低下を意味している可能性もある。ただ、仮に米金利低下がある程度正しいものだとすると、「Conundrum(謎)」と指差されるべきは低い米金利ではなく、高い米株の方という考え方になってくる。この点、「米株の上昇は自社株買いによって無理に支えられている」との仮説は気になるところで、事実、自社株買いの動きと S&P500 指数の動きは平仄が合ってきたという経緯。潜在成長率低下を前提とすれば、实体经济において期待収益率が高そうな投資機会が乏しいために自社株買いをしている可能性も。

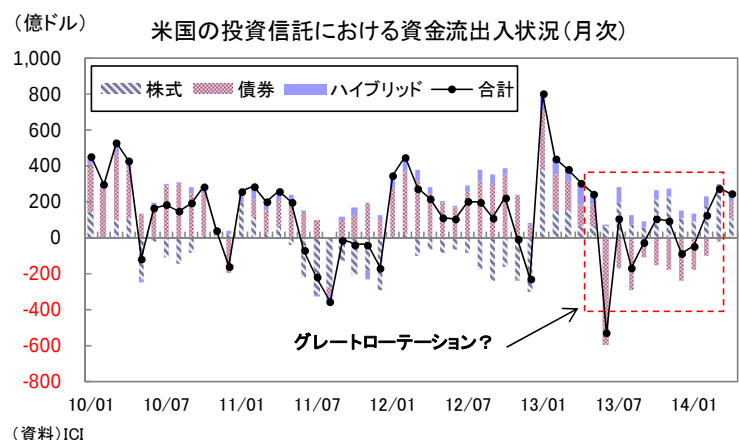
## ～本邦経常収支等を材料に 102 円台回復～

昨日の為替相場は円が下落する展開。東京時間午前より 2013 年度経常黒字が過去最小となったことを材料に円は売り優勢となった。そのうえ、S&P500 指数が過去最高値を更新するなど米株の堅調な強さも相俟ってドル/円は 102 円台を回復している。また、今晚公表される米 4 月小売売上高が上振れするとの見方などから米金利が上昇したこともドル買いの手掛かりとなった模様である。

## ～米金利低下の要因:どれも相応に説得力あり～

昨日こそ上昇したものの、今年に入ってから米金利の頭の重さに首を傾げる向きは多い。金融政策では FRB が資産購入額を減らし続け、経済指標では 4 月失業率が 6.3%と遂にかつての閾値(6.5%)を割り込んでいる状況なども踏まえれば、確かに低位安定する米金利の状況は「Conundrum(謎)」<sup>1</sup>である。実際、「何故米金利が上がらないのか」という照会をよく受ける。現状で見聞きされる金利低下の背景を整理すると、①ウクライナ情勢等を背景に投資家のリスク許容度が縮小していること、②そもそも 2013 年半ば以降、米国債は売られ過ぎであること、③FRB の利上げは遙か先と思われること、④米国の潜在成長率低下に伴い均衡金利水準も低下していること、などが挙げられる。

どの背景も相応に説得力のあるものである。例えば、②に関して、2013 年 5 月のバーナンキ元 FRB 議長による議会



<sup>1</sup> FRB が FF 金利誘導目標を引き上げる一方で、長期金利が低下する現象について、グリーンズパン元 FRB 議長が「謎」(conundrum)と呼んだことが有名である (2005 年 2 月議会証言)。

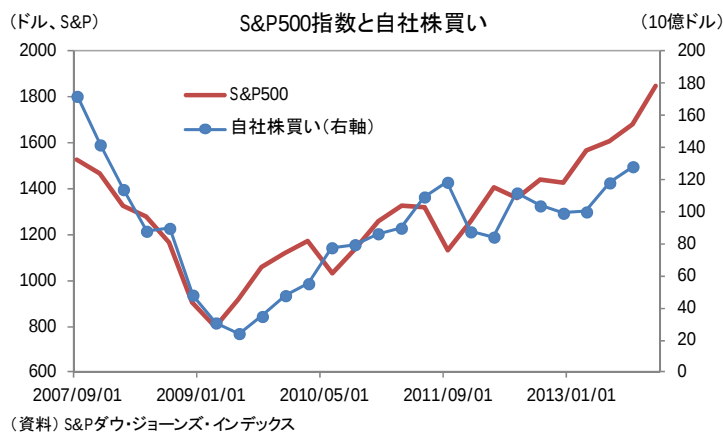
証言以降、「債券から株へのグレートローテーション」を新たなトレンドとして持て囃す向きが強まった。実際、米国の投資信託にまつわる資金流入出を見ると(前頁図)、そのトレンドは明らかであり、2013年6月から2014年3月までの10か月連続で債券投信から流出超となり、その金額は計▲2070億ドルに達した。一方、同じ10か月の間に株式投信には1418億ドルが流入超、株・債券のハイブリッド型投信には473億ドルが流入超となっており、文字通り「債券から株へ」の資金シフトが生じていた。最近の堅調な米国債はこの極端な動きの揺り戻しに過ぎないとの評価は有り得る(ただ、それにしては米株の調整は限定的であり、この点が後述する米株高懸念に繋がる)。

また、③や④も首肯できる部分が大きい。例えば、④に関しては最近の指標面からも解説が可能である。米4月失業率が大幅に低下したにも拘わらず、最終的には為替相場がドル売りで反応したのは労働参加率が歴史的な低水準まで落ち込んでいることを悲観視したためという評価がもつぱらである。成長会計上、労働力人口の減少は投入できる生産要素(ヒト・モノ)の減少を意味し、潜在成長率低下に繋がるため、これに見合った均衡金利水準も低下することになる。また、今月7日(水)の議会証言でイエレンFRB議長が国内リスクとして住宅市場の減速に言及した以上、市場が早期利上げ観測を後退させるのはごく自然な展開である。

### ～Conundrum(謎)なのは米株高の方?～

問題は①をどう理解するかである。現状ではFRBに限らず、ECBも日銀も地政学的リスクの高まりを指摘する状況にあって、投資家のリスク許容度縮小が安全資産である米国債への需要を高めているとの仮説は恐らく正しように思える。ただ、そうだとすると、3月以降、常に過去最高値付近で取引されているS&P500指数の水準などはどう説明するのか、という問題が生じる。

この点、「米株の上昇は自社株買いによって無理に支えられている」との仮説は有り得る。事実、自社株買いの動きとS&P500指数の動きは平仄が合ってきたという印象が強く、実体経済において期待収益率が高そうな投資機会がないから自社株買いをしている可能性がある。もちろん、自社株買いには「今後の成長期待を踏まえれば、自社株が割安」との経営判断が効いている可能性もあるが、昨今のデフインフレ傾向や上述した潜在成長率の低下懸念などを踏まえると、前者の背景を重くみたいところである。そう考えると、「Conundrum(謎)」と指差されるべきは米金利ではなく米株の方なのかもしれない。



以上

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](mailto: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/esgn.html>

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                         |
|-------------|----------------------------------------------------|
| 2014年5月13日  | 米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～                          |
| 2014年5月12日  | 13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～                        |
| 2014年5月9日   | 週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)              |
| 2014年5月8日   | イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～                        |
| 2014年5月7日   | ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～                           |
| 2014年5月2日   | 週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)      |
| 2014年5月1日   | 日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて                            |
| 2014年4月25日  | 週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)      |
| 2014年4月23日  | オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？                           |
| 2014年4月21日  | 円キャリー取引を巡る環境について                                   |
| 2014年4月18日  | 週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)          |
| 2014年4月17日  | 完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～                            |
| 2014年4月16日  | 米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～                        |
| 2014年4月15日  | 説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～                        |
| 2014年4月14日  | アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～                         |
| 2014年4月11日  | 週末版                                                |
| 2014年4月7日   | ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～                         |
| 2014年4月4日   | 週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)         |
| 2014年4月3日   | 物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ                          |
| 2014年4月2日   | 外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～                         |
| 2014年4月1日   | ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～                           |
| 2014年3月28日  | 週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)             |
| 2014年3月26日  | 本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～                      |
| 2014年3月25日  | 遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～                          |
| 2014年3月24日  | 拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～                           |
| 2014年3月20日  | 週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)            |
| 2014年3月14日  | 週末版                                                |
| 2014年3月11日  | 今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～                           |
| 2014年3月10日  | 本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～                         |
| 2014年3月7日   | 週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)             |
| 2014年3月6日   | 最近の証券投資動向～スタートダッシュに預いた日本株～                         |
| 2014年3月4日   | ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて                       |
| 2014年3月3日   | ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～                        |
| 2014年2月28日  | 週末版                                                |
| 2014年2月26日  | 欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～                            |
| 2014年2月25日  | 佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～                           |
| 2014年2月24日  | G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて                                |
| 2014年2月21日  | ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて                     |
| 2014年2月20日  | 相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～                        |
| 2014年2月19日  | 日本化を否定する独連銀理事講演の読み方                                |
| 2014年2月18日  | 本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」                        |
| 2014年2月14日  | 週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)      |
| 2014年2月13日  | 混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～                       |
| 2014年2月10日  | 基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～                       |
| 2014年2月7日   | 週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)                   |
| 2014年2月6日   | 「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～                      |
| 2014年2月5日   | 円安と株高の出自は違う～最近の為替・株相場について～                         |
| 2014年2月4日   | ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～                      |
| 2014年2月3日   | ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか                     |
| 2014年1月31日  | 週末版                                                |
| 2014年1月30日  | 欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて                          |
| 2014年1月28日  | 最近の日経平均株価の下落などについて                                 |
| 2014年1月27日  | 新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて                         |
| 2014年1月24日  | 週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)               |
| 2014年1月23日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～                      |
| 2014年1月22日  | IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～                    |
| 2014年1月21日  | BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について                          |
| 2014年1月20日  | 最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について                     |
| 2014年1月17日  | 週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)                   |
| 2014年1月16日  | 燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態                             |
| 2014年1月15日  | 円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～                       |
| 2014年1月14日  | 潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～                         |
| 2014年1月9日   | 週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎていたECB。政策変更のトリガーが視界不良に～) |
| 2014年1月8日   | ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～                         |
| 2014年1月7日   | 2014年の円相場の見通し、論点おさらい                               |
| 2013年12月27日 | 週末版                                                |
| 2013年12月26日 | 2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～                      |
| 2013年12月20日 | 週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)                 |
| 2013年12月19日 | FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～                        |
| 2013年12月18日 | ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音                              |
| 2013年12月17日 | 「アスムセンなき政策理事会」を考察する                                |
| 2013年12月16日 | 最近の相場をどう解釈すれば良いのか                                  |
| 2013年12月13日 | 週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)                 |
| 2013年12月10日 | 米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～                       |
| 2013年12月9日  | 米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて                       |
| 2013年12月6日  | 週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)                     |
| 2013年12月5日  | 直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感                         |
| 2013年12月4日  | 緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～                           |
| 2013年12月3日  | 103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える                          |
| 2013年12月2日  | ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～                         |
| 2013年11月29日 | 週末版                                                |
| 2013年11月27日 | ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～                         |
| 2013年11月26日 | ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて                            |
| 2013年11月25日 | ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか                               |
| 2013年11月22日 | 週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)   |
| 2013年11月20日 | 本邦10月貿易統計などについて                                    |
| 2013年11月19日 | 最近の欧米資本フローから見る為替相場                                 |
| 2013年11月18日 | 再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁                              |
| 2013年11月15日 | 週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)         |
| 2013年11月14日 | 衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～                      |
| 2013年11月13日 | バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える                       |
| 2013年11月12日 | ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大                            |
| 2013年11月11日 | 11月ECB理事会について～ドラギ・プットの芽生え？～                        |