

みずほマーケット・トピック(2018年2月6日)

## やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来

昨日5日の米株式市場も先週2日に続き急落し、史上最大の下げ幅を記録。引き続き米金利の上昇が株売りの理由に使われるFRBにとってはかなり厳しい地合いが続いている。足許では米金利上昇に相関して円安・ドル高になるのか、株価下落に相関して円高・ドル安になるのかの二者択一を巡って非常に多くの照会を受けている。これは明らかに だろう。過去の経験則に照らしても、リスク回避ムードが高まり、株価が軟化している最中に円安・ドル高が進むというケースは稀である。現状でも、そのペースが限定されているというだけで円高が進んでいるという事実には変わらない。国内における「強固な資金循環」および、その裏表としての海外における「巨大な対外純債権」によって円の信認は磐石であり、危機時こそ本領を発揮する特徴は健在と考える。過去1年間続いてきた米イールドカーブのフラット化が示唆してきた不安な未来はやはり正しかったと言える。引き続きドル/円相場の下値模索を予想したいところ。

### ～暴かれるFRBの「建前」～

昨日5日の米株式市場も先週2日に続き急落した。NYダウ平均株価は前週末比▲1175.21ドル(▲4.6%)安の24345.75ドルと年初来の上げ幅を吐き出し、昨年12月8日以来、約2か月ぶりの安値で終えている。下げ幅は史上最大となった。引き続き米金利の上昇が株売りの理由に使われるFRBにとってはかなり厳しい地合いが続いている。これだけ大きく下げれば自律反発も期待できようが、この地合いが根本的に変わらない限り、FRBの政策運営は再考を余儀なくされよう。

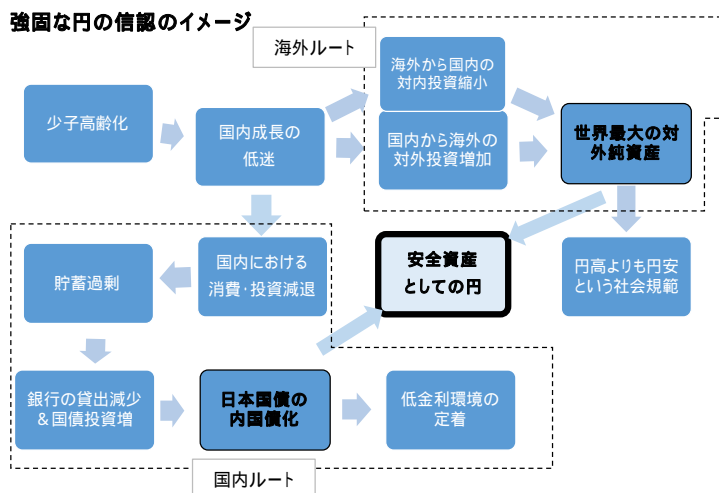
本来、考えてみればおかしい話である。今回の調整局面は米1月雇用統計の平均時給の結果がインフレ懸念の高まりを呼び、これが利上げ観測を強めたことから株売りに繋がるという経路を辿っている。しかし、そもそも将来的なインフレ懸念が高まっているから利上げを敢行しているのではなかったのか。結局、本欄でも繰り返し論じてきたように、フォワードルッキングなインフレ懸念などは「建前」に過ぎず、「本音」は将来の利下げ余地(糊代)を作るための正常化なのだろう。逆説的だが、利上げを恐れて株売りが加速する状況など本来は利上げに適した局面とは言えない。

### ～金利差に期待するのは無駄～

かかる状況下、意外にも円高は進んでいない。下がったとはいえ米金利が依然高いことが影響しているのかもしれない。この点、①米金利上昇に相関して円安・ドル高になるのか、②株価下落に相関して円高・ドル安になるのかの二者択一を巡って非常に多くの照会を受けている。昨日の本欄でも言及したように、これは明らかに②と考える。過去の経験則を辿ってもリスク回避ムードが高まり、株価が軟化している最中に円安・ドル高が進むというケースは稀である。現状においても、そのペースが限定されているというだけで円高が進んでいるという事実には変わらない。国内における「強固な資金循環」および、その裏表としての海外における「巨大な対外純債権」によって円の信

認は磐石であり、危機時こそ本領を発揮する特徴は健在と考える(下図)。

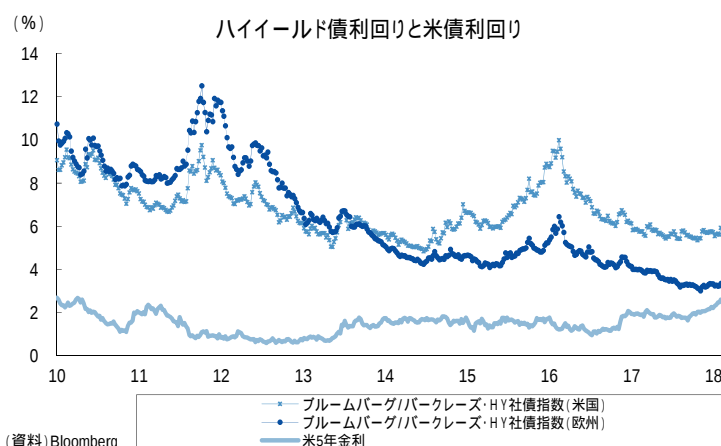
もちろん、ここから米株が勢いを取り戻し、第二の上昇局面を形成していくのであれば円安になる芽もあるが、「金利上昇を嫌気して株価が軟化する」という前提が続く限り、円高見通しに分があると考えざるを得まい。また、株価が大幅に調整している以上、金利上昇それ自体も反転する可能性が高く、その観点からも日米金利差を理由とするドル/円相場の上昇シナリオは危うい。足許でドル/円相場が意外に値持ちしているのはまだパウエル体制下のFRBから情報発信がないからという面もある。その意味では今月予定される半期に一度の議会証言で明確にハト派色が強まったり、3月発表のドットチャートがはっきり下方修正されたりすれば、米金利も幅をもって低下し、ドル/円相場が続落する可能性がある。要は「(円高は)時間の問題」というのが筆者の基本認識である。



実際、パウエル FRB 議長は慎重にならざるを得まい。過去の本欄でも議論したように、現在の米個人消費が株高を裏付けとする資産効果で支えられているのだとすれば<sup>1</sup>、株安を無視してまで FRB が正常化プロセスを進める蓋然性はない。ゆえに、足許の金利が高水準にあるからといって、それだけを理由に円安が進むのは合理的ではないし、実際、小幅とはいえ円高が進んでいる。乱暴な言い方だが、株安下での金利差拡大にドル/円相場のけん引役を期待するのは無駄だろう。

## ～欧米企業部門の資金調達環境にも注視～

米債金利上昇の余波は当然、社債市場にも及ぶ。特に、近年活況を呈してきたハイ・イールド債(ジャンク債)への影響は懸念されるものだろう。本来の信用リスクとは見合わない水準まで社債金利が低下し、社債スプレッド(社債利回り－国債利回り)が縮小していたのは未曾有の緩和路線が継続される中で国債利回りが限界まで潰されていたからである。図示されるように 2017 年後半にはハイ・イールド債利回りの低下は底打ちしており、調整待ちの様相を呈していた(実際、11 月には大きめの調整があった)。そうした傾向はマイナス金利を導入しているユーロ圏で特に強く見られるものであった。そこへ今回の大型調整が重なっており、社債市場の動揺も当面続く恐れがある。米

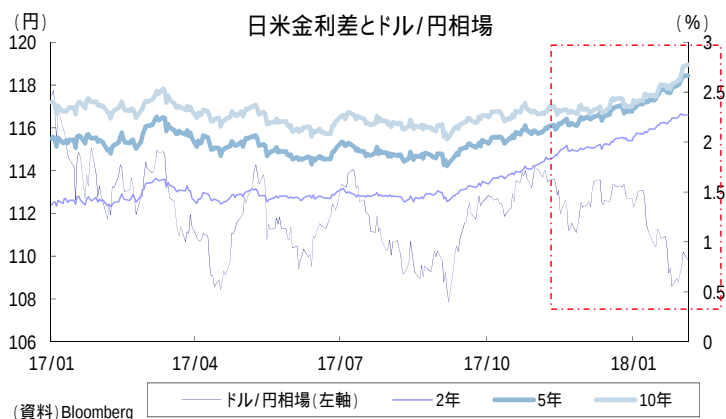


<sup>1</sup> 本欄 2018 年 1 月 16 日号『低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?』をご参照下さい。

国債発の債券市場の調整が欧米企業部門の資金調達を困難なものにたらしめ、実体経済における消費・投資意欲を削ぐ経路は懸念されて然るべきものだろう。

### ～現実を直視すべき～

今一度確認しておくが、日米金利差とドル/円相場に安定した関係はさほどない。過去1年間(2017年1月2日～2018年2月5日)の日米金利差の推移を振り返れば、2年で約+100bps、5年で約+60bps、10年で約+40bps 拡大しているわけだが、ドル/円相場は117円から109円まで下落している。日米金利差の拡大に基づく円安・ドル高見通しは説明が一見論理的であるし、聞き手としても腹



落ちしやすいものだが、なにぶん実態は真逆である(図)。それでも株価が堅調に推移している間は金利差拡大を理由に円安シナリオを唱え続ける価値はあった。株が高ければ資産効果を背景として消費・投資活動が活発化し、一般物価が騰勢を強めてくる可能性があったからである。だが、繰り返しになるが、局面は金利上昇が株式市場で嫌気される状況に変わっており、FRB も米金利抑制を念頭に政策調整を図ろうとするはずである。過去1年間続いてきた米イールドカーブのフラット化が示唆してきた不安な未来はやはり正しかったということなのだろう。

今後1年間を見通した場合、名実共にFRBの正常化プロセスが挫折する中、ドル/円相場はやはり下値を模索する時間帯が支配的になると筆者は考えている。

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](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。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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                       |
|-------------|--------------------------------------------------|
| 2018年2月5日   | 浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」                        |
| 2018年2月2日   | 週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)            |
| 2018年2月1日   | FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～                        |
| 2018年1月30日  | メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～                      |
| 2018年1月29日  | ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～                      |
| 2018年1月26日  | 週末版                                              |
| 2018年1月24日  | 日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～                          |
| 2018年1月23日  | IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～                        |
| 2018年1月22日  | トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～                   |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)                     |
| 2018年1月19日  | 週末版                                              |
| 2018年1月18日  | ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～                        |
| 2018年1月17日  | 日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～                       |
| 2018年1月16日  | 低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？                              |
| 2018年1月15日  | 4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について                       |
| 2018年1月12日  | 週末版(ダウサイドリスクが広がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて……)             |
| 2018年1月11日  | 中国の米国債購入減速・停止報道の読み方                              |
| 2018年1月10日  | ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？                        |
| 2018年1月9日   | 米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～                        |
| 2018年1月5日   | 週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)        |
| 2018年1月4日   | 2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～                        |
| 2017年12月27日 | ドル調達コストの急騰について                                   |
| 2017年12月26日 | ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差                              |
| 2017年12月25日 | 日本人の「現金好き」と円相場の関係について                            |
| 2017年12月22日 | 週末版                                              |
| 2017年12月21日 | バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～                        |
| 2017年12月20日 | 3度目のカシュカリ・エッセイを受けて                               |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)                     |
| 2017年12月18日 | メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～                     |
| 2017年12月15日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)               |
| 2017年12月14日 | FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～                      |
| 2017年12月13日 | 今一度、再確認したい円の割安感                                  |
| 2017年12月11日 | 米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～                     |
| 2017年12月8日  | 週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)                     |
| 2017年12月7日  | 株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～                       |
| 2017年12月6日  | 6つの要人発言で振り返る2017年                                |
| 2017年12月5日  | テーパリングが改めて示唆するペースマネーの無意味さ                        |
| 2017年12月4日  | 米税制改革の為替相場への影響について                               |
| 2017年12月1日  | 週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)              |
| 2017年11月27日 | メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～                          |
| 2017年11月24日 | 週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)          |
| 2017年11月22日 | リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意                    |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)                     |
| 2017年11月21日 | 欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響                           |
| 2017年11月20日 | やはり「選挙の年」だった欧州の2017年                             |
| 2017年11月17日 | 週末版                                              |
| 2017年11月15日 | 本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～                    |
| 2017年11月14日 | 一足早い「2017年の為替相場」振り返り                             |
| 2017年11月13日 | 利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～                      |
| 2017年11月10日 | 週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)             |
| 2017年11月8日  | 「常識的な論点」から見直したい相場の現状                             |
| 2017年11月7日  | 「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状                           |
| 2017年11月6日  | パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～                         |
| 2017年11月2日  | 週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)                   |
| 2017年11月1日  | 日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～                       |
| 2017年10月31日 | メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～                       |
| 2017年10月30日 | ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～                        |
| 2017年10月27日 | 週末版                                              |
| 2017年10月24日 | 「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ                               |
| 2017年10月23日 | 衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～                    |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)                      |
| 2017年10月20日 | 週末版                                              |
| 2017年10月19日 | 為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～                        |
| 2017年10月18日 | ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～                  |
| 2017年10月17日 | 「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク                             |
| 2017年10月16日 | G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～                       |
| 2017年10月13日 | 週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)              |
| 2017年10月12日 | FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～                       |
| 2017年10月11日 | 円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～                             |
| 2017年10月10日 | 米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～                               |
| 2017年10月6日  | 週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～) |
| 2017年10月5日  | 正規雇用の賃金は本当に上がるのか？                                |
| 2017年10月4日  | 好調過ぎる日銀短観に見る危うさ                                  |
| 2017年10月3日  | 「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について                          |
| 2017年10月2日  | カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について                           |
| 2017年9月29日  | 週末版                                              |
| 2017年9月27日  | 次期ECB総裁人事に関する現状整理                                |
| 2017年9月26日  | メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～                       |
| 2017年9月25日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～                     |
| 2017年9月22日  | 週末版                                              |
| 2017年9月21日  | FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～                       |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)                      |
| 2017年9月20日  | 衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて                    |
| 2017年9月15日  | 週末版                                              |
| 2017年9月14日  | 日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～                    |
| 2017年9月13日  | ユーロ圏金融状況指数(MGI)に見るユーロ高の影響などについて                  |
| 2017年9月12日  | ケリー理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～                        |
| 2017年9月11日  | 円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～                   |
| 2017年9月8日   | 週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)                     |
| 2017年9月7日   | タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～                     |
| 2017年9月6日   | 追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～                         |