みずほマーケット・トピック（2018 年 4 月 26 日）

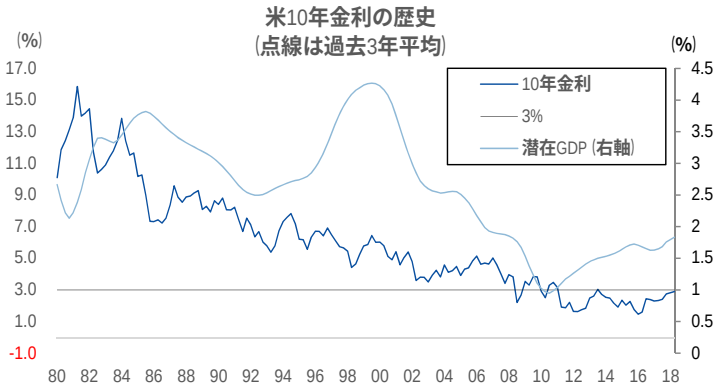
米 10 年金利「3%」をどう解釈するか

米 10 年金利が 3%の大台で推移しており、ドル/円相場もこれに追随気味である。少なくとも経済・物価の強さを映じた金利上昇ではないため、「悪い金利上昇」という整理で問題ないだろう。「3%」は危機以降、1 つの天井となってきた印象があり、2014 年 1 月にもワンタッチで跳ね返された。直感的には中国を含む新興国経済の成長余地が過去に比べて縮小しており、世界経済の潜在成長率も恐らくは危機前に比べれば低下しているのだろうから、米 10 年金利「3%」が世界経済に持つ影響は過去に比べて重くなっていると推測される。もちろん、今の FRB の正常化プロセスが実は完全にビハインドザカーブであり、ここから先、物価が急騰するのであれば米 10 年金利の 3%は通過点である。しかし、米イールドカーブのフラット化傾向が収束する気配はない。債券市場が FRB について心配しているのはビハインドザカーブではなくオーバーキルなのである。かかる状況下での為替予想はやはりドル安・円高が適切と考えたい。

～米 10 年金利と潜在成長率～

米債市場では引き続き 10 年金利が 3%の大台で推移しており、ドル/円相場もこれに素直に追随するような動きが続いている。原油価格の上昇を受けた物価先高観、これに伴う FRB への利上げ期待、元より存在する米債の増発懸念などが要因として指摘されている。先週の北朝鮮による核実験中止報道も地政学リスクの後退を促し、債券需要を減らした面もあろう。このうち地政学リスクの後退は好材料に違いないが、その他指摘されている要因は悪材料としての性格が強い。少なくとも経済・物価の強さを映じた金利上昇ではないため、基本的に今の動きは「悪い金利上昇」という整理で問題ないだろう。そもそも「悪い金利上昇」であることは株式市場が下落で反応していることからも明らかだ。本当に地力に応じた利上げならば株価の動揺はないはずだ。

図示されるように、米 10 年金利の「3%」は金融危機以降、1 つの天井となってきた印象があり、2014 年 1 月時点でもワンタッチして跳ね返された経緯がある。当時は FRB の利上げが「まだ先の話」と解釈され、ドル相場の上昇も始まっていなかったが、2013 年 12 月には量的緩和のテーパリングが始まったばかりであり、米金利には「これから上がっていく」という高揚感があった。しかし、現在の金利上昇は FRB の利上げに反応したものというよりも、上述したような「悪い理由」で押し上げられている側面が大きそうな点で異なる。確かに、米予算局（CBO）の推計によれば米国の潜在成長率は 2010 年に底打



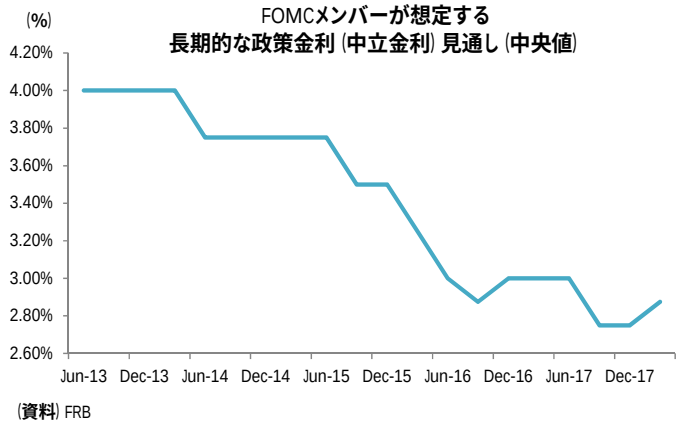
（資料）Bloomberg

ちしているため、長期金利がこれに応じて上がってくることは理論的にはおかしくない。しかし、2014 年以降、米長期金利が下がってくる状況でも CBO 推計の潜在成長率はしっかり上がっていたのも事実であり、実際の国債金利と結びつけて議論を進めることに慎重さは必要だろう。直感的には中国を含む新興国経済の成長余地が過去に比べて縮小しており、世界経済の潜在成長率も恐らくは金融危機前に比べれば低下しているのだろうから、米 10 年金利「3%」が世界経済に持つ影響は過去に比べて重くなっていると推測されるが、それは行き過ぎた心配なのだろうか。

～日米金利差「3%pts」が注目される局面に～

米 10 年金利の上昇に伴い為替市場、特にドル/円相場においては日米金利差「3%pts」という水準が注目されるようになる。この点については約 1 か月前、麻生財務相が「これまでの長い数十年間の歴史をみると、(日米の) 金利差が 3%ならドル高/円安に振れる (発言は 29 日のロイターより抜粋)」との経験則を紹介したことが話題となり、本欄[1]でも議論した。図示されるように、変動相場制移行後、日米 10 年金利差が「3%」を突破している局面でドル/円相場が堅調さを示したという事実は確かにある。

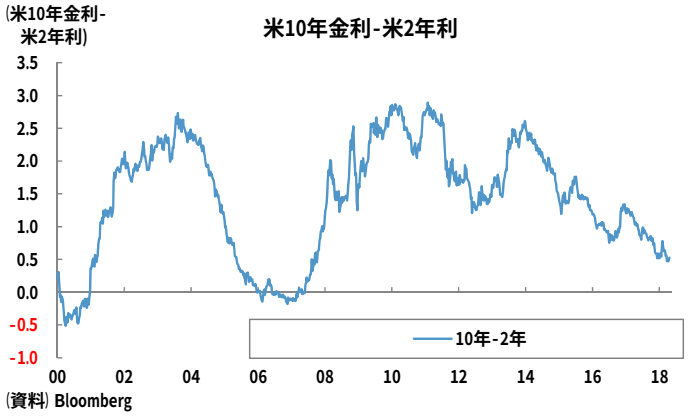
しかし、繰り返しになるが、経済の地力が異なるのだとしたら「今の 3%」と「過去の 3%」は意味が異なる。例えば FRB の想定する中立金利は 2013 年 6 月時点では「4.00%」だった。2018 年 3 月時点では「2.90%」である (図)。米経済にとって「ちょうどいい金利」である中立金利の水準があれから約 5 年で 110bps も押し下げられたのであり、これはそれだけ潜在成長率が低くなったとも解釈できる (この点、右肩上がりの CBO 推計が示すイメージとは異なる)。そして約 5 年前の米 10 年金利は 2.5%弱であった。当時と比較すると、想定している中立金利は 110bps 低いが米 10 年金利は約 50bps も高いという構図である。真っ当に考えれば、ここから連続的な利上げを重ねていくことについて、米経済の耐久力に疑義を持つのは当然ではないだろうか。



結局、日米金利差「3%ポイント」をもたらすほど米 10 年金利が上昇した際、過去と同様の堅調さを米国が維持できる保証はないのであり、だからこそ株式市場がネガティブに反応し始めているのだろう。株式市場がネガティブに反応している時、ドル/円相場は普通上がらないものだ。

[1] 本欄 2018 年 3 月 30 日号『日米金利差「3%」はトリガーなのか～3 つの注意点～』をご参照下さい。

～ビハインドザカーブではなくオーバーキル～



もちろん、今の FRB の正常化プロセスが実は完全にビハインドザカーブであり、ここから先、物価が急騰するのであれば米 10 年金利の 3%は通過点に過ぎない。その場合、米 10 年金利は 3%と言わず、3.5%や 4%を目指すかもしれない。しかし、今の債券市場が懸念しているのは真逆の現実である。図示されるように、昨年から続いている米イールドカーブのフラット化傾向は今年に入ってからも大して変わっていない。2 月の金利上昇局面で持ち直しが見られたように見えたが、結局、フラット化の度合いは 3 月に入り強まってしまった。要するに、債券市場が FRB について心配しているのはビハインドザカーブではなくオーバーキルなのである。過去、米経済の減速ないし後退をイールドカーブのフラット化（究極的には逆イールド化）以上に正確に予見してきた計数はない。世界で最も多様かつ多額の資金が集まる米国債市場が発するアラームに基づけば、先行きに関しては米経済の失速に伴う正常化路線の頓挫、結果としての米金利低下やこれに付随するドル安（そして円高）に身構えておくのが適切だと筆者は変わらず考えている。

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

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。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
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～
2018年4月20日	週末版（日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～）
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版（ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～）
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版（保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～）
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状（17年12月末）～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版（日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～）
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版（FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～）
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年2月分）
2018年3月16日	週末版（実質実効為替相場で見る各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～）
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版（ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～）
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版（四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～）
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨（1月30～31日開催分）～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年1月分）
2018年2月20日	2017年の対米証券投資（TICレポート）について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版（本当にブレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～）
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
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
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（ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～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ベ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