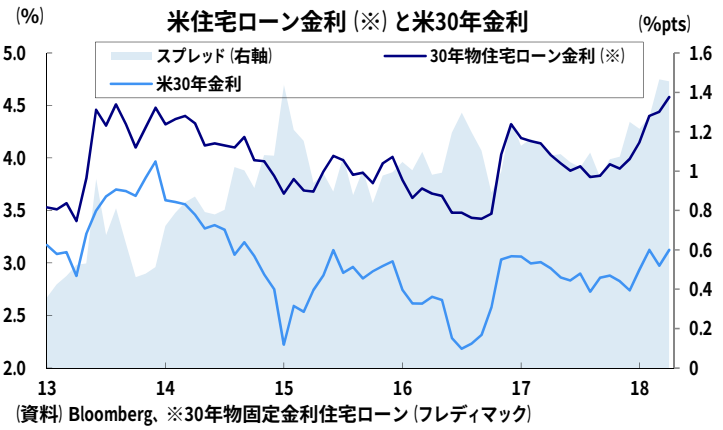
みずほマーケット・トピック（2018 年 5 月 14 日）

米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～

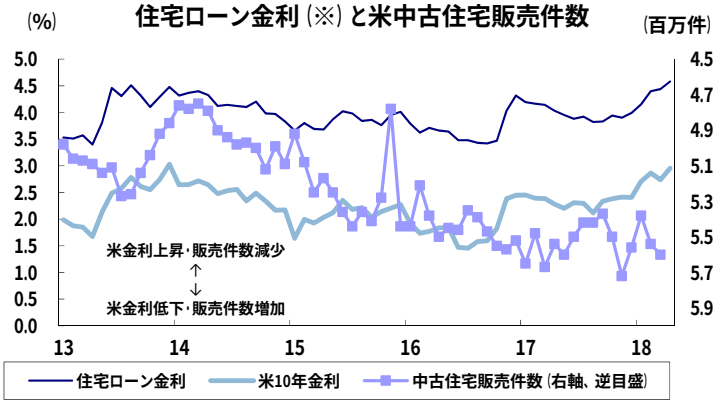
ドル相場と米金利が相関を取り戻している中、米金利上昇の「負の側面」は相変わらず軽視されている印象。当然だが、金利が上がれば金利感応的な消費・投資行動が鈍り、米経済が停滞するという経路が心配される。その代表例が住宅投資だが、今年に入ってからの住宅ローン金利の上がり方は米国債金利のそれに比較して明らかに早い。また、そうした家計部門への影響に限らず、企業部門への影響も今後出てこよう。仮に、米金利に付随してドル高が進むようであれば、金利高・ドル高がダブルで企業収益に効いてくる恐れもある。また、米経済が米金利（やドル）上昇に耐えられたとしても海外経済が果たして耐えられるのかという海外部門への「負の側面」も無視できない。「金利上昇によってドル建て資産の投資妙味が増す」という事実は経済・金融分析を進める上での 1 つの事実に過ぎないわけだが、為替市場（とりわけドル/円市場）においてはその点がクローズアップされやすくなることに注意が必要。

～米金利上昇の「負の側面」：家計部門～

4 月半ば以降、ドル相場は騰勢を強めており、ドルインデックスで見れば約 1 か月で 5%弱という大幅上昇に至っている。為替市場では米 10 年金利の 3%乗せを契機にドルと米金利が順相関を取り戻していることが持て囃されている。こうした中、米金利上昇の「負の側面」は相変わらず論じられる機会が乏しいように思える。当然だが、金利が上がれば金利感応的な消費・投資行動が鈍り、米経済が停滞するという経路は心配される。金利感応的な消費・投資の代表例が住宅投資だが、今年に入ってからの住宅ローン金利の上がり方は米国債金利のそれに比較して明らかに早い（図）。米 30 年債金利と 30 年物住宅ローン金利のスプレッドは 2009 年 1 月以来の水準まで拡がっており、今後、ラグを伴って引き締め効果が効いてくるはずである。具体的には当面の中古住宅販売件数の結果には一定の注意を払いたい。住宅投資が GDP の需要項目に占める割合は大



（資料）Bloomberg、※30年物固定金利住宅ローン（フレディマック）

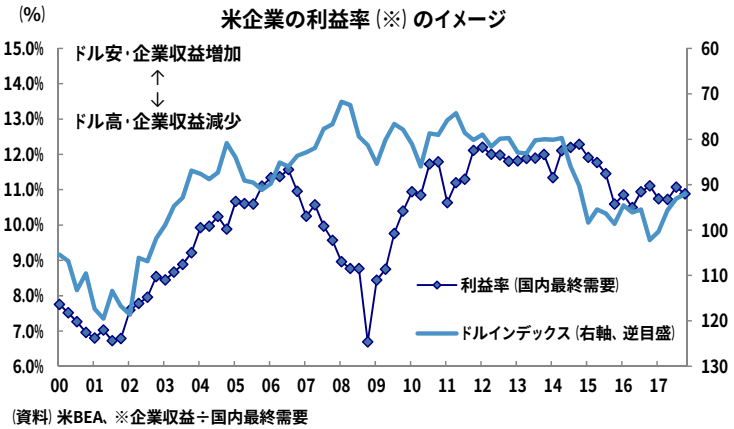


（資料）Bloomberg、※30年物固定金利住宅ローン（フレディマック）

きくないが、住宅投資に付随する耐久財消費（自動車、冷蔵庫、テレビなど）への影響も踏まえれば、その動向は常に重要な意味を持つ。

～米金利上昇の「負の側面」：企業部門～

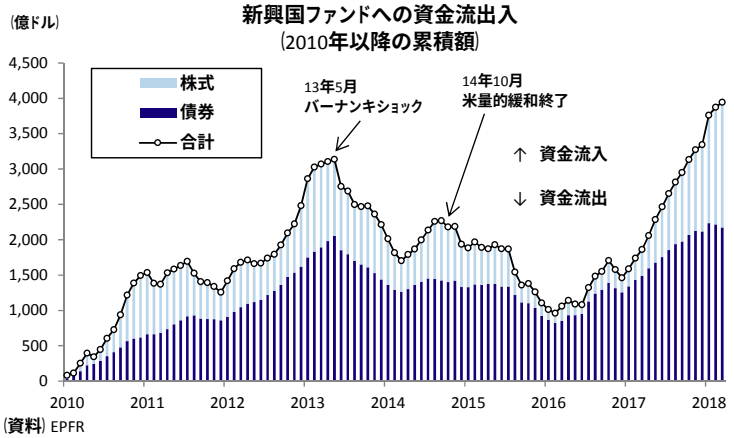
上述したような家計部門への「負の側面」に対し、企業部門への「負の側面」も当然考えられる。金利が上昇すれば当然、設備投資を筆頭として経済活動が鈍ることが予想されるが、金利上昇に伴うドル高も企業部門にとってはネガティブとなり得る。右図は米国の国内最終需要（名目 GDP−在庫投資−純輸出）に占める企業収益の割合を見たものである。マクロ的に見た米企業の収益率と言えるものである。図示されるように、この収益率はドル相場と逆相関の関係にあるように見受けられ、今後、米金利上昇と共にドル高になるのだとすればダブルで企業収益の重しとなる懸念がある。もちろん、「米金利上昇→ドル高→収益率低下」という経路を想定すれば、これは見せかけの相関という可能性もあるが、例えば、2014 年半ばから 2016 年初頭にかけて、ドルは急騰し収益率は低下しているが、この間に米金利は殆ど上がっていない。やはりドル高それ自体が企業部門にネガティブな影響を持った可能性は感じられる。



（資料）米BEA、※企業収益÷国内最終需要

～米金利上昇の「負の側面」：海外部門～

また、先週の本欄[1]でも議論したように、仮に米経済が米金利（やドル）上昇に耐えられたとしても海外経済が果たして耐えられるのかという海外部門への「負の側面」も無視できない。右図に示されるように、2017 年を通じて新興国ファンド（特に株式）への資金流入が加速した。米金利が上昇する局面にも拘らず相対的にリスクの高い新興国市場が選好された理由は「カネ余り」以外に理由が考えられない。FRB のバランスシート縮小はその余っていた「カネ」の絶対量を減らし、ドル建て資産の投資妙味を引き上げるため、当然、新興国からの資金流出は今後増える筋合いにある。既にアルゼンチンやトルコで起きていることはその一端であり、対外経済部門の脆弱性が目立つ国から順に狙われたということだろう（両国共に GDP 比で大幅な経常赤字である）。



（資料）EPFR

「金利上昇によってドル建て資産の投資妙味が増す」という事実は経済・金融分析を進める上で

[1] 本欄 2018 年 5 月 8 日号『米金利上昇の余波を受ける新興国について』をご参照下さい。

の 1 つの事実に過ぎないわけだが、為替市場（とりわけドル/円市場）においてはその点がクローズアップされやすくなる。それは一定の事実として受け止めつつも、むしろ FF 金利という世界経済にとっての資本コストが上がることの「負の側面」をどれだけ真摯に分析すべきかという視点が今後を展望する上で最も必要とされているのではないか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

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5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～）
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
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～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年3月分）
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