

みずほマーケット・トピック(2020 年 6 月 8 日)

金利上昇を容認した FRB と視野に入る YCC

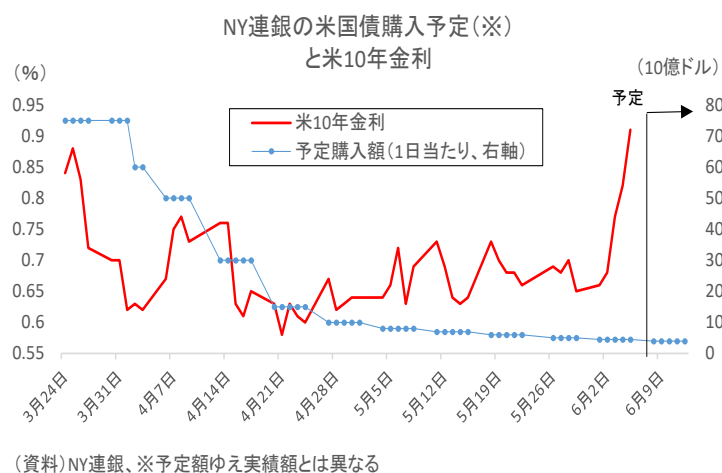
史上最大の番狂わせと呼ばれるほど改善した米 5 月雇用統計を受けて金融市場はリスクオンムードに支配されている。こうした中、米 10 年金利は 1 週間で 20bps 以上も上昇しているが、ニューヨーク連銀が公表した今週の国債購入予定は前週比減少に。「この程度の金利上昇であれば FRB は介入しない」という思いが透けて見える。しかし、より本音を噛み砕いて言えば、「株価上昇を止めない金利上昇ならば容認可能」ということであろう。金利上昇が株価ひいては实体经济の障害になってくると判断されれば、FRB 版イールドカーブコントロール(YCC)が視野に。金利上昇と株価上昇の併存はいつまでも持続せず、これから米国債が増発されていくことに鑑みても、FRB 版 YCC が「次の一手」として選ばれる可能性は高い。為替市場の観点からは「金利差なき世界」でレンジ相場が常態化していたドル/円相場にとどめを刺す一手になる可能性もある。相場展望にとって需給分析が幅を利かせる世界に。

～史上最大の番狂わせ～

先週 5 日に公表された米 5 月雇用統計が史上最大の番狂わせと呼ばれるほど良好な結果を示したことで金融市場はリスクオンムードに支配されている。NY ダウ平均株価は前日比+829.16 ドルと急騰し、米 10 年金利も約 2 か月ぶりの 0.90% 台に乗せており、これに応じてドル/円相場も約 2 か月ぶりの 109 円台に到達し、高止まりしている。非農業部門雇用者数変化について前月比▲750 万人という市場予想に対し同+250 万人という結果は「史上最大の外れ」であるのだが、ここまで来ると、既に関連報道が出ている通り、もはや集計方法を含めた統計精度に焦点は移らざるを得ない。6 月雇用統計は 5 月分の修正を含めた結果がクローズアップされることになるだろう。

～FRB は金利急騰に容認姿勢～

しかし、統計精度に難ありと分かっているにもかかわらず、元々存在したリスク許容度の改善ムードが今回の雇用統計改善によって背中を押されてしまったのは間違いない。全米で深刻化するデモも、香港暴動も、これに応じた米中対立激化も、沸き立つ株式市場を止めるには至っていない。こうした中、当面注目すべきは金利と株価の関係ではないかと筆者は考えている。周知の通り、3 月下旬以降、FRB は金額を無制限とする米国債購入プログラムを運営中で



ある。しかし、無制限とはいえ、前週段階では翌週の購入予定額がニューヨーク連銀から公表される。この規模は発表以降、漸減傾向にある。拡張財政路線と歩調を合わせる意味合いの大きい(と理解される)プログラムゆえ、金利情勢が落ち着く中で購入額が落ち着くのは自然であるが、先週の米 10 年金利は 1 週間で 20bps 以上、上昇した。にもかかわらず、6 月 8～12 日の購入予定額は 1 日当たり 40 億ドルと前週の 45 億ドルから減少させる方針が示されている(前頁図)。「この程度の金利上昇であれば FRB は介入しない」という意味でこれは興味深い動きだろう。もちろん、「経済・金融情勢の改善を受けた金利上昇には介入しない」という思いもあるかもしれない。

しかし、より本音を噛み砕いて言えば、「株価上昇を止めない金利上昇ならば容認可能」ということではないか。それは裏を返せば、「金利上昇が株価にとってどれほど重しとなり得るか」を心配する局面に足を踏み入れつつあると考えられる。「企業部門の収益が激減中での株価上昇」という構図は緩和環境、端的には低金利環境の継続を前提としているはずなので、先週のような株高と金利高が併存する地合いは持続的とは言えない。

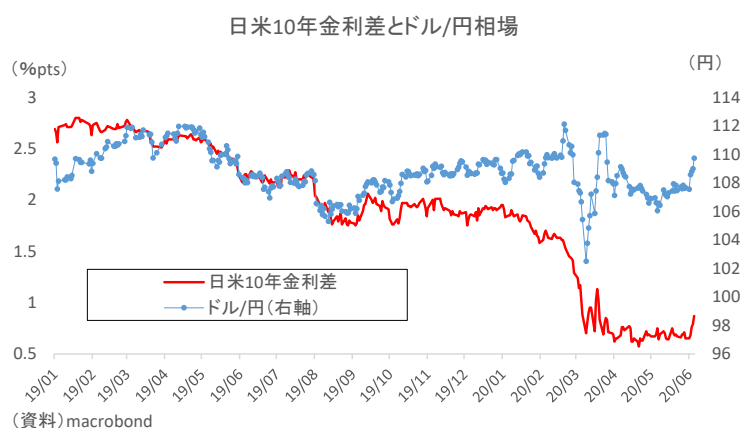
～現実味を帯びる FRB 版 YCC～

金利上昇が株価ひいては実体経済の障害になってくると判断されれば、FOMC 議事要旨(4 月分)で示唆された「中短期の国債利回りを特定の水準に抑制するのに十分な量の国債買入れを行う」という提案が思い返される。いわゆる FRB 版イーールドカーブコントロール(YCC)である。金利上昇と株価上昇の併存はいつまでも続くものではないであろうから、これから米国債が増発されていくことに鑑みても、FRB 版 YCC が「次の一手」として選ばれる可能性は高い。YCC の持続性自体、既に日銀が実証済みであることも追い風になるだろう。YCC があったからこそ、日銀は「上手く表舞台から姿を消す」ことに成功したことは市場参加者も認識するところだ。そもそも FRB による金額無制限の国債購入は金利水準を見ながら運営されていたのであろうから、実質的には YCC は始まっていたと見ることもでき、これを名目的に導入しようという試みのハードルは高くないように思われる。

日銀との最大の違いは「イーールドカーブを立たせる」ことが目的であった日銀に対し、「イーールドカーブを押さえつける」ことが目的となる FRB であるということだろうか。後者の方がより、財政従属を疑われやすい建付けであることは言うまでもなく、その意味で FRB 版 YCC の方が「危ない橋」になるように思われるが、戦時中とも形容される状況下、致し方ない措置と言わざるを得まい。

～ドル/円相場のとどめに？～

為替市場の観点からは、FRB 版 YCC は「金利差なき世界」でレンジ相場が常態化していたドル/円相場にとどめを刺す一手になると思われる。図示されるように、ちょうど 1 年程前から日米金利差とドル/円相場はいよいよ完全に別の道を歩き始めた。今年 2 月から 3 月にかけて米金利が急落した際、円相場が急伸したことでドル/円相場の道標としての日米金



利差が復権したかと思われたが、結局、日米金利差が大幅に縮小したほどにはドル/円相場の水
準調整は進まなかった。仮に FRB が YCC によって、金利差を固定化するという一手に出れば、金
利という視点からドル/円相場の現状や展望を語る意味がほぼ失われることになるだろう。理論的に
言えば、「金利差の消滅」はいずれ「物価差の消滅」に至るであろうから、購買力平価 (PPP) から長
期展望を語るのも難しくなる。その意味で、過去にも増して国際収支統計に代表される資本フロー
の動向を掴むことが為替見通しを語る上で重要になる時代になりつつあるということかもしれない。

市場営業部・金融市場部
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.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
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかにになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かすの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自減」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～