

みずほマーケット・トピック(2020 年 8 月 11 日)

全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？

8 月に入っても市場のテーマは変わっていない。ドル下落・金上昇・株上昇そして金利低下を同時に説明する理由として最も説得力があるとすればそれは過剰流動性を基礎とする「単なる金融相場」という整理が有力。だが、過剰流動性は緩和のアクセルを深く踏み込んだ末に名目金利が消滅したことの結果であり、要するに法定通貨の世界における金利がかつてないほど失われていることに起因しているという話。この点、最近では実質金利の低下があらゆる資産価格の押し上げの起源なのではないかとの仮説が見聞きされる。これは一理ある。ブレイクイーブンインフレ率(BEI)10 年を用いて米国の実質 10 年金利の推移を見ると、市場は 1 月末以降、「長期金利が実質でマイナスの時代」を前提にしている。4 月以降は恒常的に▲0.50%を割り込み、足許では▲1.0%をも割り込んでいる。「世界の資本コスト」でもある米金利にこのような予想が定着している以上、金も銅も株価も「目を瞑って買えば良い」という判断になっている可能性。

～7 月から相場テーマは変わっていない印象～

為替相場は 7 月のドル安一辺倒とも言える相場つきが小康を得ているものの、やはり主要通貨では円とユーロが強含みがちで、これに何とかドルが抵抗するという構図が続いている。また、金価格については連日の最高値更新がようやく途絶えたものの、歴史的な高値圏で揉み合っており、7 月から大きく相場のテーマが変わった印象はない。かかる状況下、「ドル下落と金価格上昇の併存」を捉えて「ドルの信認」、もしくは、より視線を拡げて「法定通貨の信認」に疑義を投げかける論調はやはり浮上している。こうした見方に関して過去の本欄¹では「間違いではないが、後付けの方便」との基本認識を示した。一般的に金価格上昇の理由としては①新型コロナウイルス終息を巡る不透明感、そのショックに対して行われた拡張財政がもたらした②法定通貨への不信感、そして③金の弱点である「ゼロ金利」がもはや弱点でなくなったことなどが挙げられる。

～実質金利低下が根源なのか～

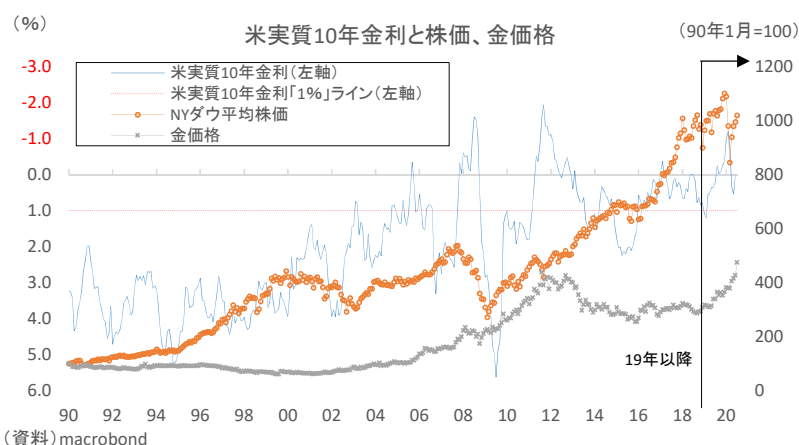
それら①～③の理由は全てもっともらしいが、現状に対しては粗い説明である。例えば、金と同時に景気の先行指標である銅や株まで上昇している現状への説明がつかないだろう。①のような漠然とした不安が本当に支配的だというのであれば、銅や株が買われる筋合いはない。また、足許では債券価格(金利)の上昇(低下)も見られている。法定通貨への不安(②)があるのに政府発行の債券価格が上昇するのも不可思議だ。結局、これらの矛盾を超えて説得力のある解説を見出すのであれば、「運用可能な流動性が期待収益の高そうな(平たく言えばあとから説明がつきそうな)資産に流れているだけの金融(過剰流動性)相場」というのが最も実情に近いと筆者は考えている。

そうした大まかな理解の下、ドル下落・金上昇・株上昇を同時に説明する理由として最も説得力

¹ 本欄 2020 年 7 月 2 日号『金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～』をご参照下さい。

があるとすればそれは③が一番近いかもしれない。そもそも金融相場を可能にする過剰流動性は金融緩和のアクセラを深く踏み込んだ末に名目金利が消滅したことの結果だ。やはり法定通貨の世界における金利がかつてないほど失われていることは無視すべきではない。米国に関し、名目金利からインフレ率を差し引いた実質金利がかつてないほど低位で安定していることが今

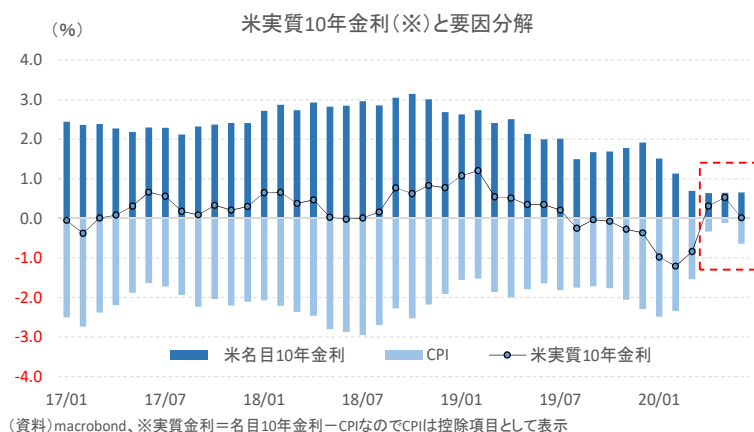
の金融市場で起きている現象の根源ではないかとの見方は一理ある。図は米 10 年金利から消費者物価指数(CPI、総合、前年比)を引いて算出した実質 10 年金利と NY ダウ平均株価および金価格の推移を見たものである。実質 10 年金利は 2016 年以降で恒常的に 1% を割り込むようになり、過去 1 年に限れば 0.5% 未満で推移している。2019 年は FRB が 3 回の利下げを敢行した年であり、これに応じて米 10 年金利は名目・実質、双方のベースで見ても低下軌道に入った。この際、株価の上昇が勢いづいたことが注目されたものの、実は金価格も上昇していた。しかし、それが記録的水準ではなかったため、さほど耳目を集めなかったのである。



～期待ベースではマイナス圏で定着～

なお、米 10 年金利と実績ベースの CPI を使った実質 10 年金利は今のところ辛うじてプラス圏(6 月時点で+0.01%)を維持している。しかし、4 月以降の CPI は原油価格急落により 1% 以下で推移しており、それ自体が異例の動きであることを理解しておきたい。右図(上)に示されるように、4 月以降(点線四角部分)は名目金利と CPI が異例の低水準にあることから実質金利の変動が押さえられているに過ぎない。

コロナショック直前の今年 1～3 月期の CPI は平均で+2.1%、2019 年通年でも+1.8%であること踏まえ、今後、経済が緩やかに復調していくという大方のシナリオを前提とすれば、実質金利は恐らくマイナス圏で常態化することになる。そこで右図(下)はブレイクイーブンインフレ率(BEI)10 年を用いて実質 10 年金利の推



移を日次で見たものだが、既に市場は1月末以降、「長期金利が実質でマイナスの時代」を前提にしていたことが分かる。これは新型コロナウイルスの存在がちょうど認知され始めた時期と一致するだろう。そして4月以降は恒常的に▲0.50%を割り込み、足許では▲1.0%をも割り込んでいる。もはや市場期待ベースの世界では米国の長期金利がゼロ以下で定着することが前提にされているのである。「世界の資本コスト」でもある米金利にこのような予想が定着している以上、金も銅も株価も「目を瞑って買えば良い」という判断になっている可能性は検討に値する。

今、金融市場で起きている経験の無い事象を細大漏らさず綺麗に説明しようとするのは非常に難しいが、米国の長期金利が実質ベースでマイナスに定着している事実に起源を求めようとする仮説は相応に説得力があるように思える。

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8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)
	香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけられるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
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～エウモも必要～
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	EUI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)
	リスクシナリオも練り直し～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～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月18日	FOMCプレビュー～「不要不急で自滅」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)