

みずほマーケット・トピック(2020 年 11 月 16 日)

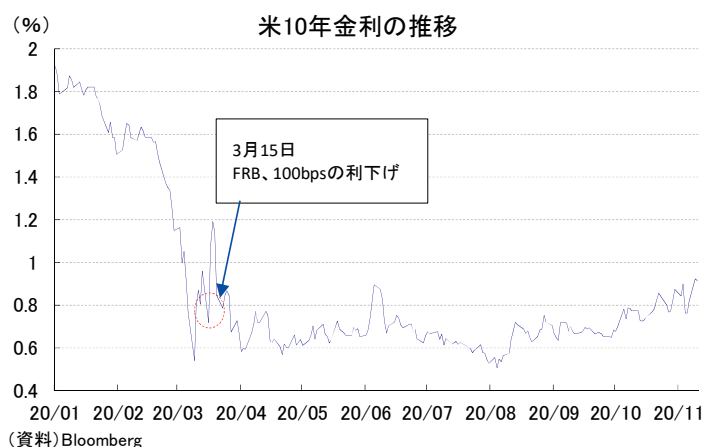
ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？

先週 9 日のワクチン報道以降、若干の調整を挟みつつも株高・金利高・ドル安の流れは継続中。この 1 週間、顧客向けに行ったセミナーや取材においても「もうアフターコロナになったと考えるべきか」という質問を複数回受けた。確かに、歴史を振り返った時に先週のワクチン報道がアフターコロナの号砲を鳴らすゲームチェンジャーだったと言われる可能性はある。だが、まだそのように考えるのは尚早だというのが筆者の抱く率直な印象。確かに、米金利動向からは明確にムードが変わった印象を受ける。米 10 年金利の 0.9% 前後という水準はゼロ金利導入前の世界だ。しかし、米金利の上昇に応じたドル買いは全く見られていない。それどころか再びドル全面安の流れに傾いているのが現状だ。結局、「米 10 年金利の 0.5~1.0% というのはゼロ金利政策の下での可動域であり、ドル売りの流れを断ち切るにはパワー不足」ということなのではないか。裏を返せば、「米金利とドルの相互連関的な上昇」が継続して確認された時、見通しのパスも再検討すべきだろう。なお、常態化している株高を見ても潮目を判断することはできない。

～ワクチン報道はゲームチェンジャーになった？～

先週 9 日に米大手製薬会社が新型コロナウイルスに対する有効なワクチン治験結果を発表して以降、若干の調整を挟みつつも株高・金利高・ドル安の流れは続いている。この 1 週間、顧客向けに行ったセミナーや取材の場においても「もうアフターコロナになったと考えるべきか」という質問を受けることが複数回あった。確かに、今後歴史を振り返った時に先週のワクチン報道がアフターコロナの号砲を鳴らすゲームチェンジャーだったと言われる可能性はある。だが、そうなれば良いなと思いつつ、金融市場の様子を見る限り、まだそのように考えるのは尚早だというのが筆者の抱く率直な印象である。以下ではそう考える理由を簡潔に述べておきたい。

確かに、米金利動向からは明確にムードが変わった印象を受ける。株式市場や為替市場は一時のムードに流されやすいが、いわゆる「プロ」の参加者だけで構成される債券市場は冷静な見方を提供することが多いだけに、その発するメッセージが変化しつつあることは看過できない。米 10 年金利はワクチン開発報道後、一時 0.97% 台まで上昇し、現在も 0.90% を挟んで推移している。それでも歴史的な低水準だが、7 月から 8

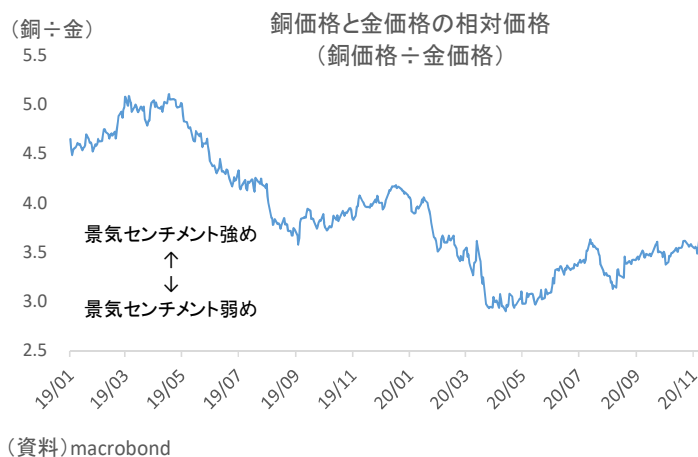


月にかけて 0.50% 台で推移していたことを思えば相応に大きな変化である。ちなみに米 10 年金利

の0.9%前後という水準は3月中旬にFRBが100bpsの利下げに踏み切る直前の水準だ。すなわち、まだ米国がゼロ金利を採用する前の水準であるため、その意味で「ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか」という論点に関心が高まるのは当然かと思われる。

ちなみに米10年金利が0.50%台にあった7月から8月は毎日のように金価格の史上最高値更新が話題となっていた。この点に関し、本欄では過剰流動性の副産物に過ぎず、コロナ禍を理由とした金価格上昇は長くは持たないと慎重な見方を再三示してきた。その際、景況感の強さを占う計数としては世界経済の先行指標足り得る銅価格と金価格の比率(以下銅金レシオ)を見た方がフェアな現状

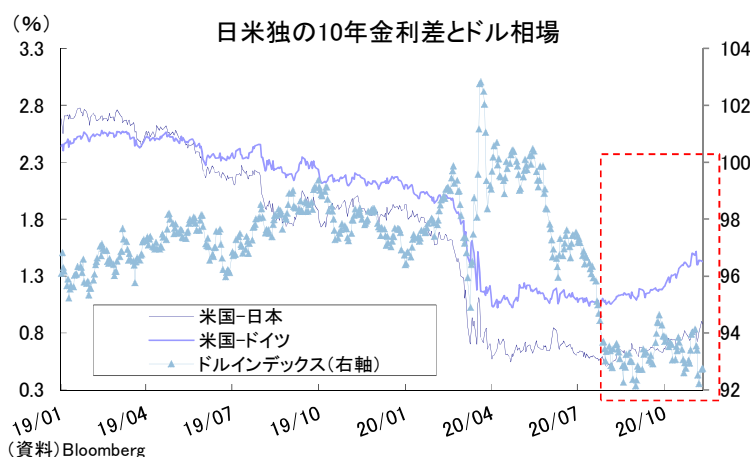
評価が可能であるとも述べてきた。図で示すように、銅金レシオはコロナ禍(3月以降)における最高値を更新し続けている。この点からもアフターコロナの萌芽を見ようとする気持ちは分かる。



～米金利とドルの相互連関的な上昇はまだ～

しかし、先週から繰り返し議論しているが、米金利の上昇に応じたドル買いは全く見られていない。それどころか再びドル全面安の流れに傾いている。これをどう解釈するかは論者によって異なるだろうが、筆者は「米10年金利の0.5～1.0%というのはゼロ金利政策の下での可動域であり、ドル売りの流れを断ち切るにはパワー不足」ということなのだと解釈している。米10年金利が1.0%をはっきり超えてレン

ジが上方シフトしてくればドル買いも戻ってくる可能性はある。上述したように、それは「ゼロ金利導入以前」の債券相場に回帰するということでもある。そのためにはFRBが金利上昇方向に向けた何らかの情報発信を行う必要があるだろう。だが、8月に新たな政策戦略で「インフレ率平均+2%」を打ち出したばかりで、ドットチャートでも2023年末までのゼロ金利継続で意見集約している以上、そのような挙動は望むべくもあるまい。目下、「ワクチンへの希望よりも目先の感染者数」という雰囲気は強く、FRBがハト派化することはあってもタカ派化することはないだろう。米金利もドルもリスクは下方に広がっている。ワクチン報道後のリアクションがあれだけ大きくなったのは、「低金利とドル安」という未来を多くの人が既定路線と見ていたことの裏返しであり、そうであればこそそのアンwind(巻き戻し)だったと考えられる。



結局、米金利とドルが相互連関的な上昇に至らない限り、ワクチン報道をゲームチェンジャーと評価し、アフターコロナの相場が始まったと考えるのは難しいというのが筆者の基本認識だ。なお、本日の本欄では株高に関し特に言及してこなかったが、株高は近年常態化している相場現象であり、今に始まったことではない。リーマンショック以降、実体経済以上に強い株価が定着していることを踏まえれば、それは低金利の産物なのだろう¹。それゆえ株高を仔細に見たところで「ワクチン報道がゲームチェンジャーになったのか」を検討する上では何の参考にもならない。「米金利とドルの相互連関的な上昇」が継続して確認された時、見通しのパスを本格的に修正する必要があるだろう。

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。

¹ この点は以下のコラムでバフェット指標がその象徴であるとして議論している。東洋経済オンライン『「株高・債券高・ドル安」が当面の基調となる必然視界不良の中、決定的なエッセンスを見極める』2020年11月13日配信

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11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ & アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・プレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	プレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナスイ金利なのか？
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(明らかになる「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