

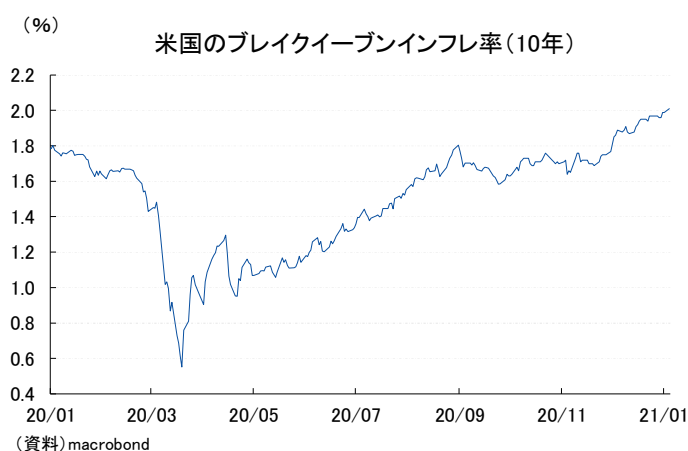
みずほマーケット・トピック(2021 年 1 月 5 日)

遂に 2%に到達した米国のインフレ期待

米国の 10 年物ブレイクイーブンインフレ率(以下 10 年 BEI)が遂に 2%を突破。2018 年 11 月 16 日以来、約 2 年 2 か月ぶりの動きとなる。2018 年 11 月と言えば、既に FRB が年 3 回の利上げを済ませ、翌月には 4 回目の利上げを敢行する時期だ。こうしたインフレ期待の高まりと、インフレ耐性に優れるとされる株価の騰勢は一応の整合性が取れる。しかし、フィッシャー効果を念頭に置けば、今後、米国の名目金利は上昇が予想される。2021 年は FRB がフィッシャー効果の発現を如何に抑制してくるかというのが注目点に。利上げや量的緩和の縮小という正常化プロセスが始まらなくても、経済・金融情勢が正常化に向かう過程で名目金利が上昇するというのは「普通のこと」だ。その「普通のこと」を FRB がどれくらい抑制しようとするかが今年問われている。筆者は、ワクチン接種も順次始まっている以上、2021 年の米金利が「横ばいで全く変わらない」という想定には無理があるという立場。ドル相場もこれに応じた動きを強いられるか。

～約 2 年 2 か月ぶりの 2%～

昨日の金融市場は米国の 10 年物ブレイクイーブンインフレ率(以下 10 年 BEI)が遂に 2%を突破するという動きが見られた。10 年債利回りは 0.90%付近で、ドルインデックスも概ね 90 付近で横ばいとなっているが、市場を取り巻くインフレ期待が先回りして高進している。10 年 BEI の 2%突破は 2018 年 11 月 16 日以来、約 2 年 2 か月ぶりであり、FRB が 2019 年に利下げ路線に転換する以前の水準である。2018 年 11 月



と言えば、既に FRB が年 3 回の利上げを済ませ、翌月には 4 回目の利上げを敢行するタイミングである。今とは対照的だ。感染拡大が深刻度を増すたびに裁量的なマクロ経済政策の発動が期待され、10 年 BEI が上がる(しかし実体経済はついてこない)という構図が 1 年近く続いている。

～フィッシャー効果の発現と抑制～

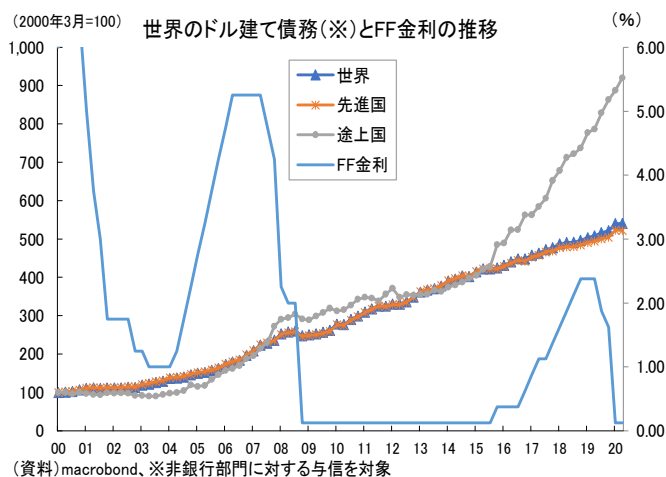
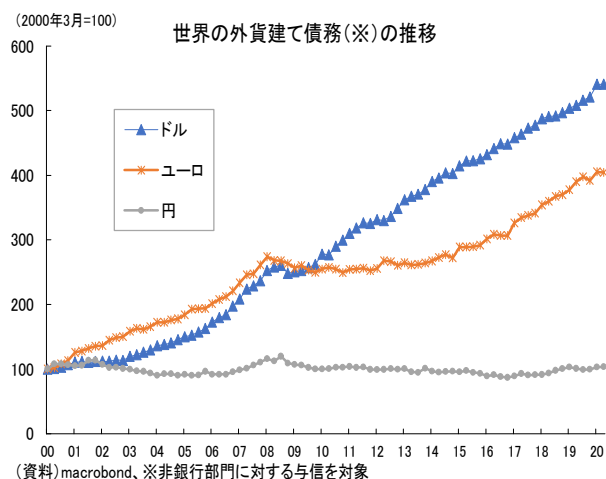
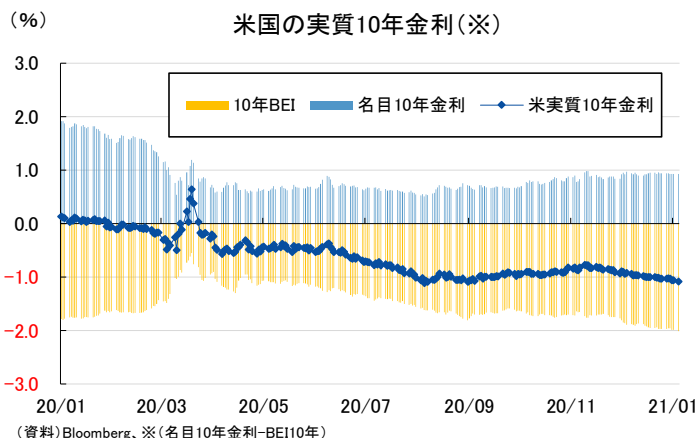
こうしたインフレ期待の高まりと、インフレ耐性に優れるとされる株価の騰勢は一応の整合性が取れるものである。しかし、理論的には人々の期待するインフレ率が上昇すると、名目金利も相応に上昇すると考えられる。いわゆる「名目金利＝実質金利＋インフレ期待」で定義されるフィッシャー効果の議論だが、2021 年は FRB がそのフィッシャー効果の発現を如何に抑制してくるかというのが注目点になってくるだろう。周知の通り、昨年来の株価上昇はインフレ期待上昇に伴う実質金利低

下に依存しているという解説が目立っている。その巷説が正しいとすれば、名目金利上昇に伴う実質金利上昇は株価下落を招くはずである。利上げや量的緩和の縮小という正常化プロセスが始まらなくても、経済・金融情勢が正常化に向かう過程で名目金利が上昇するというのは「普通のこと」であり、その「普通のこと」をFRBがどれくらい抑制しようとするかが今年問われるだろう。

～名目金利横ばいの想定には無理がある～

この点、真つかに考えれば、FRBの責務は株式市場ではなく「雇用の最大化」と「物価の安定」の2つなのだから、誰が見ても先走っている株価の騰勢にブレーキをかけること自体は容認されるはずである。しかし、コロナ禍からの立ち上がり過程で敢えてそれをやるかという批判は不可避であろう。それゆえに「どれくらい抑制しようとするか」という匙加減が重要になる。ここから先は様々な見方があり得る。名目金利が現状から横ばいで全く変わらないという見方もあれば、大きく上がる、小さく上がる、もしくは逆に(感染再拡大に応じて)下がっていくという見方もあるかもしれない。筆者は、ワクチン接種も順次始まっている以上、2021年の米金利が「横ばいで全く変わらない」という想定には無理があるという立場だ。実際、10年BEIの上昇スピードが速いので実質金利低下ばかりに目が行くが、昨年10～11月を境に名目金利も少しずつ上昇している(図)。本欄や『中期為替相場見通し』では1～3月期に米10年金利が1.0%台に乗せ、年央までに1.2%、年末までに1.5%程度までの範囲ならば動きはあり得ると考え、ドル相場の一方向的な下落もこれに応じて止まると考えている。

また、米金利上昇の際には株価の調整は元より、かねて本欄でも問題意識を示している「ドル化した世界」への影響も目にする事だろう。リーマンショック後、安価でドルが調達できるようになり、とりわけ新興国では民間部門を中心としてドル建て債務が急速に積み上がった(下図)。その調整は未だ進んでおらず放置されたままである。米金利が上昇する過程では株価の動揺に加え、新興国通貨の減価が当該国の債務負担を増すという「いつか来た道」も見え隠れしてくるだろう。一方向的な



政策運営(緩和)に尽くせば良かった 2020 年とは異なり、2021 年以降の FRB は内外への影響に鑑みつつ、タカ派とハト派のバランスを取ることに腐心する難しい局面に入ることになる。必然的に、米金利低下とこれに伴うドル安だけを決め打ちで見ておけば良かった 2020 年とは違った相場観が求められることになる。

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
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫通減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りがざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とプレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
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?
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があるのか?
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えるリスクシナリオ
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かか～
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ナス金利なのか?
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」