

みずほマーケット・トピック(2021年1月13日)

実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？

年明け以降、米国の名目10年金利の上昇ペースが非常に速いものになっており、既に1.1%台で定着している。2020年を通じて低一辺倒だった実質金利は明らかに下げ止まりの兆しがあり、反転の機を窺っているようにも見える。現状、実質金利はまだ▲1.0%付近にあるので、株価が動揺する展開には至っていない。だが、仮にそうなればFRBは間髪入れずに量的緩和拡大などを示唆して火消しに踏み込むだろう。2021年を通じて、金利と株価の一進一退は1つの見どころになるはずであり、それ自体がアフターコロナを感じさせる。実質金利の水準に関し、「どの程度になればドル買いが加速し、株価が動揺するのか」という照会も増えている。正答は難しいが、過去の経緯に鑑みれば、局面変化の判断基準として「米実質10年金利がゼロ」は分かりやすい。しかし、2021年にそこまで至ることはなさそう。年内のイメージとして米10年金利が1.5%、BEI10年が横ばいで2.0%、実質金利は▲0.5%で異例の緩和環境が継続すると考えたい。しかし、そこまで金利に動きがあればドルも買い戻される公算が大きいのではないか。

～名目金利上昇・株価上昇・ドル上昇は休憩～

年明け以降、米10年金利の上昇ペースが非常に速いものになっており、既に1.1%台で定着している。10-2年のスプレッドは4年前のトランプ就任時と並んでいる。当時はトランプノミクスの名の下にリフレ期待が金融市場を覆っていたことを踏まえれば、实体经济の現状との間に齟齬を感じずにはいられない。これに応じて年明け以降はドル買い優勢であり、対円でも一時104円台半ばまで値を上げる場面があった。足許では調整が入っているが、こうした名目金利とドルの相互連関的な上昇は『中期為替相場見通し』を筆頭に昨年来の本欄で想定してきたものである。ちなみに名目金利は上昇しているものの実質ベースでの金利上昇が確認されているわけではないため、株価の動揺はまだ見られていない。しかし、2020年を通じて低一辺倒だった実質金利は明らかに下げ止まりの兆しがあり、反転の機を窺っているようにも見える(図)。



現状、実質金利はまだ▲1.0%付近にあるので、株価が動揺する展開には至っていないが、仮にそうなればFRBは間髪入れずに量的緩和拡大などを示唆して火消しに踏み込むだろう。明日(14日)にはバイデン次期大統領の追加経済対策の表明やパウエルFRB議長の討議を控えている。

現状、実質金利はまだ▲1.0%付近にあるので、株価が動揺する展開には至っていないが、仮にそうなればFRBは間髪入れずに量的緩和拡大などを示唆して火消しに踏み込むだろう。明日(14日)にはバイデン次期大統領の追加経済対策の表明やパウエルFRB議長の討議を控えている。

る。再び、名目金利が上昇する可能性は否めず、株価動向に注視すべき時間帯が続く。2021 年を通じて、金利と株価の一進一退は 1 つの見どころになるはずであり、それ自体がアフターコロナを予感させる場面である。直線的な政策運営だけを想定していれば良かった昨年とは様相が異なる。

～実質金利上昇は▲0.5%まで？～

実質金利に底打ちの兆しが見られることで、「どの程度になればドル買いが加速し、株価が動揺するのか」という照会も増えている。正答は難しいが、世界的に新型コロナウイルスの感染拡大が懸念される直前の時期である 2020 年初頭、米国の実質 10 年金利は概ねゼロ(名目 10 年金利、BEI10 年、共に 1.8%程度)だった。そこまで回帰して初めて今次局面で打たれた異常なマクロ経済政策からの脱却が視野に入るという理解は可能かもしれない。本格的なドル買いや大幅な株価動揺を想定するにあたって「米実質 10 年金利がゼロ」というのは 1 つの分水嶺になり得る。もちろん、その水準に至るまではドル買いは起きず、株価も動揺しないというつもりはないが、局面変化の判断基準として「米実質 10 年金利がゼロ」は分かりやすいものだろう。

とはいえ、2021 年にそこまで至ることはなさそうだ。現在 2%で高止まりしている BEI10 年が多少調整したところで、顕著に下がる理由は(ウイルスの強毒化かつワクチン無効化などを除けば)思い当たらない。名目 10 年金利はどうか。FRB が怒涛の利下げに踏み切り、ゼロ金利に至ったのが昨年 3 月で、2 月時点では金融政策の修正はなかった。その 2 月中の名目 10 年金利平均が概ね 1.5%程度だった。本欄や『中期為替相場見通し』で「年内、米 10 年金利の上限は 1.5%」という前提を置いているのは、年内いっぱいかけて「ゼロ金利前の世界が視野に入る」ところまでたどり着くのが限界という考え方に基づいている。仮に米 10 年金利が 1.5%、BEI10 年が横ばいで 2.0%としても実質金利は▲0.5%であり、ゼロには届かず、異例の緩和環境であることに変わりはない。

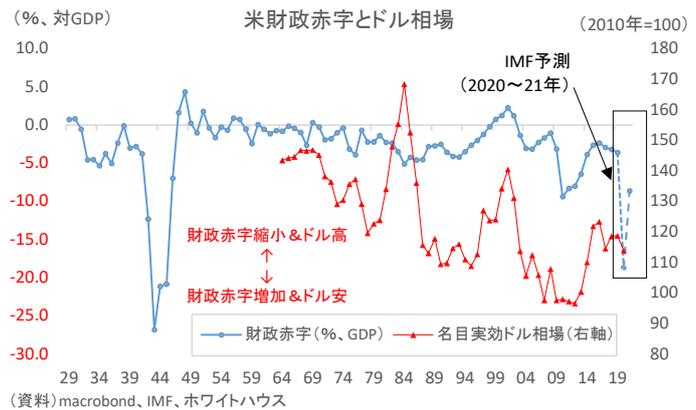
～実質金利マイナスでもドル買いはある～

2021 年の為替見通しに関してドル安予想が多いのは「実質金利のマイナスが続くのでドル売り」という視点が多いようだ。それも 1 つの考え方だが、筆者はそうのように考えていない。米国の実質 10 年金利とドル相場の相関関係はとりわけ 2020 年に強まったが、常にそうだったわけではない。右図からは「実質金利がマイナス圏にあるうちはドル売り」という判断ができなくもないが、名目金利主導で実質金利が上がってくれば、「金利差なき世界」においてドル買いが見直されると考えたい。実際、昨年 8 月から 11 月までの 3 か月間、実質金利が上昇し、ドルインデックスも底打ちする時間帯があった。実質金利がマイナス圏にあったとしても、はっきりと上昇の方向感が見えてくればドル買いは起きるのだろう。



なお、2020 年のドル安を引き起こしたのは「米金利の低位安定」と財政赤字に裏打ちされた「ド

ルの過剰感」だった。前者に変化が見られ始めていることは既述の通りだが、後者はどうだろうか。バイデン次期政権の財政政策運営次第ゆえ、現状では確たることが言い難いものの、財政赤字(%、対GDP)が2020年対比で改善はしても、悪化することはないというのが既定路線である。とすれば、方向感としてはドルの反転に構えたいところではないか(図)。もっとも、昨年



赤字規模が半減してGDP比▲10%程度の赤字となっても「ドルの過剰感」は十分大きいので、ドル安継続を予想する材料としては相応に有力である。ここが2021年の為替予想の難しい部分だろう。忘れてはならない点は、2020年は「ドルの過剰感」によって生じるはずの米債金利の上昇をFRBが人為的に止めていたという事実である。2021年は実体経済の改善に応じてある程度容認する可能性があるというのが本欄や『中期為替相場見通し』の視点である。上述したように、その容認度合いが、名目金利で1.5%程度、実質金利で▲0.5%程度ではないかというのが現時点の筆者の基本認識であり、そこまで金利に動きがあればドルも買い戻される公算が大きいのではないかと考える。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.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12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられず～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
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	前門のブレグジット、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「収獲減」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の振りかざす「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ブ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	ワクセ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～求められる緩和と仕事～
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・ブレグジット 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	ブレグジット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～