

みずほマーケット・トピック(2021 年 1 月 27 日)

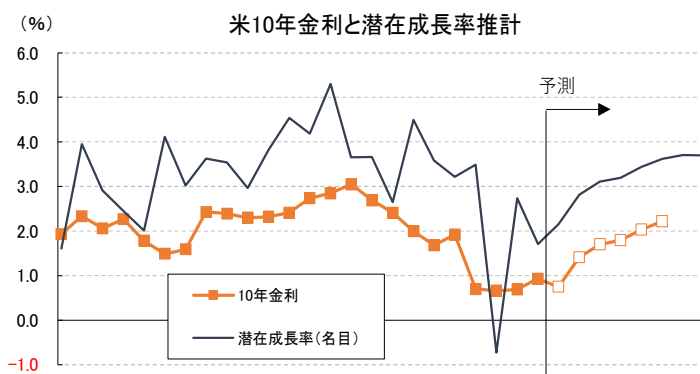
米 10 年金利はどこまで上がりそうか？

2021 年の金融市場は「悲観の極み」だった 2020 年からの反発を基軸に物事を考えることが重要。その際、やはり「米金利がどこまで上がるか」が要諦になる。今年、米 10 年金利はどこまで上がるだろうか。色々な考え方があり得る。例えば潜在成長率との関連からイメージを作るとどうなるか。コロナ以前から米 10 年金利は潜在成長率より▲120～140bps ほど低い水準が常態化していた。米議会予算局の推計する 2021 年の潜在成長率は+2.8%。そこから▲120～140bps ほど低い 1.4～1.6%というのが 10 年金利に対する 1 つの目線か。イールドカーブの形状からイメージを得る方法もある。現在、米 10 年-2 年金利のスプレッドは約 100bps 程度。正常化プロセスの号砲と解釈されたバーナンキショックの時代などを参考にした場合、10 年-2 年スプレッドは 150bps 程度が目安になりそう。とすると、やはり 10 年金利に残された上昇余地はあと 50bps 程度という話に。年内の 10 年金利の上限を 1.50%に置き、為替市場を中心とする資産価格の策定を行うという基本姿勢はそれほど的外れではなさそう。但し、切り下がる中立金利には注意。

～米 10 年金利はどこまで上がるのか～

本欄や『中期為替相場見通し』では再三論じているが、2021 年の金融市場は「悲観の極み」だった 2020 年からの反発を基軸に物事を考えることが重要である。その際、やはり「米金利がどこまで上がるか」が要諦になる。実体経済対比で進む株高も、大幅に進んだドル安も全ては昨年 3 月に FRB が一気に▲150bps の利下げを敢行し、10 年を筆頭とするあらゆる年限の金利が歴史的低水準で張り付いていることに起因している。例えば、現状と展望を議論する上で最も代表性が高そうな 10 年金利は昨年 3 月以降、0.50～1.00%のレンジで推移している。コロナ以前、米国の潜在成長率は 3%強という試算もあったことを思えば、超低金利と言って差し支えない。今後の資産価格の動向は歴史的低水準で張り付く米 10 年金利の動向に依存してくると言って過言ではない。それは、今後コロナが終息に向かうことを前提とすれば「どこまで金利が上がるか」という問いでもある。

この点については色々な考え方があり得る。例えば潜在成長率との関連からイメージを作るとどうなるか。右図は米 10 年金利と米議会予算局(CBO)の推計する名目ベースの潜在成長率の推移を見たものだ。CBO 推計によれば、直近 5 年(2015～19 年)の潜在成長率は平均+3.5%あった。これに対して同期間の米 10 年金利は平均 2.2%である。直近 3 年(2017～19 年)では平均+3.8%に対し、



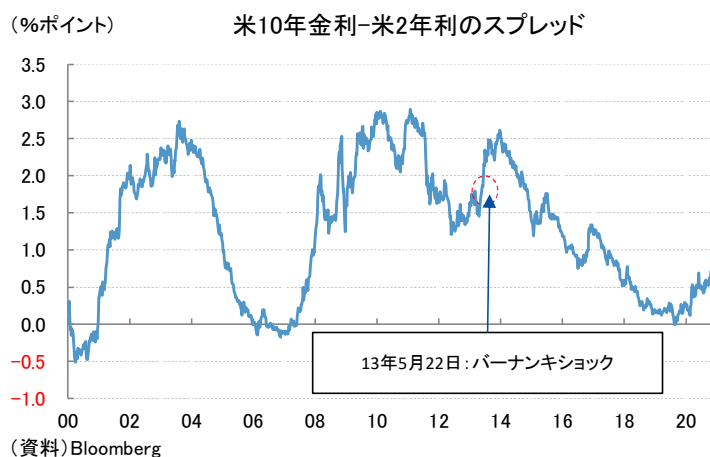
※潜在成長率は米CBO試算。10年金利は過去3年の潜在成長率と10年金利の差について平均を取り、それをCBO試算に加味して逆算したもの。

(資料)macrobond

平均 2.4%であった。つまり、コロナ以前から米 10 年金利は潜在成長率より▲120～140bps ほど低い水準が常態化していたことになる。コロナショックの深手を考えれば、当面の米 10 年金利はこの目線以下で考えた方が良いでしょう。CBO の推計する 2021 年の潜在成長率は+2.8%なので、そこから▲120～140bps ほど低い 1.4～1.6%が 10 年金利に対する 1 つの目線になるだろうか。

～10 年-2 年スプレッドからのイメージ～

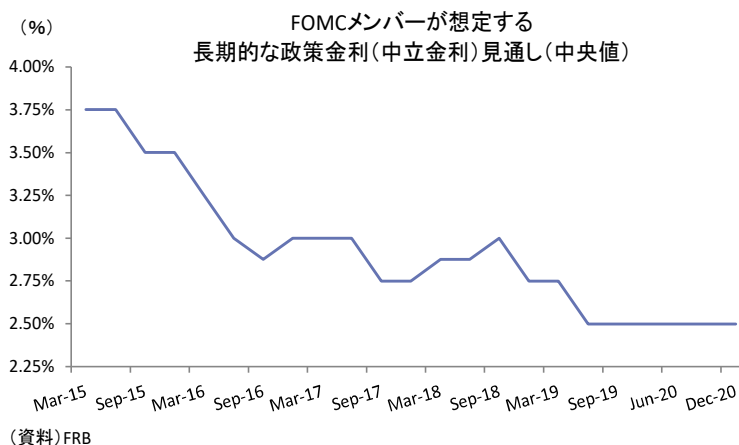
イールドカーブの形状からイメージを得る方法もある。右図は米 10 年-2 年金利のスプレッドを見たものである。現在は約 100bps まで広がっており、これは 3 回利上げしていた 2017 年に近い水準である。ちなみに正常化プロセスの号砲と解釈された 2013 年 5 月 22 日のバーナンキ元 FRB 議長の議会証言(通称バーナンキショック)の頃は 160bps 程度だった。これから正常化プロセスが始まるかという局面ではそれくらいだったという



う見方もできる。とすれば、10 年-2 年スプレッドは 150bps くらいまでの拡大が限界だろうか。一般的に 2 年金利は政策金利と相関が強く、10 年金利はインフレ期待や景気の先行きと相関が強いと解釈される。政策金利は 2023 年末までゼロ金利維持で意見集約されており、この前提は堅い。とすると、「10 年-2 年スプレッドが 150bps」を前提とした場合、10 年金利に残された上昇余地はあと 50bps 程度という話になる。足許から言えば、やはり 1.50%程度だ。年内にバーナンキショックのようなステージまで到達することはないとすれば、1.50%が限界というのは腑に落ちる。もっとありそうなシナリオとして年内の 10 年金利の上限を 1.50%に置き、為替市場を中心とする資産価格の予想を策定するという基本姿勢はそれほど誤ったものにはならないだろう。

～但し、政策金利の天井は切り下がっている～

とはいえ、ドットチャートを前提とした場合、利上げの終点と目される中立金利は前回利上げ局面の当初は 3.50%だったが、足許では 2.50%まで下がっている。現在、コロナショックで労働参加率が大幅に下がっていることなどを考慮すれば、潜在成長率とそれを実現するための中立金利はさらに切り下がっていても不思議ではない。仮に政策金利の上限が切り下がっているのなら、過去の経験則をアテにして金利水準を探ることが危うくなっているということでもある。だとする



と、2021 年の米金利が思ったほど上昇せず、ドル買戻しも限定されるという展開も考えられる。2021 年は米金利とドルが底打ちを探る年になるという本欄のメインシナリオにとって、こうした中立金利低下に伴う市場金利の抑制という視点がリスク要因の 1 つと考えられるだろう。

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。

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25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC?～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
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?
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に～
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「收穫通減」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・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～)