

みずほマーケット・トピック(2021 年 2 月 2 日)

イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～

海外を中心にワクチン接種が進み、少しずつだが事態の変化が確認されつつある。その筆頭が首相自ら「世界の実験室」と称するイスラエル。ワクチン接種回数で圧倒的な世界トップを走っている。数字を見る限り、ワクチンの効果はてき面と見受けられる。ワクチン接種が昨年 12 月中旬過ぎたあたりから始まり、新規感染者数は 1 月中旬を境にピークアウトしている。新規死者数はまだ高止まりの印象だが、1 月下旬に入りやはりピークアウトの兆候。接種回数の劣る米国も似たような状況になりつつあり、今後、イスラエルで起きることが世界の指針になる可能性も。市場にとっても無視できない材料になる。ワクチンが奏功することでコロナとの戦いが終息し、裁量的なマクロ経済政策が撤収、結果として資産価格が調整を被るリスク(以下イスラエルリスク)を懸念する声も出ている。懸念として一理あるが、筆者はイスラエルリスクが実現する可能性は高くないと考える。ワクチン流通を受けた「経済活動の正常化」と「マクロ経済政策(財政・金融政策)の正常化」の間には極めて大きな距離があり、別の話であることを認識すべき。

～「世界の実験室」イスラエルの現状～

日本で緊急事態宣言延長が話題になる一方、感染状況がより悲惨な海外ではワクチン接種に絡んで事態の変化が見られつつある。その筆頭がネタニヤフ首相自らが「集団免疫に向けた世界の実験室」と称するイスラエルだ。1 月 30 日現在、人口 100 人当たりの接種回数は 54.7 回と圧倒的な世界最速ペースを誇り、2 位のアラブ首長国連邦(UAE、31.5 回)に大きく差をつけている。「大量に早く購入した」、「1 回分につき数ドル多く払っても、すぐに誰もがその 10 倍を払うようになる」(共にネタニヤフ首相)といった判断の早さもさることながら、同国が個人の医療記録をしっかりとデジタル一括管理していることで、製薬会社もデータを取りやすいというメリットが奏功したようである。

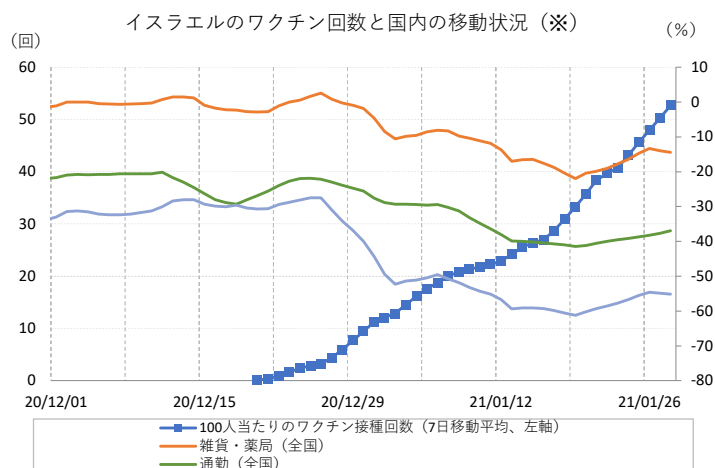
入手可能な数字を見る限り、その効果はてき面であるように見受けられる。イスラエルではワクチン接種が昨年 12 月中旬過ぎたあたりから始まり、新規感染者数(日次)が 1 月中旬を境にピークアウトしている。新規死者数(日次)はまだ高止まりの印象だが、1 月下旬に入りやはりピークアウトの兆候が見受けられる。死者数は感染者数の遅行系列であろうから、この程度のラグがあっても不思議ではない。こうした変化が行動制限の結果なのか、気候の変化なのか、それともワクチンなのか。あるいはそれ以外なのか。疫学の専門家ではない筆者に多くを語る能力はないが、グラ



フがワクチンの効力に期待を抱かせるものであることは確かだろう。今後、イスラエルで死亡者数が明確に減り、新規感染者数が根絶される展開になれば、いよいよ金融市場でも材料視されるだろう。

～人の往来まで含めた正常化は遠そう～

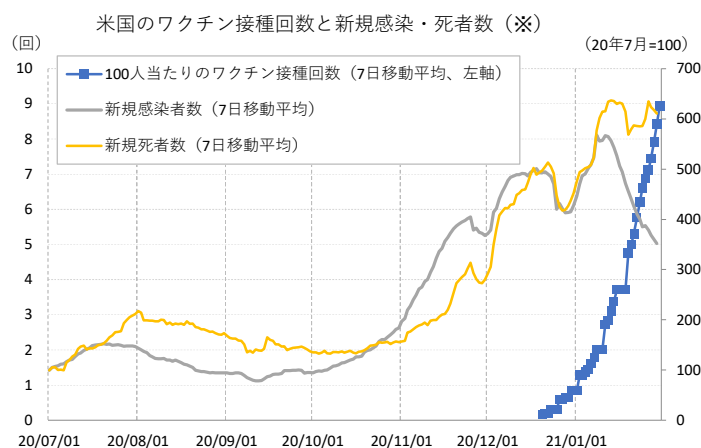
ワクチンとイスラエルの先行きは金融市場にとってリスクだと評価する向きが目立つ。そのリスクとはワクチンによって新型コロナウイルスとの戦いに終止符が打たれ、昨年来続けられている裁量的なマクロ経済政策が撤収、結果として株価を中心に資産価格が大きな調整を被るリスク(以下イスラエルリスク)である。とりわけ昨年来の株高が企業収益の現状と展望に照らして異様であることは論を待たず、それが全てとは言わないまでも低金利に依存した価格形成である可能性は否めない。イスラエルという「実験室」で起きたことが世界に波及していくことを前提に、株売りを警戒するの気持ちはわからなくはない。もっとも、グーグルが日次公表するモビリティ報告を見る限り(図)、イスラエル国内の人の流れはコロナ以前と比べて悪化こそ止まっているものの明確に改善に転じたとは言えない。まずは、グーグルの設定するベースライン(2020年1月3日～2月6日)まで活気が戻るかが鍵になるだろうか。感染者・死亡者が概ね根絶され、人の往来まで正常化された上で、同国から終息宣言めいたものが出てくると、いよいよイスラエルリスクが金融市場で話題になりそうである。



(資料)macrobond、※ベースライン：2020年1月3日～2月6日

～米国で求められる再現性。既に兆候あり～

もっとも、イスラエルリスクと言いつつ、ワクチンによる経済活動の正常化を金融市場が織り込むにはイスラエルという「実験室」を出て、主要な先進国における再現性も必要という慎重な見方もあるだろう。その意味では米国の挙動が決定的に重要になる。ワクチン接種から感染者数や死亡者数のピークアウトまで、イスラエルと類似の展開を米国でも確認できれば金融市場は必ず材料視する。この点、接種回数こそイスラエルに大きく劣後するものの、米国も似たような軌道を描き始めている(図)。米国でも「12月中旬に接種開始→1月中旬にピークアウト」という雰囲気を感じさせる。既に新規感染者数の減少は顕著だが、死者数は高止まりしており、ワクチン接種回数も限定的である。今後、接



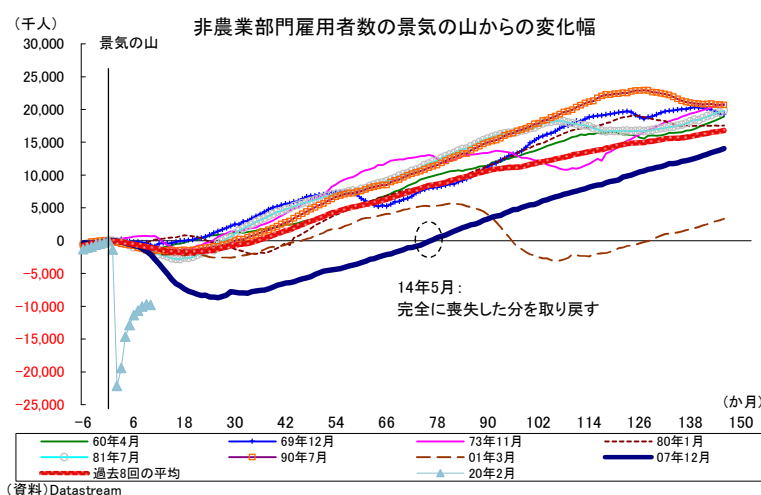
(資料)macrobond、※20年7月1日を100として指数化

種回数を積み上げ、死者数もピークアウトしてくれば、FOMC 声明文などでも言及しないわけにはいかないだろう。そうなるといよいよ市場参加者の意識するところになる。FOMC 声明文に記載された以上、金利は反応するだろう。過去の本欄でも議論したように、年内の米 10 年金利については 1.5% が重要な目線となるが、これを上離れするような展開は株や為替の一方的な値動き(株は下落、ドルは上昇)を招く可能性がある。昨年来、一部で懸念され始めているイスラエルリスクとはこのような金融市場の状況を想像しているのだと考えられる。

～「経済活動の正常化」≠「マクロ経済政策の正常化」～

だが、イスラエルリスクが実現する可能性は高くないと筆者は考えている。そのような現象があってもごく一時的な事象であり、年間を通じて見れば取るに足らない値動きになるだろう。それはワクチン流通を受けた「経済活動の正常化」と「マクロ経済政策(財政・金融政策)の正常化」の間には極めて大きな距離があるからだ。確かに、給付金に類する手厚い措置は順次撤収される可能性はある。よって「財政政策の正常化」は 2021 年中に着手される部分もあるかもしれない。しかし、金融市場が注目するのはあくまで「金融政策の正常化」だろう。これは口にすることすら難しい状況が年内は続くと思われる。上で「年内の米 10 年金利については 1.5% が重要な目線となるが、これを上離れするような展開は株や為替の一方的な値動き(株は下落、ドルは上昇)を招く可能性」に言及したが、そもそもそういう動きを FRB が容認するとは思えない。雇用・賃金情勢が壊滅している米国において株高を通じた資産効果は立派な景気対策となる。表立って金融政策と株価の関係性を口にすることはしないが、「株価は上がってにおいて貰わないと困る」というのが FRB の立場ではないかと察する。2021 年は実体経済の回復に応じた金利上昇がある程度までは容認され、それがドル高を促すと筆者も予想するが、それはあくまで「株の暴落を招かない範囲で」の話だ。株価が下がれば、これに即応して緩和姿勢を強化する公算が大きい。

そもそも、実体経済は緩和を正当化する状況にある。今後、「経済活動の正常化」を実感するほどの日常が戻っても、2020 年に失われた▲937 万人という雇用が今年や来年に復元されることはない。例えばリーマンショックを伴う景気後退は「山」を 2007 年 12 月として始まり、最大で約▲870 万人の雇用が失われた。これを全部取り返したのが「山」から 77 か月後の 2014 年 5 月だった。バーナンキ元 FRB 議長



長が正常化を示唆して大混乱を招いたバーナンキ・ショックがその 1 年前の 2013 年 5 月、初めて利上げに着手できたのがそこから 2 年半後の 2015 年 12 月だ。すなわち、失われた雇用の完全回復を実現した「2014 年 5 月」を挟んだ前後 1 年で、ようやく「金融政策の正常化」の議論を始め、着手することができたのである。まだ▲937 万人が失われているという現状に目を戻せば、デュアルマンド(2つの責務)のうち、「雇用の最大化」の実現は相当遠いことが分かる。

もう 1 つの責務である「物価の安定」についても不安定な状況が続くはずだ。もちろん、2021 年の消費者物価指数 (CPI) や個人消費支出 (PCE) デフレーターは前年比で見れば大幅に上昇するはずだが、あくまで原油価格急落の反動であり、それをもって FRB が「物価の安定」を認識することはありません。イスラエルリスクは絶望的なコロナ禍からの脱却を主要テーマとする久しぶりの明るい要素を含んだ話題でもあるが、あくまで「経済活動の正常化」と「金融政策の正常化」の間には如何ともしがたい距離があることを 2021 年の金融市場は痛感することになるはずである。

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29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
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」
2021年1月18日	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15日	週末版(ECB政策理事会議長要旨～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「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
2020年11月17日	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16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&アフタート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」
2020年10月16日	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15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14日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月13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忌感はどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議長要旨(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～
2020年9月18日	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17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15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政策理事会議長要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議長要旨を受けて～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
2020年8月18日	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