

みずほマーケット・トピック(2021年2月12日)

内容 1. 為替相場の動向 2. 来週の注目材料
3. 下がる実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～

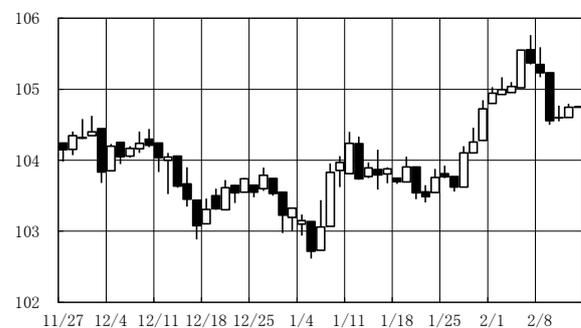
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は下落する展開。週初8日、105円台前半でオープンしたドル/円は、米10年債利回りが1.2%に迫る動きを横目にドル買いが強まると一時週高値となる105.67円まで上昇。しかしその後は特段材料難な中、米金利の低下や利益確定の動きに、ドル/円は105円台前半まで押し戻された。9日には、米金利低下を意識したドル売りが強まると、ドル/円は105円を割り込む展開。その後もじりじりと低下し、ドル/円は104円半ばまで下落した。10日には、ドル売り優勢地合いの展開にドル/円は一時週安値となる104.41円をつけるも、日銀のマイナス金利の深堀の余地があるとの報道に円が売られると、104円台後半まで反発。その後パウエルFRB議長の講演では、ハト派寄りの発言を受け、ドル/円は104円台後半で上値重く推移した。11日は、本邦や中国が休場となる中、ドル/円は104円台後半で終始動意に欠ける推移となった。本日のドル/円も、104円台後半の水準で方向感に欠ける値動きとなっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は上昇する展開。週初8日、1.20台後半でオープンしたユーロ/ドルは、一時週安値となる1.2020までじりじりと下落するも、米金利低下を背景にドル売りが強まると1.20台後半まで反発。翌9日にかけても米金利低下を意識したドル売りにサポートされ、米株式市場がプラス圏に回復すると、リスク志向のドル売りが強まり、ユーロ/ドルは1.21台前半まで上昇した。10日もドル売り優勢地合いにユーロ/ドルは1.21台半ば近辺まで強含む場面も見られたが、その後は上値重く1.21台前半で揉み合い推移となった。11日には、米金利がじりじりと低下する中、ドル売り優勢となり、ユーロ/ドルは一時週高値となる1.2149まで上昇したが、上値は重くその後は1.21台前半まで反落した。本日のユーロ/ドルも、1.21台前半で動意に乏しく推移している。

今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		2/5(Fri)	2/8(Mon)	2/9(Tue)	2/10(Wed)	2/11(Thu)
ドル/円	東京9:00	105.58	105.40	105.21	104.59	104.62
	High	105.76	105.67	105.26	104.84	104.80
	Low	105.32	105.15	104.50	104.41	104.55
	NY 17:00	105.37	105.23	104.56	104.60	104.75
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1966	1.2051	1.2052	1.2115	1.2120
	High	1.2050	1.2066	1.2122	1.2144	1.2149
	Low	1.1952	1.2020	1.2049	1.2110	1.2114
	NY 17:00	1.2050	1.2050	1.2121	1.2118	1.2133
ユーロ/円	東京9:00	126.28	126.96	126.78	126.73	126.81
	High	127.00	127.12	126.84	127.06	127.15
	Low	126.18	126.66	126.45	126.68	127.71
	NY 17:00	126.97	126.80	126.73	126.80	127.05
日経平均株価	28,779.19	29,388.50	29,505.93	29,562.93	-	
TOPIX	1,890.95	1,923.95	1,925.54	1,930.82	-	
NYダウ工業株30種平均	31,148.24	31,385.76	31,375.83	31,437.80	31,430.70	
NASDAQ	13,856.30	13,987.64	14,007.70	13,972.53	14,025.77	
日本10年債	0.06%	0.06%	0.07%	0.07%	-	
米国10年債	1.17%	1.17%	1.16%	1.12%	1.16%	
原油価格(WTI)	56.85	57.97	58.36	58.68	58.24	
金(NY)	1,813.00	1,834.20	1,837.50	1,842.70	1,826.80	

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、18日(木)にFOMC議事要旨(1月26~27日開催分)が公表予定である。1月会合では政策金利は現状維持となつて、金融政策の長期目標と戦略に関しても大きな変更はなかった。これに伴って、最大雇用と物価安定の目標達成に向け一段の著しい進展があるまで政策金利と資産購入ペースは維持されることとなった。一方、将来的な政策変更の可能性については大きな余地を残しており、FOMCメンバー間でもタカ派・ハト派の双方の見解が出ていることがこれまでの報道で明らかとなっている。パウエルFRB議長は1月会合後の会見で量的緩和の縮小時期を議論することは時期尚早とコメントしているが、議事要旨内でも関連の記載があるものとみられる。FRBは金融市場への影響を踏まえて、資産購入の政策に変更が生じる場合には時間的な猶予をもって発表するとしている。先月から開始しているワクチンの実用化やバイデン政権下での追加経済政策の効果はFRBの今後の物価・経済の展望のみならず、資産購入に関するフォワードガイダンスの指針にも影響を及ぼすものとみられる。政策金利がゼロの水準にある状況下、FRBにとって資産購入に関する政策指針が景気刺激策を調整する主要な手段となることが有力であるため、引き続きその動向を注視する必要がある。
- 本邦では15日(月)に10~12月期GDP(速報)の発表を控える。7~9月期GDPは前期比+5.3%(前期比年率+22.9%)となり、4四半期ぶりのプラス成長となった。主な内訳をみると、昨年春に実施されたロックダウンが解除されたことや特別定額給付金の効果から個人消費が前期比+5.1%増加した。また、世界経済の再開を受けて堅調に輸出が回復したこともGDPを押し上げた格好となった。一方で、4~6月期に記録した戦後最大の年率▲28.8%の減速分を取り戻してはいない状況で、7~9月期の結果もあくまでロックダウンの影響を大きく受けた4~6月期からの数字であることには留意したい。10~12月期に関しては、財貨・サービスの輸出が回復している傾向にあるものの、年末にかけて感染再拡大の影響で対面型サービスをはじめ一部業種では、業績の悪化が再度懸念される。年初以降も一部地域で緊急事態宣言が発令されていることから経済回復ペースは依然緩やかなものとなるだろう。なお、ブルームバーグの事前予想では10~12月期のGDPを前期比+2.4%(前期比年率+10.1%)と引き続きプラス成長を見込んでいる。

	本 邦	海 外
2月12日(金)	—————	・米2月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・英10~12月期GDP(速報)
15日(月)	・10~12月期GDP(速報) ・12月鉱工業生産(確報)	・ユーロ圏12月鉱工業生産 ・ユーロ圏12月貿易収支
16日(火)	・12月第3次産業活動指数	・ユーロ圏10~12月期GDP(修正値)
17日(水)	・1月貿易収支	・米1月PPI ・米1月小売売上高
18日(木)	・1月工作機械受注(確報)	・米FOMC議事要旨(1月会合分) ・米1月住宅着工件数 ・米1月輸出/輸入物価指数
19日(金)	・1月全国CPI ・2月製造業/サービス業PMI(速報)	・米2月製造業/サービス業PMI(速報) ・ユーロ圏12月経常収支 ・ユーロ圏2月製造業/サービス業PMI(速報)

【当面の主要行事日程(2021年2月~)】

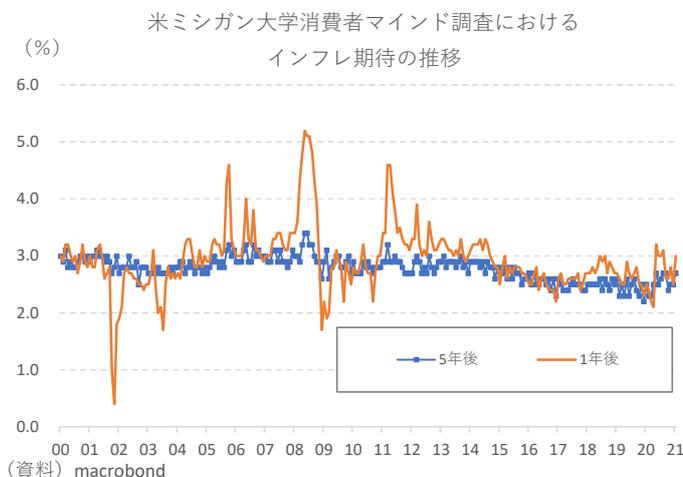
ECB政策理事会(3月11日、4月22日、6月10日)

FOMC(3月16~17日、4月27~28日、6月15~16日)

日銀金融政策決定会合(3月18~19日、4月26~27日、6月17~18日)

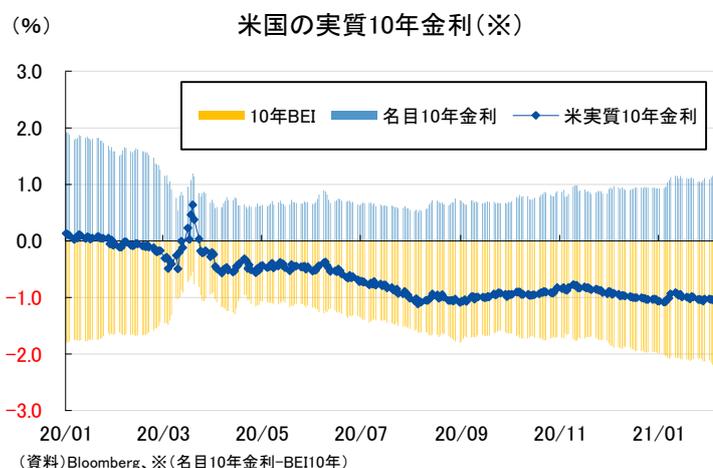
3. 下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米 10 年金利 1.5%」という節目～ 下がらないインフレ期待

雇用統計などの基礎的経済指標を見る限り、米国の実体経済の復調が未だ遠そうであるが、インフレ期待は腰折れする雰囲気がない。ブレイクイーブンインフレ率 (BEI) のような市場ベースのインフレ期待のみならず、各種マインド指標と合わせて発表される調査ベースのインフレ期待でも安定が見られる。例えば後者についてミシガン大学消費者マインド調査で示されるインフレ期待を見みると、1年後および5年後を見据えたインフレ期待はむしろ 2%まで下がったところで切り返している。雇用・賃金環境が壊滅的な状況にあり、それゆえにインフレ期待も下方屈折しても良さそうなものだが、そうなっていない。あくまで「物価は上がるもの」という心理が実体経済に埋め込まれているというのが米国経済の特徴なのかもしれない。日本は元より欧州とも大きな違いを感じる。



昨夏から動いていない米実質金利

一方、市場ベースのインフレ期待については米 10 年債利回り (以下単に米 10 年金利) と 10 年物 BEI を用いた米実質 10 年金利の動向が昨年来注目されている。とりわけ、その歴史的低水準での推移が実体経済と金融市場 (とりわけ株価) の乖離を生んでいるとの解説が支配的だ。右図に示されるように、米実質 10 年金利は歴史的な低水準 (▲1%前後) をつけた昨年 8 月から殆ど動いていない。日々、米 10 年金利と 10 年物 BEI の上昇傾向は報じられているものの、両者の動きは概ね並行しているの



でその差である実質 10 年金利も横ばいなのである。名目金利の中で最も代表性が高そうな米 10 年金利がこれほど水準を切り上げてても株価が崩れないのは、米実質 10 年金利が過去最低水準に張り付いているからという解説は相応に説得力が感じられる。とすると、実質金利が▲1%から明確に乖離した水準 (▲0.50~▲0.75%) で推移し始めた場合などは警戒だろうか。

しかし、実質金利が全ての資産価格に対して万能な説明変数という印象もない。為替市場に目をやれば、米 10 年金利の上昇に応じてドル相場は反転している。株価は実質で、為替は名目で価格形成が進んでいるという状況は如何にも金融市場の手前勝手な整理であるが、重要なことは株価急落を招くほど実質金利が上がってくれば、FRB はそれを容認しないということだ。株価急落に狼狽した FRB は名目金

利の押し下げを企図して国債購入の増額やフォワードガイダンスの強化などをちらつかせる公算が大きい。そうなれば、米10年金利と共に浮揚してきたドル相場も反落するだろう。詰まるところ、株価急落とドル下落（厳密にはドル安・円高）は同時に起きる公算が大きい。

イールドスプレッドの現状と展望

国債利回りと株価の関係ではイールドスプレッド（国債利回り－株式益利回り）が参考にされることが多い。この点、S&P500 指数の益利回りは今年1月時点で4.6%程度（12か月先の予想EPSベース）、イールドスプレッド（1.1%－4.6%）は▲3.50%ポイント程度である。前回利上げ局面で米国の株価が大崩れしていた2018年下期（とりわけ10月前後）でイールドスプレッドは▲3.00%前後だったので、益利回りを横ばいとした場合、米10年金利の上昇余地は50bps程度と



いうイメージになるだろうか。これは1.5～1.6%というイメージになり、過去の本欄¹で議論した水準を概ね符合する。これをさらに超えて米10年金利が2%前後まで上昇した場合、米株の相対的な投資妙味ははっきりと薄れることになりそうだ。こうしたイールドスプレッドの推移は当然重要な視点だが、前回利上げ局面でも米10年金利が2.5%や3.0%といった大台に乗せるタイミングで株を手放す動きが進んだことも思い返される。そうした「正常化過程における米金利上昇の心理的な節目到達」を懸念するのであれば、やはり米10年金利の1.5%到達が2021年で最も警戒すべきポイントになりそうだ。

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 本欄 2021年1月27日号『米10年金利はどこまで上がりそうか?』をご参照下さいませ。

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2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?～一過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
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～
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」
	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「収穫減」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・経済にとつてのリスク～)
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秋季世界経済見直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最新見直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～