

みずほマーケット・トピック(2021 年 2 月 18 日)

動き始めた米実質金利への懸念～10 年 1.3%到達を受けて～

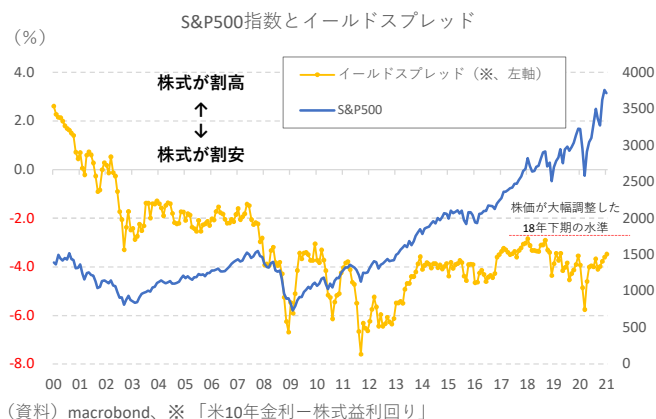
ドル/円相場は 17 日、一時 2020 年 9 月以来、約 5 か月ぶりの高値となる 106 円台前半を付けた。ひとえに米 10 年金利の上昇を受けたドル全面高の副産物であり、「円安というよりもドル高」と言った方が正確。昨年 11 月時点の本欄では米 10 年金利に関し、1～3 月期に 1% 台に定着、4～6 月期に 1.2%、年内で 1.5% 程度というイメージを前提にしていたが、今や 3 月末までに 1.4% 台定着、6 月末に 1.6% 到達ということは十分考えられる状況。ハウズビューの修正は月末時点で正式検討するが、既存見通しから 3 円(最も楽観的に見て 4 円)程度は円安方向に修正する可能性も。なお、名目金利の上昇ペースが早くなっていることで、実質金利も浮揚し始めている。これまで実質金利が上がらなかったからこそ、株価が調整しない「良い金利上昇」と受け止められてきたことを忘れてはならない。ここにきて金利上昇が加速している理由は判然としませんが、米国でもはっきりとワクチン効果が顕現化され始めていることが大きいのだろう。イールドスプレッドの動きなどから察するにあと 10bps 程度の 10 年金利上昇は耐え得るかどうか。

～このままであれば年末 110 円超えが見える地合い～

ドル/円相場は 17 日、一時 2020 年 9 月以来、約 5 か月ぶりの高値となる 106 円台前半を付けた。ひとえに米 10 年金利の上昇を受けたドル全面高の副産物であり、「円安というよりもドル高」と言った方が正確だろう。ユーロ相場も全体的に軟調地合いが続いている。米 10 年金利に関しては、昨年 11 月時点(当時は 0.9% 付近で推移)の『中期為替相場見通し』において 1～3 月期に 1% 台に定着し、4～6 月期に 1.2%、年内で 1.5% 程度というイメージを前提にしていた。それでも当時としてはかなりタカ派色の強い予想だったと記憶する。しかし、今や 3 月末までに 1.4% 台定着、6 月末に 1.6% 到達ということは十分考えられる状況である。これに応じてハウズビューを改定するかどうかは月末時点の市況を見て判断することになるが、仮に今が月末だった場合、既存見通しから 3 円(最も楽観的に見て 4 円)程度は円安方向に修正することを検討しても良いのかもしれない。それは年末時点で 110 円超えの定着を予想する修正である。

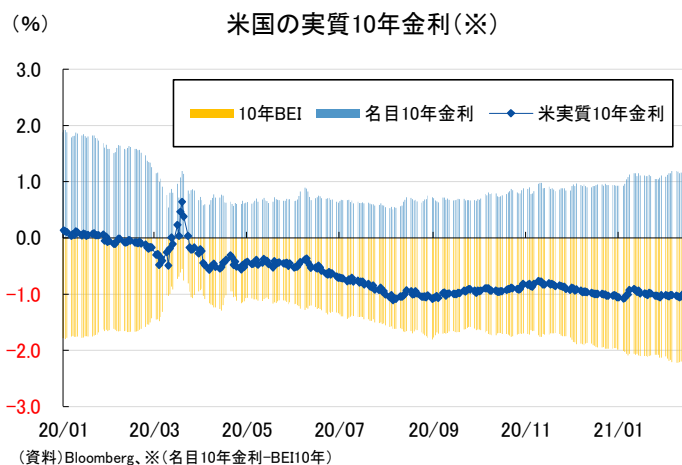
～動き始めた実質金利～

上述したように、足許の地合いをけん引するのは明らかに米 10 年金利の騰勢であり、市場では 1 年ぶりに 1.3% 台に乗せた動きが話題である。この勢いは続くのだろうか。10 年金利の上値目途については過去の本欄でも繰り返し議論しているが、潜在成長率やイールドカーブ、イールドスプレッドの状況を勘案す



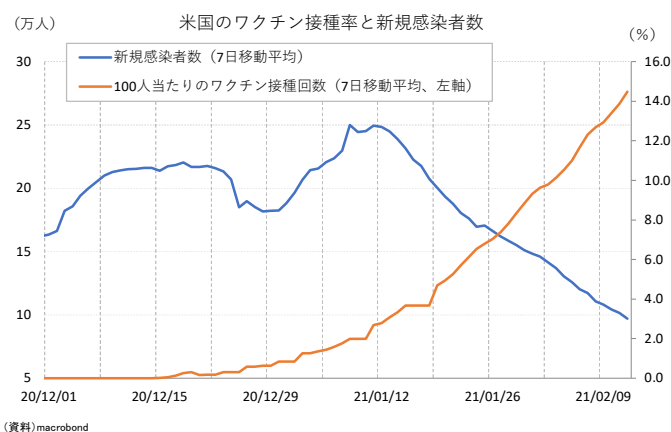
ば「1.5～1.6%」程度が妥当ではないかと考えられる。この相場観は今も大きく変わってはいない。例えば、金利上昇局面で株価が大幅に調整した 2018 年 10 月頃のイールドスプレッドは▲3.50% 程度だったが、現在は▲3.30%程度まで縮小してきている。あと 10bps 程度であれば、株価の調整を伴わない「良い金利上昇」と言い張れるかもしれないが、そろそろ厳しくなってきた感はある。しかも、当時は完全雇用下で利上げが始まっていたのであり、今とは比較ならないほど良好な経済・金融情勢だったことも忘れてはならない。

何より実質金利が浮揚し始めていることは要注意である。先週の本欄では米実質 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ことを指摘し、それが「名目金利が上昇しても株高が崩れない理由」と考えた。図に示されるように、米国 10 年債利回りと 10 年物ブレイクイーブンインフレ率(10 年物 BEI)を用いた米実質 10 年金利は昨年夏以降、▲1%付近が常態化してきた。年明け直後、▲1%を超え、▲0.90%台で 7 営業日(1 月 8～18 日)ほど推移したことがあったものの、直ぐに▲1.0%台に戻ってきた。今のところ 15 日に▲1.01%、16 日に▲0.94%、17 日に▲0.92%と順当に上昇傾向にあるため、まずは年初来で最高水準となる▲0.90%割れに構えたいところである。実質金利が上がらなかったからこそ、株価が調整しない「良い金利上昇」と受け止められてきた経緯を忘れてはならない。



～アフターコロナを見据えた期待の激変～

ここにきて金利上昇が加速している理由は判然としない。追加経済対策が現実味を帯び始めていることを指摘する向きもあるが、それも今更感のある話であろう。やはりアフターコロナを見据えて市場の期待が非線形に変わり始めている可能性を考えるべきではないだろうか。イスラエルは元より、米国でもワクチン接種回数の増加を受けて新規感染者数がはっきりとピークアウトしている(図)。このペースでいけば、夏場には終息という声も



出てきそうな勢いである。こうした感染終息への期待が名目金利に落とし込まれていると考えるのが無難ではないか。とすれば、株価が動揺し、それに FRB が懸念を示すまで名目金利の上昇は続く可能性がある。その臨界点が 1.5～1.6%というのが現状の筆者の見立てである。

もっとも、年初来の名目金利の上昇ペースが性急であることは否めず、それゆえに実質金利に動きが出始めてしまっている。昨日公表された 1 月分の FOMC 議事要旨では市場が警戒する物

値上昇について「一時的で長続きしない」と一蹴している。筆者も同感だ。ここから先、さらに 10 年物 BEI が騰勢を強め、実質金利の低位安定を促してくれるのであれば名目金利上昇と株高が併存する芽もあるが、労働市場の悲慘な現状と展望を踏まえれば、インフレ期待の上昇もそろそろ頭打ちだろう(現にそうなりつつある)。期待は常にオーバーシュートすることを踏まえても、本邦年度末(3 月末)までの短い時間軸で検討した場合、10 年金利で 1.4%程度、ドル/円相場で 107 円程度が上限ではないかと考えている。

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2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分) アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下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～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常態～
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?～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「収獲減速」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感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讀むべきか～「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讀むか～「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～