

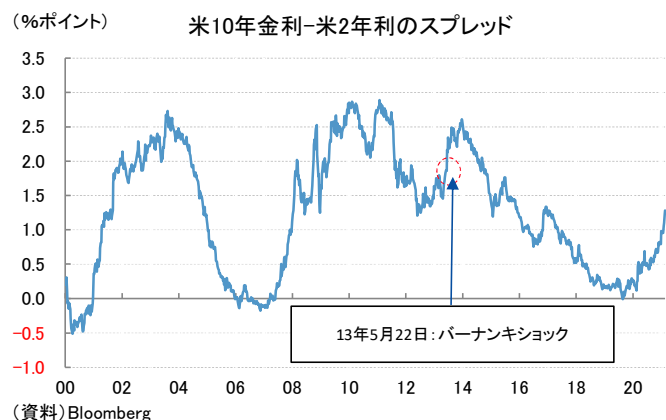
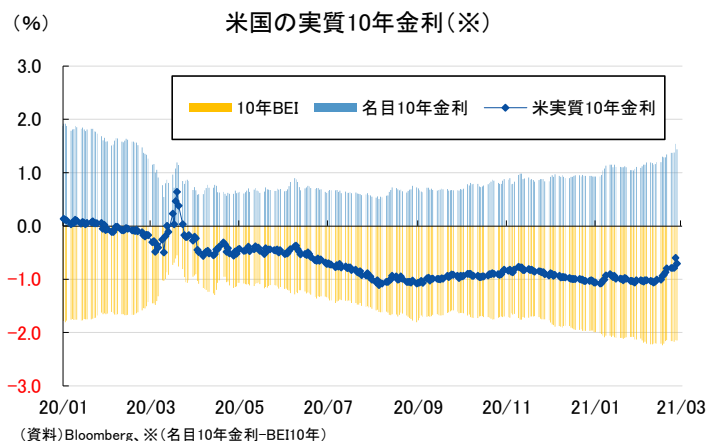
みずほマーケット・トピック(2021 年 3 月 2 日)

「鏡に映った自分」に惑う FRB～前提が変わった 2 か月間～

年明け後 2 か月間の金融市場を総括すると株高・金利高・ドル高のトリプル高。昨年来、「実質ベースで見た米金利の低位安定が株高とドル安を支える」という事実が金融市場の大前提として機能していたが、この大前提が変わり始めている。今のところ、FRB 高官がこの状況をさほど悲観視しているようには見えない。議長を筆頭として FRB 高官が現状の金利上昇を追認するような発言を繰り返している。足許の金利上昇が回復期待を映じたものであることは間違いないが、それを FRB 高官がわざわざ追認すると市場期待はオーバーシュートしてしまう。足許の金利上昇は「実体経済の回復を映じた正当な部分」に加え、「FRB が煽った部分」が入っているように思える。政策運営を検討する上では、「鏡に映った自分」を見て強気になっているようなもので、実体経済に対してオーバーキルを引き起こす恐れもある。もっとも、今の FRB の基本姿勢は「市中の金利上昇は容認しつつ、緩和路線の継続を強調」というもの。「来るべき本当の正常化プロセスを視野に断続的な株価調整はガス抜きとして必要」と考えている可能性もある。

～大前提が変わった過去 2 か月～

早くも 2021 年の取引は 2 か月間を終えた。この間の金融市場を総括すると株高・金利高・ドル高のトリプル高であり、震度の大きい順に金利高・株高・ドル高だった。足許に至るまでの話題はやはり金利高だ。昨年来、「実質ベースで見た米金利の低位安定が株高とドル安を支える」という事実が金融市場の大前提として機能していたが、今年に入ってから(とりわけ 2 月に入ってから)この大前提が変わり始めた。米国の実質 10 年金利は年初▲1.06%程度だった。具体的には名目 10 年金利 0.93%に対して、インフレ期待(10 年物ブレイクイーブンインフレ率、以下 10 年物 BEI)が 1.99%という状況にあり、結果として▲1.00%程度の実質 10 年金利が実現していた。名目金利とインフレ期待の組み合わせこそ変化してきたものの、▲1.00%程度の実質 10 年金利は昨夏以降、変わりのない



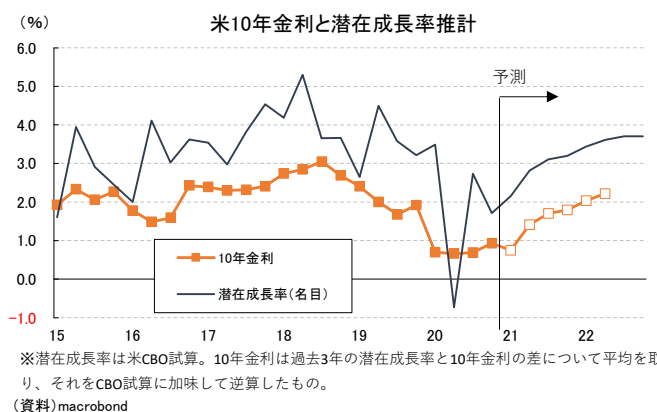
ものであった。しかし、今年に入ってから10年物BEIが+15bps程度の上昇にとどまった一方、名目10年金利は+50bps程度上昇し、実質ベースでは+35bpsの金利上昇が見られた。このほとんどの変化が2月中に起きたものであり、結果として2月末にはさすがに米株価も大幅な調整を強いられた。また、イールドカーブの形状も急激に変わった。2月末時点で2-10年スプレッドは年初の約80bpsから約130bps(10年が1.40%、2年が0.10%)まで広がっている(前頁図・下)。2年金利は年初から殆ど変わっていないので、10年金利上昇で実現したスティープ化である。ちなみに、バーナンキ元FRB議長が正常化プロセスを示唆した2013年5月下旬、すなわちバーナンキショック時の同スプレッドは約160bpsまで広がっていた。2月、米10年金利が一時1.60%をつけた際には約150bpsまで広がっているのもバーナンキショック時に接近していたことになる。FRBから正常化にまつわる言動は一切見られていないことを踏まえれば、2月下旬の金利上昇はやはり性急だったように感じられる。

～「鏡に映った自分」で強気になるFRB～

今後を展望する上で重要な点はFRB高官がこの状況をさほど悲観視していないように見えることだ。2月下旬に見られた金利上昇は議長を筆頭にFRB高官が背中を押した感が強い。パウエルFRB議長の議会公聴会(2月23～24日)における「経済再開や経済成長への市場の期待の表れ」との発言がクローズアップされているが、その前後にも地区連銀総裁から同様の発言が相次いでいる。2月19日にはウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁が「良いニュースに反応している。景気見通しの改善を反映したと考えている」と述べ、25日にはジョージ・カンザスシティ連銀総裁が「回復の強さに対する楽観的な見方を反映している公算が大きく、成長見通し改善に向けた勇気づけられる兆候と受け止められる」と述べている。金利上昇が回復期待を映じたものであることは間違いないのだろうが、それをFRB高官がわざわざ追認すると市場期待はオーバーシュートしてしまう。

2013年以降の正常化プロセスにおいても「景気が回復する→市中金利が上昇する→FRBがこれを回復期待の結果だと自認する→市中金利が(FRBのけん制はないと見て)さらに上昇する」という展開は頻繁に見られた。こうなってくるとFRBの眼前で実現している金利上昇は「実体経済の回復を映じた正当な部分」に加え、「FRBが煽った部分」が入ってくることになる。政策運営を検討する上では、あたかも「鏡に映った自分」を見て強気になっているようなもので、実体経済に対してオーバーキルを引き起こす恐れも出てくる。

もっとも、厳密には「市中の金利上昇は容認しつつ、緩和路線の継続を強調」というのが今のFRBの基本姿勢であり、確かに市中金利上昇を受け入れつつも正常化プロセスを示唆するような素振りは一切見せていない。「来るべき本当の正常化プロセスを視野に断続的な株価調整はガス抜きとして必要」と考えているのかもしれない。1.60%で急落した株価は1.40%で持ち直しており、そうであれば1.40%近傍の金利水準を抑圧する理



由はない。そもそも 2021 年に想定される潜在成長率は約+2.0% (米議会予算局推計値) であり、インフレ率を 1% と仮定しても、10 年金利 (実質潜在成長率+インフレ率) の水準は 3.00% 付近にあっても不思議ではない。現行政策で 2% のインフレ率を実現できる自信があるなら、尚のこと、その思いは強まる。1.50% 前後の 10 年金利を「まだ低い」と考えるには理由もあろう。しかし、市場期待は非線形に変化することがある。金利水準に対する安易な追認を続けていると、金利は (先週 1.40% から 1.60% にジャンプしたように) 非連続に上昇してしまう恐れはやはりある。眼前の金利上昇はあくまで「鏡に映った自分」の姿でもある可能性も踏まえつつ、FRB と金融市場の神経戦が今後も活発になるだろう。それ自体、緩和一辺倒であった 2020 年と比較すれば飛躍的な状況改善である。

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2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
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～
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～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡面という新常态～
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？～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「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」～)