

みずほマーケット・トピック(2021 年 3 月 29 日)

リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～

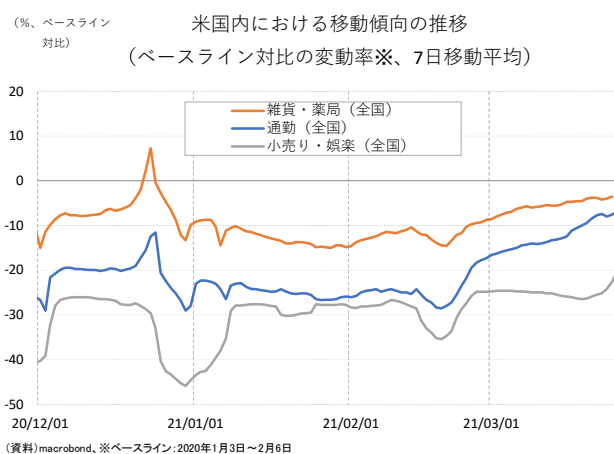
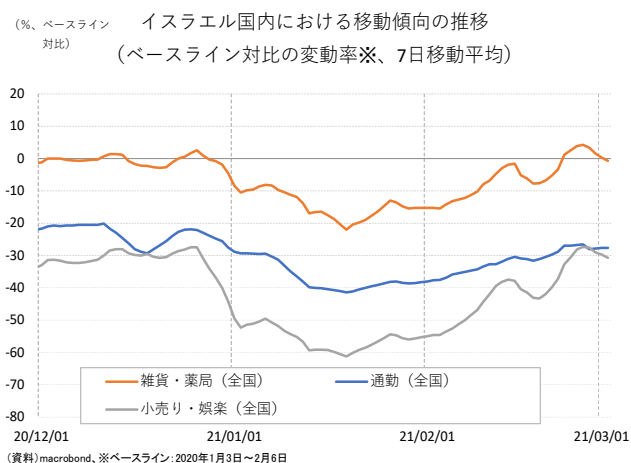
ドル/円相場は 110 円付近まで値を上げている。ワクチン効果を背景とする経済活動の正常化、これに伴う米金利やドルの上昇という展開は昨年 11 月以降の『中期為替相場見通し』で概ね議論した通りである。もちろん、上昇ペースに誤算もあるが、パス自体に意外感はない。かかる状況下、リスクの所在をどう考えるべきか。ダウンサイドリスクは「ワクチン無効化」に類する動きに尽きる。為替市場の帰趨はワクチン接種の進捗(正確にはそれによる感染終息状況)に依存している。ウイルスの強毒化やワクチンの無効化などは、現行シナリオの反転をもたらし、米金利低下と円高・ドル安を引き起こしかねない。一方、ワクチンへの期待が過大になることで逆にアップサイドリスクが拡がるという考え方も。それは端的には米金利の過剰な上昇という格好で現れる。とりわけ、前年比で騰勢が強まりやすい 4～6 月期は FRB の「アベレージターゲット」が持ち出される中、名目金利が上振れする可能性がある。期待がオーバーシュートする中、米 10 年金利が安定的に 2%を超え、株価も大崩れしないのであれば、ドル/円の主戦場は 110～115 円に移る可能性もある。それは本欄のメインシナリオにとって警戒すべきアップサイドリスク。

～ダウンサイドリスクはワクチン無効化～

週末のドル/円相場は 110 円付近まで値を上げている。ワクチン効果を背景とする経済活動の正常化、これに伴う市中金利やドルの上昇という展開は昨年 11 月以降の『中期為替相場見通し』で概ね議論した通りのものである。もちろん、米金利や株価に関して上昇ペースに誤算もあるが、パス自体に意外感はない。シナリオが順調に進行しているからこそ、予測期間中のリスクは点検しておきたいところである。足許から 1 年を見通した場合、最大のリスクは当然、新型コロナウイルスの挙動に尽きる。結局、為替市場に限らず金融市場の帰趨はワクチン接種の進捗(正確にはそれによる感染終息状況)に依存している。ということは、ウイルスの強毒化やそれに伴うワクチンの無効化などが最大最悪のリスクであることは論を待たない。そのような展開が現実になった場合、景気見通しの反転が米金利低下とドル安という巻き戻しをもたらすことは必至であろう。国内外の中央銀行や国際機関の予測はあくまでもワクチン接種に伴う集団免疫の獲得を今後 1 年の大前提として視野に入れており、ワクチンなかりせば、待ち受けるシナリオは暗澹たるものにならざるを得ない。こうした「ワクチン無効化」は唯一にして最大のダウンサイドリスクと言って良い。今のところ、世界ではイスラエル、先進国では英国や米国など、ワクチン接種が進んでいる国では明らかに感染状況が落ち着き始めている。経済分析をする立場からはその状況が継続することを信じるしかない。

ちなみに、3 月 27 日時点で人口 100 人当たりの接種回数が 114.70 回と世界トップのイスラエルでは実体経済に正常化の兆しも見られ始めている。グーグルの「COVID-19 コミュニティ・モビリティ・レポート」は同国の経済活動はワクチン効果が顕現化し始めた 1 月半ばからベースライン(2020 年 1 月 3 日～2 月 6 日)にむかう動きが続いており、3 月 26 日時点では一部の業態で既にベース

ラインを超え、日常を取り戻しつつあることが分かる(下図、左)。米国も類似の状況であり(下図、右)、過去 3 か月間における米金利やドルの状況は根拠がないものではない。「ワクチンの効果はてき面ゆえ、経済正常化を前提にトレードを進めるべき」というのが 2021 年の常識であり、それを根元からひっくり返されるような展開を最大のダウンサイドリスクとして警戒すべきである。



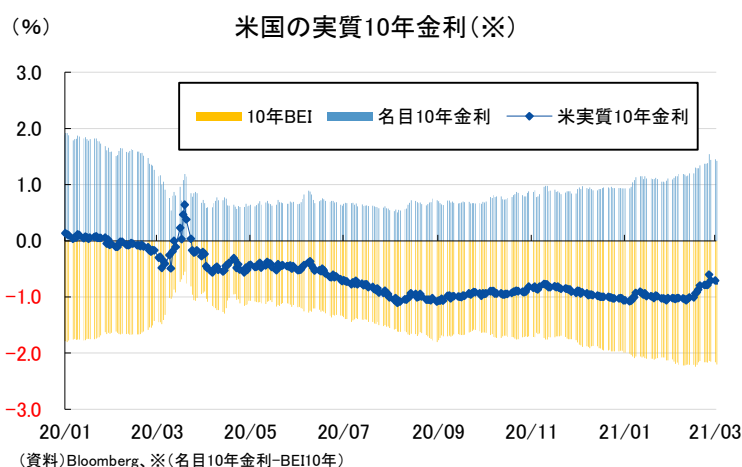
～アップサイドリスクとしての「実質金利ゼロ」～

一方、ワクチンへの期待が過大になることで逆にアップサイドリスクが拡がるという考え方もある。それは端的には米金利の行き過ぎた上昇という格好で現れるだろう。3 月、米 10 年金利は遂に 1.70%を突破した。これに伴って実質金利も上昇傾向にあり、株を筆頭に資産価格への影響が懸念される状況と言える。2021 年の米 10 年金利の上限は 1.50～1.60%と言われていた。しかし、数々の節目を乗り越えて上がってきた結果、目先の目途を失った状態にある。昨年来、資産価格への影響は米実質 10 年金利の視点から議論されることが多かったことを踏まえれば、実質金利の具体的な水準をどこに定めるかが次の焦点になる可能性はある。

以下、過去の本欄でも議論してきたこ

とを微修正も加えつつ、再掲しておきたい¹。現在、10 年物ブレイク・イーブン・インフレーション(10 年物 BEI)を用いた米国の実

質金利は▲0.60%を断続的に割り込み、年初来高値圏で推移している。ちなみにコロナショック直前の 2020 年 1 月、実質金利はちょうどゼロ近傍にあった。10 年物 BEI を横ばいにとすると、名目 10 年金利があと約 60bps 上昇するとコロナ以前の状況に回帰することになる。それは 2.2～2.3%に相当する。米国の潜在成長率(名目で 4%弱、実質で 2%弱)に照らせば「妥当な水準」と

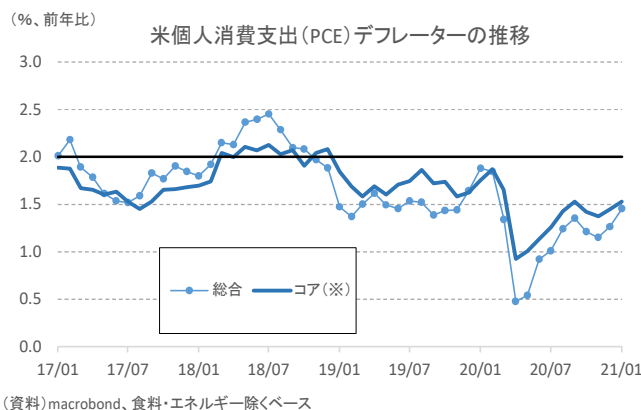


¹ 本欄 2021 年 3 月 19 日号『「実質金利ゼロ」が次の節目?～ハイライトは 4～6 月期か?～』をご参照下さい。

は言えるが、「景気の山」から未だ 900 万人以上が雇用を喪失しているのに「妥当な水準」の名目金利が今、必要なのかという議論は当然ある。FRB は 2022 年中の完全雇用到達を予想しているが、実質金利がコロナショック以前の水準に回帰する条件の下、そのような実体経済の急回復が起きるのかやや疑問が残る。筆者は「実質金利ゼロ」は 2021 年の米経済にとってはオーバーシュート、一種のアップサイドリスクだと考える。

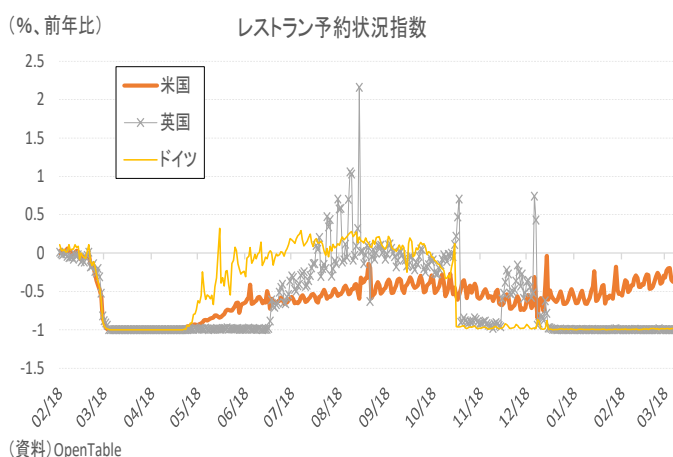
～4～6 月期のインフレ高進を警戒～

実際のところ、アップサイドリスクへの懸念は小さくない。4～6 月期に名目金利が続伸し、「実質金利ゼロ」を目指す可能性は相応に高い。というのも、コロナショックを受けて原油先物価格がマイナスに転じるという異例の事態に直面したのが昨年 2 月であり、そこから物価状況は大きく停滞した経緯がある。だが、昨年 4 月をボトムとして原油価格は足許までに騰勢を強めている。自ずと今年 4～6 月期以降はヘッドラインのイン



フレ率が跳ねやすい時期に入るだろうし、BEI の騰勢はそれを織り込んでいっている部分もあろう。もちろん、それはテクニカルな上昇に過ぎないわけだが、FRB は年内にインフレ率(個人消費支出デフレーター)が 2%に到達し、そのまま 2023 年末まで安定推移することを見込んでいる。4～6 月期および 7～9 月期は 2%を超えるインフレ率が常態化する中、昨年 9 月にスタートしたばかりの新たな金融政策戦略「アベレージターゲット」が持て囃され、名目金利も連れて上昇するという展開は十分考えられる。温暖な気候が続く間は感染者数が増えにくく、また増えても重症化しにくいという感染症に対する一般的な理解が成立するならば、尚のこと、そのような展開の確度は高まる。

もちろん、4～6 月期にはインフレ率だけではなく、様々な経済指標が前年比で大幅改善するだろう。しかし、小売売上高や消費者心理など、物価以外の主要指標は前月比で現状把握されているのでインフレ率ほど相場をけん引する力はないと思われる。敢えて言えば、雇用統計は物価統計と同様に相場の流れを加速させる可能性がある。というのも、経済活動の正常化と共にレイオフされていた就業者が職場復帰してくることが予想される。それは特に宿泊や



外食といった業種で顕著に現れる変化になるだろう。既に米国における外食状況ははっきりと改善の兆しが見られており(図)、ラグを伴って雇用統計の改善に繋がってくることが予想される。そもそもバイデン米大統領が 7 月 4 日に日常生活の復活見通しを口にして以上、雇用・賃金情勢も

相応の回復を果たしている必要はあるだろう。邪推だが、大統領がそのように述べている以上、FOMC 声明文も7月を目途にアフターコロナを示唆する表現に切り替えてくる可能性がある。

集団免疫の獲得後は徐々に経済活動が復活していく(はず)なので、7～9 月期以降も緩やかな金利上昇と景気回復が併存するという状況は不変だろう。しかし、4～6 月期がとりわけ機運の高まりやすい時期であることは否めないだろう。期待がオーバーシュートする中、米 10 年金利が安定的に 2%を超え、株価も大崩れしないのであれば、ドル/円相場の主戦場は 110～115 円に移る可能性もある。それは本欄のメインシナリオにとって警戒すべきアップサイドリスクである。

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.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3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目?～ハイライトは4～6月期か?～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
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～
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か?～)
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の振りがさず「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