

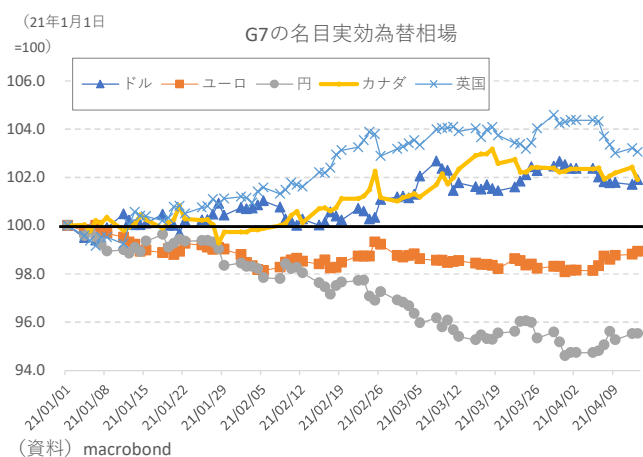
みずほマーケット・トピック(2021 年 4 月 20 日)

調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず

4 月に入り、為替市場は調整色を強めているが、ワクチン戦略の巧拙が経済成長や金利、そして通貨の動きを規定するという視座の重要性は不変。ウイルスの変異は脅威かもしれないが、ワクチン接種こそが唯一にして最善の出口戦略なのだから、その戦略が一番上手くいっている(一番接種率が高い)経済への見通しが明るく、市中金利も高く、結果として当該通貨が買われやすいという事実は動きようがない。年初来の名目実効為替相場(NEER)の強弱関係は「英ポンド>ドル≧カナダドル>ユーロ>円」であるが、これはワクチン接種率の序列とそのまま一致している。これは 2021 年の実質 GDP 成長率見通しの序列とも一致する。これは偶然ではなく、ワクチン戦略が奏功している国は実体経済も強く、市場からも評価されているというシンプルな話。当然そうした国の金利は相対的に高く、産油国ならばそれも買われる理由になる。日本にはワクチン、原油、金利、どれも無い。円が買われる理由には乏しい。4 月以降の米金利低下は本邦機関投資家の期初の買いも寄与している可能性。財務省統計からも確認可能。

～調整相場でも重要なことは変わらず～

4 月に入り、ドル高相場が明確にピークアウトしている。対円では 108 円割れを臨み、対ユーロでは 1.20 台に復帰する地合いが続いている。過去の本欄では金利、コロナ抑制状況(端的にはワクチン接種率)、原油の 3 つが現状を読み解くキーワードになっていると議論した。とりわけワクチン接種率が高い国は行動制限解除の見通しが立ちやすく、したがって成長率見通しも金利も上がりやすいことから選好されやすいという論点も強調した。4 月に入り、為替市場は調整色を強めているものの、こうした視座の重要性は全く変わっていないというのが筆者の基本認識である。確かに、世界的にウイルスの変異が感染拡大に繋がっている状況があり、「ワクチンさえあれば 4～6 月以降の世界経済は上向き」という基本シナリオがリスクに晒されている機運を感じる。しかし、従前のウイルスであれ、変異したウイルスであれ、ワクチン接種こそが唯一にして最善の出口戦略なのだから、その戦略が一番上手くいっている(一番接種率が高い)経済への見通しが明るく、市中金利も高く、結果として当該通貨が買われやすいという事実は動きようがないのではないか。図示するように、年初来の名目実効為替相場(NEER)の強弱関係は「英ポンド>ドル≧カナダドル>ユーロ>円」であるが、これはワクチン接種率の序列とそのまま一致している。



4 月に入り、為替市場は調整色を強めているものの、こうした視座の重要性は全く変わっていないというのが筆者の基本認識である。確かに、世界的にウイルスの変異が感染拡大に繋がっている状況があり、「ワクチンさえあれば 4～6 月以降の世界経済は上向き」という基本シナリオがリスクに晒されている機運を感じる。しかし、従前のウイルスであれ、変異したウイルスであれ、ワクチン接種こそが唯一にして最善の出口戦略なのだから、その戦略が一番上手くいっている(一番接種率が高い)経済への見通しが明るく、市中金利も高く、結果として当該通貨が買われやすいという事実は動きようがないのではないか。図示するように、年初来の名目実効為替相場(NEER)の強弱関係は「英ポンド>ドル≧カナダドル>ユーロ>円」であるが、これはワクチン接種率の序列とそのまま一致している。

ちなみに 2021 年の実質 GDP 成長率見通しも「英国＞米国＞カナダ＞ユーロ圏＞日本」となっており、通貨の強弱関係と全く同じだ。これは偶然ではないだろう。ワクチン戦略が奏功している国は実体経済も強く、市場からも評価されているというシンプルな話と考えられる。当然そうした国の金利は相対的に高めなので通貨が買われる理由にもなる。その上で米国やカナダは産油国としての側面も評価されているのだろう。片や、日本にはワクチン、原油、金利、どれも無い。人口 1400 万人弱を誇る首都東京の医療体制が重症者 47 名（4 月 19 日時点）で崩壊する（と騒がれている）状況では、ワクチン抜きで実体経済の浮揚を実現するのは不可能だろう。もちろん、金融市場全体がリスク回避姿勢を強め、経常収支など需給を評価する相場に転じれば円が評価される芽もある。しかし、変異種は懸念されるものの、日本以外の国はワクチン接種は相応に進んでいる。日本だけ混乱しても金融市場の潮流には何の関係もない。円が評価される筋合いは今のところないように思える。

21～22年にかけてのG7の成長率軌道(前年比%)

	2021年	2022年	ワクチン接種率(※)
米国	5.1	3.6	38.72
ユーロ圏	4.4	3.8	18.10
ドイツ	3.6	3.4	18.98
フランス	5.8	4.2	18.08
イタリア	4.2	3.6	17.50
日本	3.3	2.5	0.93
カナダ	5.0	4.7	23.49
英国	5.3	5.1	48.16

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(21年4月)

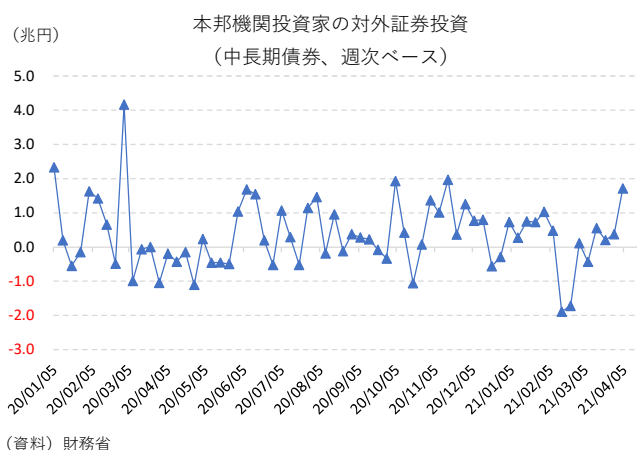
※1回でもワクチンを打った人の人口比率

～米金利低下と「期初の買い」～

過去にも論じているように、そもそも 1～3 月期に年初から倍になった米 10 年金利が 4～6 月期以降も等速で上昇する方が無理がある。ドル/円相場にしても 1～3 月期の値幅(8.12 円)は近年の年間レンジ(過去 2017～19 年平均で 9.86 円)に匹敵するものだ。4 月に入ってから米金利や為替相場の調整はむしろ健全な反応であり、むしろ相場持続のためには必要な動きとすら言える。

また、巷説では 4 月からの米金利低下には本邦機関投資家の旺盛な期初の買い(対外証券投資の買い越し)も寄与しているとの考え方もある。元より購入直後の評価損を覚悟して 0.9%から 1.7%までの金利急騰(債券価格急落)局面で外債買いに踏み込む本邦投資家は少数派と考えられた。評価の固まる年度末という時期も動意を鈍らせる理由になっていただろう。だが、4 月に入り、1.6%台で小康を得たところで対外証券投資がまとまった幅で確認されている。こうした一連の動きは本邦機関投資家の期末・期初の投資行動としては違和感がなく、それが米金利上昇の一服感に寄与しているのだとしたら、まさに現状は調整の範囲内と整理して良いように思う。

具体的に財務省統計から数字を見てみると、外債(中長期債)への対外証券投資は 1 月は約+2.5 兆円買い越しだったものの、2 月は約▲+2.1 兆円を売り越し、3 月は約+7900 億円の買い越しとなっている。金利急騰局面に応じて機関投資家が動いたという様子はない。しかし、4 月 4 日週には外国債券(中長期債)に約+1.7 兆円の買い越しを記録



している。これは週間としては昨年 11 月 15 日週につけた約+2.0 兆円の買い越し以来の高水準である(当時の買い越しは前週にワクチン開発報道があり、金利が急低下しており、押し目と捉える向きが多かったのではないかと推測する)。

このように 4 月に入ってから米金利低下が本邦機関投資家の期初におけるポジション構築に絡む動きもあるのだとすれば、一過性の地合いで終わる可能性も孕んでいることには注意したい。冒頭で論じたように、所詮はワクチン接種が唯一無二の出口戦略であり、それに秀でる国の経済、金利そして通貨(端的には英ポンドやドル)が評価されるというシンプルな事実は年内、簡単に変わることはないと思われる。

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4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしドル/円相場の今後
2021年4月9日	GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
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～
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プレビュー～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政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来初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ラン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？～一過性のまやかかし～)
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	直接投資減少で揺るドル/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	イエレンタ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	前門のプレグジット、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プ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～