

みずほマーケット・トピック(2021 年 7 月 8 日)

米金利低下でも買われない円。理由はどこに

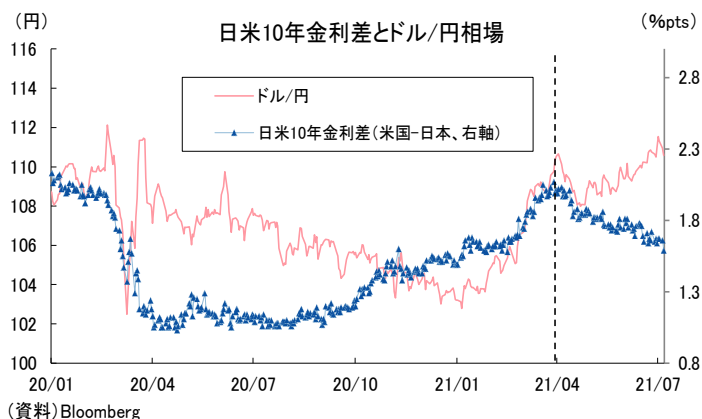
米 10 年金利は遂に 1.30%を割り込んでいる。理由は判然としない。現行の FRB の姿勢を踏まえば、金利低下の持続性には難があるというのが筆者の基本認識。実際のテーパリング決定を経て、米金利の再浮揚を見込みたい。こうした米金利の現状と展望を踏まえた上でドル/円相場をどう考察すべきか。米金利の再浮揚を前提にすればドル/円相場は引き続き上方向と考えるが、そもそも米金利動向以前に円は評価されていない。4 月以降のドル全面安でも円安は続いていた。やはり日本は「コロナに負けている国」というレッテルが貼られており、これが日本株や円の振るわないパフォーマンスに繋がっている可能性。既報の通り、8 月 22 日まで緊急事態だとすると、7～9 月期の約半分はまた景気停滞を強いられる。3 四半期連続のマイナス成長も冗談では済まないかもしれない。世界経済の連動性が高まる中では稀有な構図であり、円を評価する流れにはなるまい。年内 115 円に到達、年明け以降はこれを突破する展開を予想。

～米金利低下は続くのか～

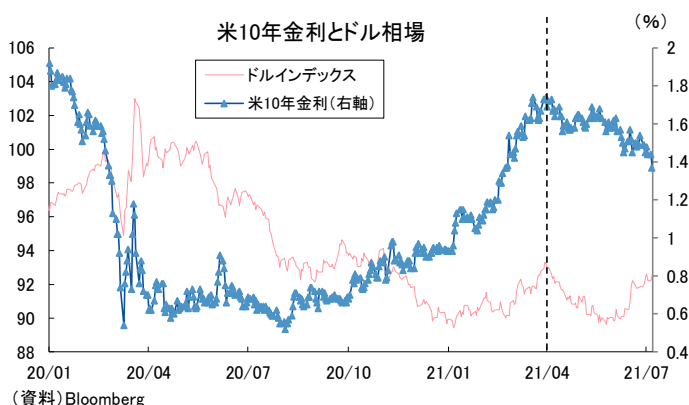
米 10 年金利は遂に 1.30%を割り込み、2 月以来の低水準まで落ち込んでいる。昨晚発表された FOMC 議事要旨(6 月 15～16 日開催分)では量的緩和の段階的縮小(テーパリング)に関し、「過去の会合で予想されたよりも幾分早く、条件が満たされそうである」と数名のメンバーが言及するなど、総じてタカ派色が感じ取れる内容であった。それでも米金利が下がるのはなぜなのか。積み上がっていた米国債の売りに対するショートカバーと整理するのは簡単だが、そのトリガーは判然としない。イスラエルでワクチンの効能低下が指摘されたこと、大陸欧州でデルタ株の感染拡大が指摘されることなどは一因として挙げられるが、それが決定打なのだろうか。FRB が 2023 年中の利上げ見通しに関し「2 回」を中央値として掲げる中、金利が低下を続けるのは無理がないだろうか。実際のテーパリング決定を経て、米金利の再浮揚を見込むシナリオは堅持すれば良いと考える。当初想定してきた 2.0%到達に関しても、ここで完全に事切れたと見るのは尚早としておきたい。

～米金利にかかわらず円安～

では、こうした米金利の現状と展望を踏まえた上でドル/円相場見通しをどう考察すべきか。当然、米金利の再浮揚を前提にすればドル/円相場は引き続き上方向に賭けるシナリオで問題ないと筆者は考えている。しかし、そもそも米金利動向以前に円は評価される気配がないことも知っておきたい。2021 年 1～3 月期は米金利上昇・



ドル高が激しく進み、これに続く 4～6 月期は米金利低下・ドル安が進んだ。例えばユーロは 1～3 月期は大きく値を落としたが、4～6 月期は買い戻された。多くの通貨で同様のことが起きている。だが、円は異なる。米金利が上昇している時は当然これに追従して売られるが、4 月以降、米金利が低下している時も円は売られている(前頁図)。右図に示すように、4 月以降、ドルインデックスは米金利と共にはっきり下方に切り返している。つまり、ドル全面安だったのだが、ドル/円相場だけは別の世界が広がっていたことになる。

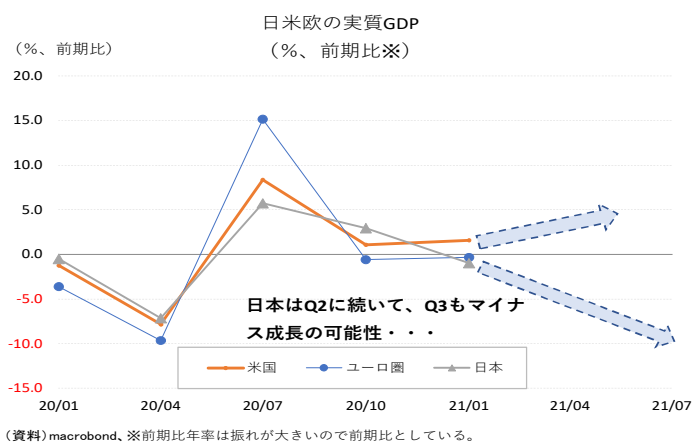


なお、6 月に入ってからドル安が底打ちし、「米金利低下にもかかわらずドル高になっている」という新しい流れが出来始めている。筆者はこの理由はシンプルだと考えている。上半期だけで見れば米 10 年金利は+60bps 上昇しているが、ドルインデックスは年初から概ね横ばいにとどまった。そもそも「米金利水準に比べてドル相場は過小評価」という事実があり、そう考えると 6 月以降のドル高は「ドルの見直し買い」という意味も孕んでいるのではないだろうか。

～「コロナに負けている国」という円相場のレッテル～

話を円相場に戻す。米金利が低下し、ドル全面安の地合いでも円安が続く理由は何があるのか。本欄では繰り返し議論している点だが、やはりワクチン敗戦という言葉に象徴されるように、「コロナに負けている国」というレッテルが関係しているように思う。これは素直に景気動向を見れば分かる。実質 GDP 成長率に関し、2021 年 1～3 月期は大幅プラス成長の米国に対して、ユーロ圏が 2 四半期連続のマイナスでテクニカル・リセッションに陥り、日本も 3 四半期ぶりのマイナス成長に落ち込んだ。4～6 月期の数字は今月から来月にかけて順次発表されるが、米国とユーロ圏は大幅プラス成長に復帰する一方、日本だけはマイナス成長に取り残される見通しである。つまり、日本は 2 四半期連続のマイナスでテクニカル・リセッションとなる。ここまでは既定路線である。

その上で、既報の通り、7 月 12 日から五輪終了直前の 8 月 22 日まで緊急事態宣言という報道が出ている。ということは、7～9 月期の約半分はまた緊急事態ということになる。緊急事態宣言が当初期限通り終わったことはない、延長の可能性もあるだろう。パラリンピックの閉会式が 9 月 5 日であるが、本当に 8 月 22 日が期限になるのかという不安は今から抱かれる。日本の実質 GDP 成長率が 3 四半期連続のマイナス ということはない話ではないだろう。米国が 3 四半期プラスの一方で日本が 3 四半期マイナスという構図は前代未聞であり、世界経済の連動性がこれほど高まった現代において相当稀有な話である。



世界全体がパンデミックに揺れ、各国の金利差が消滅するような世界では成長率格差に目が向くことはない。皆が「コロナに負けている国」なので、成長率の多寡は大して話題にならない。

しかし、今や欧米は「コロナに勝っている国」であり、成長率に関してもはっきり日本と差が出てしまっている。日本株のパフォーマンスに関しても同様の事実が指摘されているが、日本株や円が 1 人負けとなるのは実体経済状況から導かれる当然の帰結と言わざるを得ない。こうした状況が今後 1 年で大きく変わるとは筆者は思っていない。「10～11 月に希望者全員にワクチン接種完了」という政権目標は今や難しくなっているようにも見えるが、仮にそれが実現しても、その頃には欧米中銀も正常化プロセスに着手しているはずである。それ自体はやはり円独歩安を招く要因になる。過去の本欄¹でも論じたように、上半期は日本と海外における格差の対象が「ワクチン接種率」(に付随する「成長率」や「金利」)だったものが、下半期はシンプルに「金融政策」にシフトするというだけの話で、「円を評価する筋合いはない」という状況は大差ないように思う。年内に 115 円に到達し、年度内にこれを突破する展開を見込む『中期為替相場見通し』の相場観は維持したい。

市場営業部兼金融市場部
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 7 月 2 日号『2021 年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～』をご参照下さい。

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7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半年期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツと党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
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
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	週末版(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15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
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」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(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？～ハイレイトは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政策理事会プレビュー～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～ECBI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？