

みずほマーケット・トピック(2021年7月27日)

「米国買い」をテーマとする金融市場の現状

現在の金融市場で起きていることは株高・米金利低下・ドル高であり、一言で言えば「米国買い」。昨年春以降の政治・経済の立ち回りを見る限り、最も機動的かつ効果的な一手を打ってきたのは結果的に米国だった。最近、為替市場でドル買い優勢になっている背景には、そうした米国の政治・経済情勢への期待のほか、①欧州よりもデルタ株の懸念が小さそうなこと、②欧州よりも金融政策の正常化が早そうなこと、③4～6月期に溜まったドル売りポジションの解消余地があること、が寄与していそうである。実際、米国経済の力強さは地に足がついている。ここに来て株高に消費者心理が追随しており、個人消費が成長率をけん引している。米国の強みである資産効果が発揮されているのだろう。「米国買い」のテーマが事実ならば、金利が下がり続けることにはやはり違和感。最もしっくりくる組み合わせは「株高・米金利上昇・ドル高」のトリプル高。2021年の米国経済の成長率見通しに対して、足許の米10年金利水準は低過ぎる。

～今起きていることは「米国買い」～

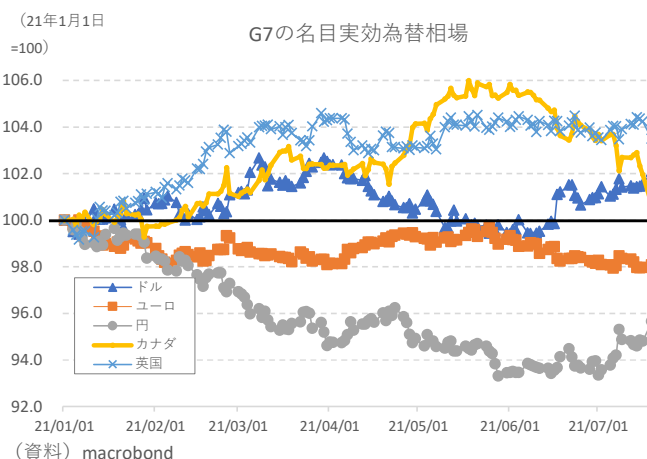
昨日のNYダウ平均株価は2営業日連続で過去最高値を更新した。一方、米10年金利は引き続き1.30%を割り込んでおり、実質ベースの10年金利が史上最低に落ち込んだことも昨日は報じられている。為替市場ではドル買い優勢の地合いが続いており、IMM通貨先物取引の状況では約1年4か月ぶりにドルがネット買い持ちに転じている¹。このように今、金融市場で起きていることは株高・米金利低下・ドル高であり、一言で言えば「米国買い」である。感染症である以上、新型コロナウイルスはデルタ株に限らず今後も変異を重ねるはずであり、そのことは金融市場とてそろそろ認識しているだろう。しかし、昨年春以降の政治・経済の立ち回りを見る限り、最も機動的かつ効果的な一手を打ってきたのは結果的に米国だった。それは米国の成長率がG7の中でも英国に並んで非常に高く(表)、FRBの金融政策も正常化に着手し

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	60.45
ユーロ圏	4.4	3.8	51.13
ドイツ	3.6	3.4	56.35
フランス	5.8	4.2	57.53
イタリア	4.2	3.6	61.86
日本	3.3	2.5	36.58
カナダ	5.0	4.7	70.90
英国	5.3	5.1	68.59

(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(7月25日時点)

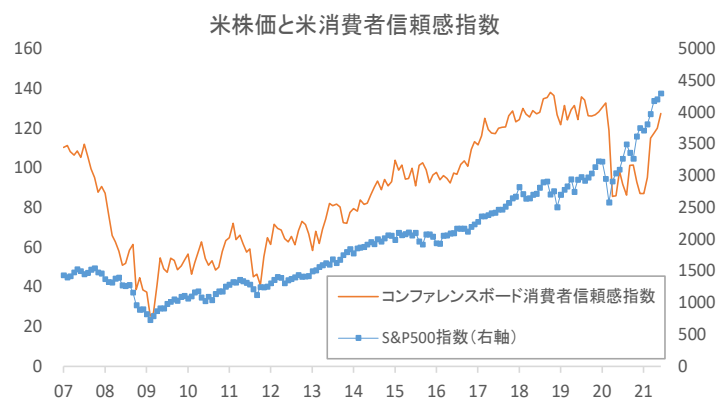


¹ 2021年7月26日発行『IMM 通貨先物のポジション動向(2021年7月20日時点)』をご参照下さい。

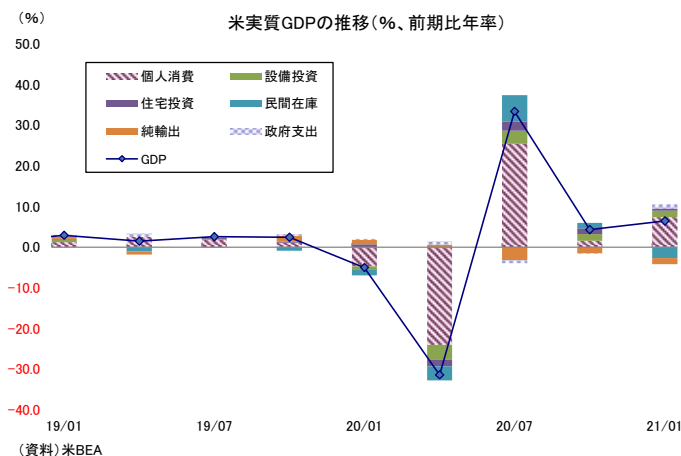
ようとしていることが何よりも証明している(英国もまた、果敢な防疫政策が奏功している国の1つだ)。トランプ前大統領の感染予防策が社会的に混乱をもたらすという場面はあったものの、同前大統領による踏み込んだ措置がワクチンの早期開発に繋がったとの見方も否定できないものがある。最近、為替市場でドル買い優勢になっているのは(前頁図、下)、そうした米国の政治・経済情勢への期待のほか、①欧州よりもデルタ株の懸念が小さそうなこと、②欧州よりも金融政策の正常化が早そうなこと、③4～6月期に溜まったドル売りポジションの解消余地があることが寄与しているようである。着々とテーパリングを進めているカナダドルが売り優勢となっているのは、③の逆でカナダドルの買い持ちが傾き過ぎた反動と考えたい。だが、ワクチン接種率や金融政策の動向に照らして、カナダドルは持ち直す公算が大きい。

～地に足がついた米国経済の強さ～

実際、米国経済の力強さは地に足がついている。昨年来、本欄では資産効果の有無に着目してきた。家計部門における株式保有比率が30%を超える米国では、それが実態と乖離した株高であっても資産効果を通じて実体経済を押し上げる歴史があったが、筆者は「今次局面ではそうっていない」として懸念を抱いてきた。しかし、図に示すように今年に入ってから明確に株高を消費者心理が追いかけ始めている。実際、1～3月期の前期比年率+6.4%という突出した高成長の原動力はほぼ個人消費(7.4%ポイントのプラス寄与)によるものだった(右図・下)。元より抑圧されていた需要(ペントアップデマンド)が解放されたほか、手厚い給付金などの財政措置も寄与していようが、株高を通じた資産効果も大いに貢献しているように見受けられる。現在、米国でもデルタ株の感染拡大が取沙汰され始めているが、行動制限を解除したままでも英国のデルタ株の感染拡大はピークアウトの兆候が見られている。これを模範として米国も同様の方針を貫くのであれば、従前の成長軌道は大して影響を受けない可能性もある。だとすれば、金融政策運営も変わらないだろう。本欄はそのシナリオに賭けている。



(資料)macrobond



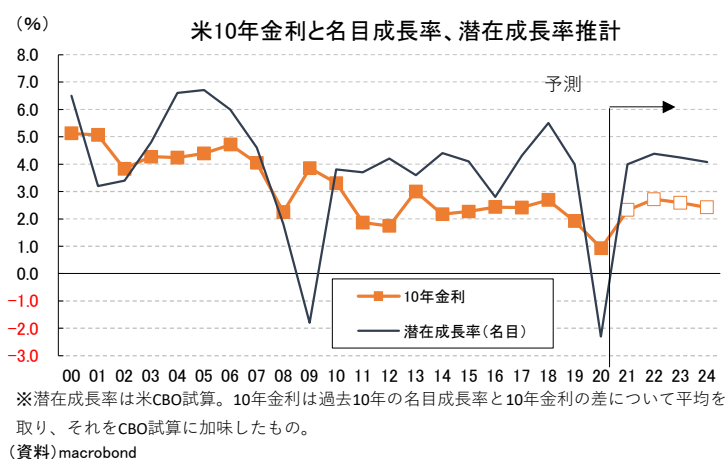
～「米国買い」がテーマなら金利は上がる～

「米国買い」のテーマが事実ならば、金利が下がり続けることにはやはり違和感を覚える。米国の

経済・金融情勢への期待は結局のところ、テーパリングを完遂して利上げが進む展開を前提にしているはずである。だとすれば、米金利が継続的に低下するという事は難しいのではないだろうか。もちろん、昨年のような悲観局面が到来することを想定した上で米国に資金を逃避させている向きもあるかもしれない。しかし、そのようなムードが支配的になればユーロ、円、スイスフラン、人民元といった需給に優れる通貨がもっと買われていなければおかしい。漠然とした不安と期待が入り混じっているのが現状と見受けられるが、基本的には米国の経済・金融情勢が改善することを前提にした取引が今の主流だろう。だとすれば、「株高・米金利上昇・ドル高」のトリプル高の組み合わせが最もしっくりくるものである。

右図は米議会予算局(CBO)が推計する潜在成長率、名目成長率の実績、そして10年金利の推移を見たものである。コロナ以前の10年間の振り返ると、米10年金利は名目成長率対比で▲170bps程度、低く据え置かれてきた。そのような金利水準が実体経済の堅調を保つのに必要だったという理解になる。この点、CBOは2021年の潜在成長率を+4%弱と推計し、現実の成長率見通しに関してはIMF(4月)は

+5.1% FRB(6月)は+6.5%を推計している。過去の関係からの推測に過ぎないが、想定されている名目成長率の仕上がりに対して、足許の米10年金利の1.3%割れというのは低過ぎるように思え、年後半にかけて1.50%~2.00%のレンジに復帰する可能性は残されているように思う。ドル相場の見通しもこれと平仄が合うような上昇を予想したい。



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。

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26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
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
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(ワクチン相場の意味期限とリスク～「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与党～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世界経済見通しに示す新興国の憂鬱
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」～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～