

みずほマーケット・トピック(2022年1月17日)

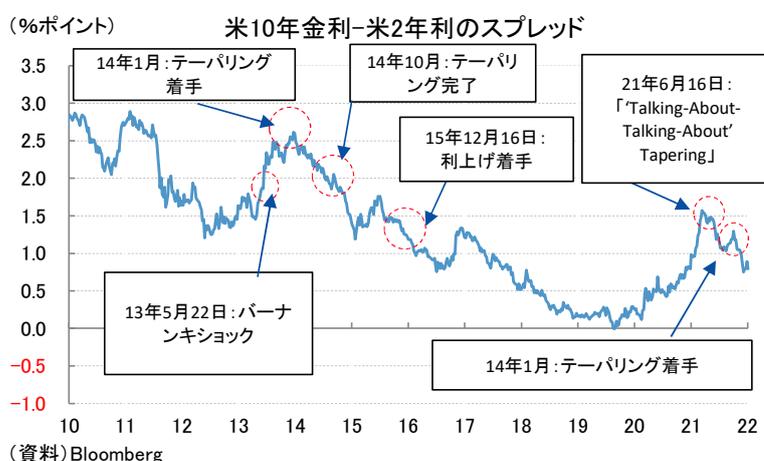
既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～

FRBの「次の一手」を読むゲームの争点はテーパリングペースの加速に始まり、利上げ回数やバランスシート縮小など目まぐるしくテーマが変わっている。かかる状況下、2年物を中心に米金利は押し上げられているが、10年を超える長期ゾーンは上昇が鈍く、イールドカーブはベアフラットニングが進んでいる。性急な正常化による景気のオーバーキルを市場参加者が懸念し始める状況と言える。2022年1月現在の10年-2年スプレッドは2015年12月の利上げ着手時よりもかなりタイトであり、ここから複数回の利上げを積み重ねることに関し、市場の不安は相当根強い。かかる状況下、最後のテーマは利上げの終点である中立金利を何%に見込むのかという論点。市場はドットチャートの「2.50%」よりやや低めに見ている印象。重要なことは過去を振り返れば「利上げの最高到達点が10年金利の最高到達点だった」という経験則であり、だとすれば米10年金利の上昇余地はもうそれほど残されてはいない。これはそのままドル高相場の寿命に直結する話。とはいえ、「日本回避」をテーマとする円安ならば持続する可能性も。

～目まぐるしくかわる市場のテーマ～

昨年11月以降の過去2か月余りでFRBの「次の一手」を読むゲームの争点は「テーパリングペースの加速(月▲150億ドルから月▲300億ドルへ)→利上げ回数の上方修正(2回から3回へ)→2022年中のバランスシート縮小着手→利上げ回数の上方修正(3回から4回へ)」と目まぐるしくテーマが変わってきた。もっとも、「インフレ加速を念頭にアクセルを踏む」という方向性は一貫しており、金融政策の影響が及びやすい2年物を中心に米金利は押し上げられている。だが、10年を超える長期ゾーンは上昇が鈍く、イールドカーブはベアフラットニングが進んでいるという事実も注目される。市場参加者は性急な正常化による景気のオーバーキルを懸念し始める状況と言える。

参考までに前回の正常化局面を見ると、2014年1月にテーパリングが着手されて以降、じりじりとフラットニングが進んできた。2015年12月に利上げに着手し、2018年12月に9回目の利上げに至る頃には逆イールドが市場の関心事となっていた。数字で具体的に見ると、2014年1月のテーパリング着手の際、10年-2年スプレッドは約260bpsだったが、2015年12月の利上げ時点では約125bpsまで縮小していた。だが、今回は2021年6月16日のFOMCでパウエルFRB議長が「テーパリング

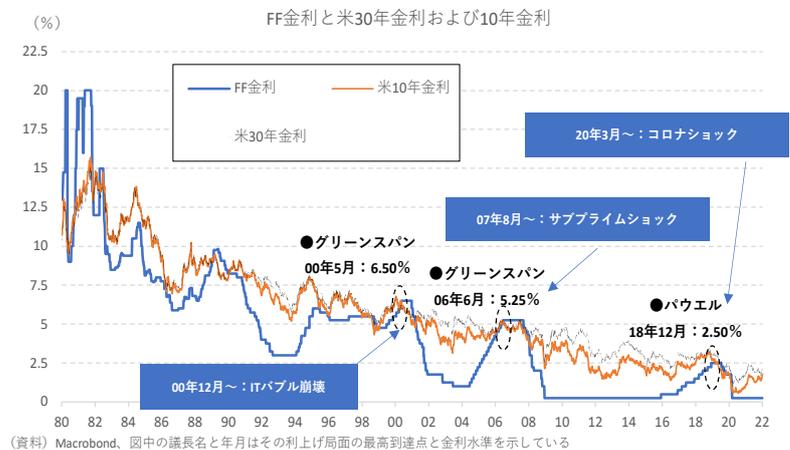


について議論することを議論した (Talking-About-Talking-About 'Tapering) と発言した時点で約 130bps と既に前回利上げ時点と同程度のスプレッドしかなく、しかもその発言を皮切りにフラットニングが始まっている。実際にテーパリングが着手された 2021 年 11 月時点では約 105bps まで縮小している。パンデミックを経て経済・金融情勢が大きく異なるため単純比較は危ういが、2022 年 1 月現在の 10 年-2 年スプレッド(約 79bps)は 2015 年 12 月の利上げ着手時(約 125bps)よりもかなりタイトであり、ここから複数回の利上げを積み重ねることに関し、市場の不安が根強そうなのが窺える。 12 月 FOMC の議事要旨において「バランスシート規模の調整に依存することでカーブのフラット化が防げる」との意見が出ているのも、既にカーブ形状がポリシーエラーを警告していることへの不安があるのだろう。

～最後のテーマは「利上げの終点」～

かかる状況下、次のテーマ(恐らくそれは正常化プロセスにおける最後のテーマでもある)は「利上げは何回までやるのか」である。言い換えれば、利上げの終点である中立金利を何%に見込むのかという論点だ。現在、ドットチャート上の中立金利は 2018 年 12 月以降、2.50%で横ばいが続いている。少なくとも今年に関しては長期金利も株価も安定しているので「年 4 回(3・6・9・12 月)」という市場織り込みを丁寧にトレースするのがメインシナリオだろう。しかし、過去の本欄でも議論したように、昨年のインフレ率の騰勢を踏まえれば、今年春および秋には前年比で著しく下落する可能性がある。「年 4 回」というメインシナリオは 4~6 月期を超えて見なければ何とも確証が持てないというのが筆者の基本認識であり、だからこそ「年 3 回」を予想している。同じく 6 月にもバランスシート縮小という話も出ているが、インフレ率が大きく落ちる中でそれが可能なのだろうか。

こうして今年のことを考えるだけでも障害は多く考えられ、2.50%という中立金利が遥か彼方の水準に思えてくる。なお、中立金利と近似する市中金利として注目される 30 年金利は 2.10%程度であり、中立金利を 2.50%以下と考える向きが多そうなることを示す。とはいえ、均せば「2.00%~2.50%の間で利上げが終わる」と考える向きは多そうであり、それは 8~10 回程度の利上げを意味



する。これは今年から 2024 年にかけて毎年 3 回ずつでも間に合う水準である。今年 4 回利上げしたとしても、その後のペースは徐々に鈍化する可能性は頭に入れるべきだろう。なお、仮に中立金利が 2.00%程度とした場合、今年 4 回利上げすれば、2023 年と 2024 年は 2 回ずつでも間に合うことになる。これは現在のドットチャートが想定するペースを下回るものだ。

重要なことは過去を振り返れば「利上げの最高到達点が 10 年金利の最高到達点だった」という経験則であり、だとすれば米 10 年金利の上昇余地は中立金利が 2.50%として 70bps 程度、2.10%程度だとすれば 30bps 程度しか残されていないという話になる。それはそのままドル高相場の寿命

に直結する話でもあるため、「中立金利はどこにありそうか」というテーマは今年はともかく来年以降のドル/円相場を議論をする際には非常に重要である。

もともと、昨年の名目実効為替相場で見たように、昨今の「日本回避」とも言える円相場や日本株の軟化を踏まえると、「ドル安＝円高」とは限らない。ドル/円相場予想においては最高到達点が125円なのか、120円なのかという議論は引き続き入念に検討を重ねるべきだが、方向感として円安が進む地合いは大きくは変わらないと考えておきたい。

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
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見直し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアバレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本邦の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安 & 資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPIについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見直し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(貿易実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイドンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済