

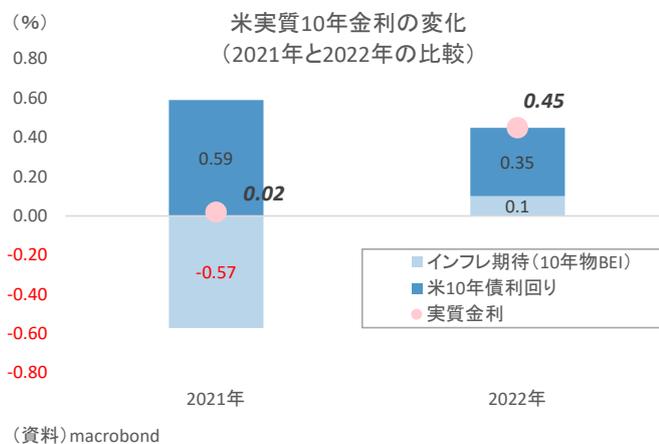
みずほマーケット・トピック(2022年1月20日)

米実質金利上昇とドル相場への影響

FRBの正常化プロセスへの期待が米金利の景色を変え始めている。2022年初頭から足許までの3週間弱で米実質10年金利は+0.45%ポイントも上昇。株価を筆頭にリスク資産価格が動揺するのは自然だろう。為替見通しへの影響も注視される。実質や名目の金利上昇が激しい割にドル相場が年初来で堅調なわけではない。既に最低4回の利上げが織り込まれる中、米金利をテーマにドル高が進むことについて限界が近づいている可能性もある。欧州でも金利は押し上げられており、ユーロ買いも相応に根強いいため、これがドル相場の勢いを削いでいる可能性も。とはいえ、歴史を振り返れば、米実質金利とドル相場は概ね順相関であり、大幅なドル安も起きにくい。ドル/円相場への影響に関して言えば、昨今の日本の立ち遅れを思えば、「ドル売りだが、円も売り」という事象は十分想定される。円の弱さは今やある程度、日本の弱さを反映している部分もあり、欧米とのコントラストが2021年のようにクローズアップされる可能性は高い。

～著しい米実質金利上昇～

FRBの正常化プロセスへの期待が米金利の景色を変え始めている。ちょうど1年前も米金利上昇局面にあったが、当時はインフレ期待も押し上げられる中での名目金利上昇であり、結果、実質金利(名目金利-インフレ期待)は穏当な動きにとどまっていた。例えば2021年は米10年債利回り(以下単に名目10年金利)と10年物ブレイク・オープン・インフレ率(以下単にインフレ期待)が共に約+0.60%ポイントずつ上昇し、実質10年金利の上昇は+0.02%



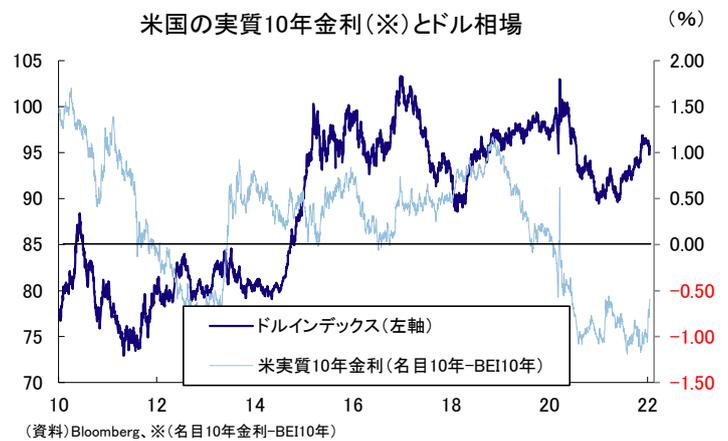
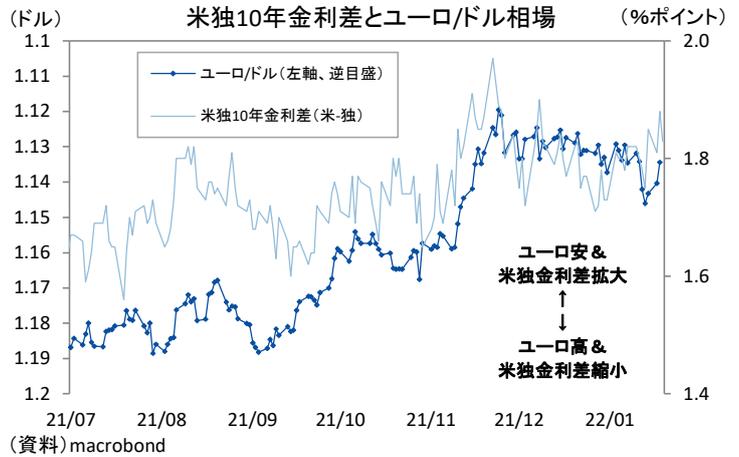
ポイントと概ね横ばいだった(図)。しかし、2022年初頭から足許までの3週間弱を見れば、名目10年金利が+0.35%ポイント上昇したのに対し、インフレ期待は▲0.10%ポイントと下がっており、実質10年金利は+0.45%ポイントも上昇している。金融政策の影響を色濃く受ける名目2年金利も約2年ぶりに1.00%に乗せており、米債市場における利上げ織り込みは着実に進んでいる。

これまで実質金利の低位安定は米株高を説明する最も大きな動機の1つだったゆえに、足許の米株価の動揺は領けるものがある。そもそも名目金利の上昇にインフレ期待がついてこないのは「利上げを受けて実体経済は失速する」とオーバーキルを懸念する市場参加者が多いからであり、景気先行指標としての株価が下押しされるのは自然である。今後3か月で最大の注目点は、インフレ率が恐らくピークアウトしてくる今春以降、そうした市場の懸念になびく格好で正常化プロセスに

ブレーキがかかるかどうかである。その可能性は決して低いとは言えない。

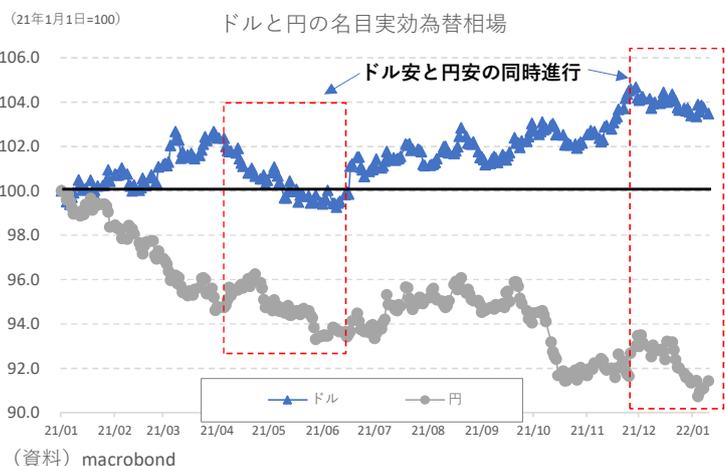
～金利上昇は世界的な機運。ドイツ 10 年金利は 3 年ぶりにプラス～

為替見直しへの影響をどう見るべきか。米国の名目金利上昇が激しい割にドル相場(ここではドルインデックスを使用)が年初来で堅調なわけではない。既に最低 4 回の利上げが織り込まれる中、米金利をテーマにドル高が進むことについて限界が近づいている可能性もある。また、実質および名目金利ほどドル相場に勢いが感じられないもう 1 つの理由は、金利上昇自体が世界的な機運であることも関係しているのではないか。例えばユーロ圏では昨日、ドイツ 10 年金利が 2019 年 5 月以来のプラス圏に浮上した。足許ではやや軟化しているものの、米独 10 年金利差と安定した関係にあるユーロ/ドル相場は年初来から堅調であり、これが実効ベースでドル相場の上値を押さえている部分もありそうである。もっとも、目下、ユーロ圏はロシアのウクライナ侵攻という地政学リスクの当事者でもあり、金利上昇だけで買い進められるのも難しいのも事実だろう。歴史を振り返れば、実質金利とドル相場に確固たる関係があったとは言えないが、基本的には順相関という印象はある(図・下)。実質金利上昇が続く限りにおいて、ドル相場が大崩れする展開は基本的には考えにくいのではないか。



～とはいえ、ドル/円の話は別～

肝心のドル/円相場への影響はどうか。日本 10 年金利も確かに上げ基調にはあるが、イールドカーブコントロール(YCC)の操作対象として 0.20%程度でキャップがかけられている以上、米独金利差とユーロ/ドル相場の関係のようにはいかない。過去の本欄でも繰り返し論じているように、金融市場全体でドル安が進んでも、それが円買いに直結するとは限らない。昨今の日本の政治・経済情



勢の立ち遅れを思えば、「ドル売りだが、円も売り」という事象は十分想定される。これは昨年来、散見されている相場つきである。例えば 12 月以降もドル/円相場は概ね堅調だったので、ドル高が続いていたと感じる日本人は多いのではないか。しかし、現実には名目実効ドル相場が緩やかに下落していた。つまり、「ドル売りだが、円も売り」だったのである(前頁図)。

円の弱さは今やある程度、日本の弱さを反映している部分もあり、再び行動規制に入る日本とこれを解除する欧米というコントラストが 2021 年に引き続いてクローズアップされそうな様相である。足許で際立っている米実質金利上昇はリスク資産価格にとって大きな懸念材料だが、ドル/円相場見通しに修正を迫るものではないと考える。

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
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
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？～
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	円相場との近況～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」と利上げ見通し～)
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」を体現するアパレル生産日本帰郷報道
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(いきなり外交的訓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～本当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「含意なき離脱」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GDP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秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に触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	交易条件の悪化に触まれる日本経済
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(実質実効為替相場(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～新ガイドラ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)