

みずほマーケット・トピック(2022 年 2 月 14 日)

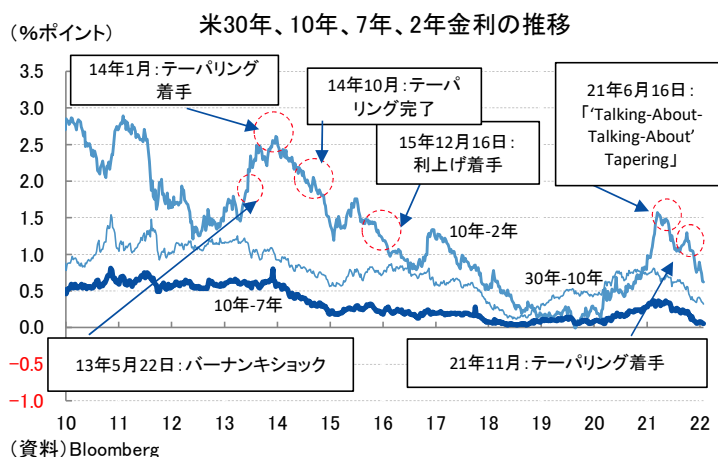
「開始前から終盤」の様相を呈する FRB の正常化プロセス

米 1 月消費者物価指数(CPI)の強い結果を受けて、米金利はさらに上昇。金融市場の抱くオーバーキル懸念は一段と強まっており、指標発表後、10 年-7 年金利のフラット化が完了している。30 年-10 年、10 年-2 年などのスプレッドも着実に潰れており、まだ 1 回も利上げしていない事実を踏まえると、正常化プロセスは「開始前から終盤」という印象も抱かれる。この状況から 4 回、5 回と順調に利上げを重ねていけるイメージは引き続き抱きにくい。年金運用の根強い需要が見込まれる 30 年金利は 2.0~2.2%で安定推移しており、10 年金利がこれを超えることがないとすれば、もはや米金利上昇を材料にしたドル買い局面も終盤だろうか。一方、名目・実質の双方で米金利が反転するならば、米株も息を吹き返す可能性がある。そのようなリスクオンムードの中では、やはり円売りが先行しやすいだろう。予測期間後半では円売りのドライバーが米金利から米株にタッチするというイメージ。また、海外の環境はどうあれ、「日本回避」が根強いテーマである以上、円安地合いは容易に変わらないと予想。日本株は安い円が追い風になるか。

～「開始前から終盤」の正常化プロセス～

先週 10 日、米労働省が発表した米 1 月消費者物価指数(CPI)は前年比 +7.5%上昇と同+7.0%の 12 月から加速し、1982 年 2 月(7.6%)以来、39 年 11 か月ぶりの伸び幅を記録した。もはや 3 月 FOMC の+50bps 利上げは 8 割織り込まれており、米 10 年金利は遂に 2.0% 台に乗せている。同時に、金融市場の抱くオーバーキル懸念は強まるばかりであり、指標発表後、10 年-7 年金利のフラット化が完了している。30 年-10 年、10 年-2 年などのスプレッドも着実に潰れており、まだ 1 回も利上げしていない事実を踏まえると、正常化プロセスは「開始前から終盤」という印象も抱かれる。

この状況から 4 回、5 回と順調に利上げを重ねていけるイメージはどうしても抱きにくく、引き続き『中期為替相場見通し』では 2022 年の利上げは 3 回(3・6・9 月)にとどまると見ている。しかし、3 月の 1 回目が 50bps であれば 25bps にして「4 回分」という線はあり得るだろう。年金運用の根強い需要が見込まれる 30 年金利は 2.0~2.2%で安定推移しており、10 年金利がこれを超えることがないとすれば、もはや米金利上昇を材料にしたドル買い局面も終盤に差し掛かっていると言える。

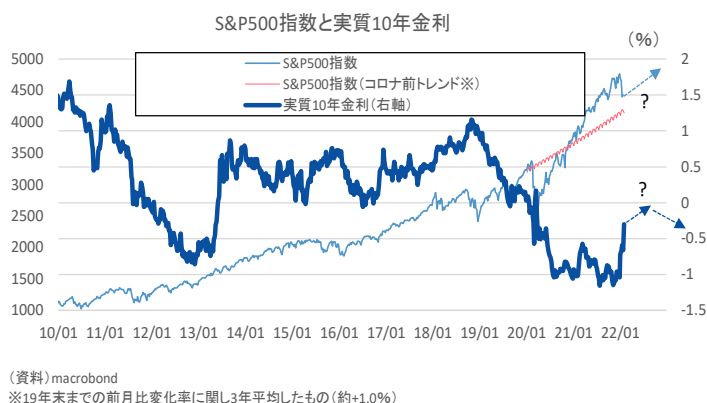
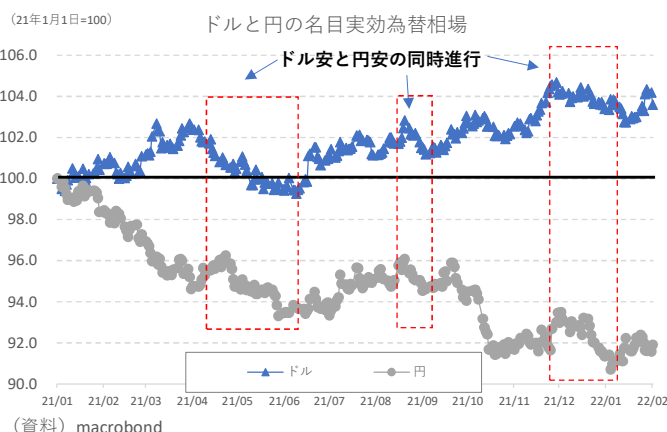


～円売りの材料は米金利から米株へ？～

しかし、ドル買い・円売りの材料として金利が後退したからと言って、円安相場の終わりを示すわけではない。過去の本欄でも議論したように、過去 1 年の為替市場では「ドル安でも円安」というケースは頻発しており、それは現下の円安が日本売りという色合いを帯びている証左だと筆者は考えている。もちろん、正常化プロセスの頓挫や米金利の反転はドル/円相場の上昇スピードを抑止する可能性はあるが、円高基調を根付かせるまでには至らないだろう。さらに言えば、正常化プロセスの頓挫は米株高に直結する可能性がある。それ自体がリスクオンムードからの円売りを焚きつけるコースも考えられるだろう。

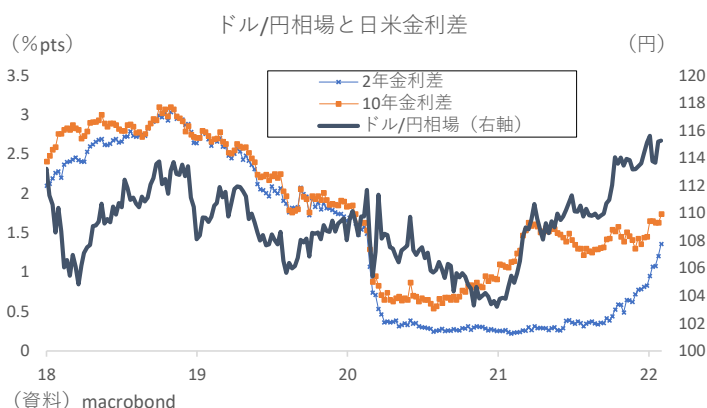
米株の値動きは実質金利のそれに規定されることが注目されているが、例えば米 10 年金利と米インフレ期待(10 年物 BEI)が共に 2.0～2.2%以下で推移しそうな情勢を踏まえれば、ここまで続いてきた米実質 10 年金利の上昇もゼロ%前後でピークアウトすることになる。それは株を筆頭とする高リスク資産にとっては再び好ましい金利環境である。こうした局面では円売りが優勢になることが多いのは周知の通りである。

元より筆者は「根拠薄弱なコロナ対策→日本の成長率劣後→日本回避」が円や日本株の取引に通底する事実と考えているため、FRB の正常化プロセスにブレーキがかかっても円高シナリオに切り替えることは考えていない。円売り材料が米金利から米株に切り替わるシナリオは十分あり得る。



～円相場への評価ポイント、見出せず～

そこに日銀の指値オペだ。先週の本欄『為替は金利の代わりに政治へアラムを鳴らすか？』でも議論したように、指値オペは 2 つの意味から円売りのトリガーを引く恐れがある。1 つは金利差拡大からの円売り、もう 1 つは「日本回避」という思惑の強まりからの円売りである。前者は殊更クローズアップされやすく、115～116 円の高値推移は日米金利差の拡大が意識され



ていると考えるのが自然である(前頁図)。また、世界の中央銀行がインフレ抑制を企図して引き締めに躍起になっている時に、国債の無制限購入で金利上昇を抑制するという行為は少なくとも通貨の信認を高めるものではあり得ない。FRB の正常化プロセスの継続可否に拘わらず、日銀は緩和路線に固執するというコースに入っており、それ自体が円を回避する理由になる。そして、緩和路線に固執するという姿勢の裏には上述したような「根拠薄弱なコロナ対策→日本の成長率劣後」という厳然たる事実がある。

結局、欧米の経済・金融情勢がどうであれ、今の円相場に評価するポイントが全く見出せない以上、円安シナリオを反転させる必要性はどうしても感じられない。言い換えれば、今の円安が単純に「内外金利差」だけに依存していると思えないからこそ、円安の持続性を予想する立場である。もっとも、日本株に関して言えば、名目・実質双方のベースで円安が進んでいるため、割安と判断する向きは今後出てくる可能性はある。ある意味、「安い日本」が評価される動きではあり、この点において円安の数少ないメリットは見出されるのかもしれない。

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2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
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「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～バイト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(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～