

みずほマーケット・トピック(2016 年 4 月 14 日)

ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状

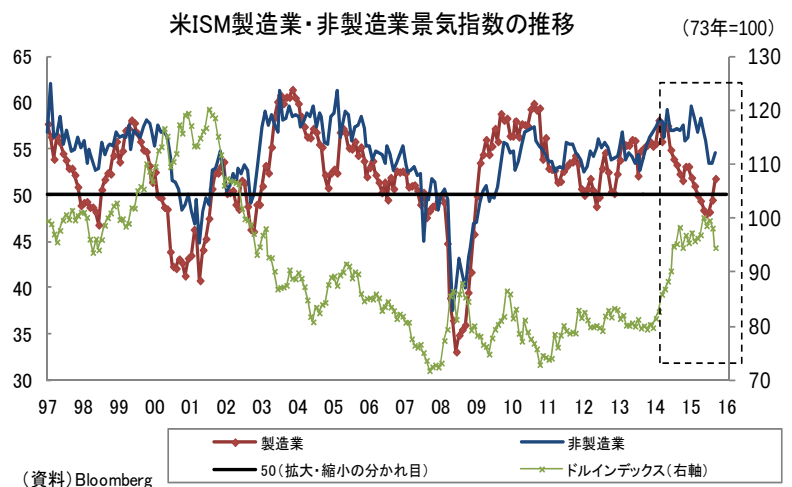
昨日発表された米地区連銀経済報告(ページブック)では大半の地区で製造業の活動が上向いたと報告されている点が目を惹いた。2014 年半ば以降のドル相場急騰を受けて米製造業は停滞が報告されてきたが、ここに来て 1 月は「weakening」、3 月は「flat」、今回は「increased」とはっきり上向きの傾向が窺える。これは 2016 年に入ってからドル高相場が反転していることと関係しているそうであり、皮肉にも前向きな報告が正常化プロセスの「負の側面」を浮かび上がらせた印象を受けた。一方、昨日は米 3 月小売売上高も発表されたが、自動車・同部品の売上げが大幅減となる動きに連れて、予想外のマイナスに。ローンなどに目を向けても、絶好調を続けてきた米自動車販売に陰りが見られており、ここにも正常化プロセス(利上げ)の影響が窺える。この現状からさらに利上げを重ね、ドル高と金利上昇を誘発するのはやはり無理筋な想定に思われる。

～ページブックに思う正常化プロセスの「負の側面」～

昨日発表された米地区連銀経済報告(ページブック)では大半の地区において緩慢あるいは緩やかなペースでの成長が報告され、それが続くとの見通しが示された。特に大半の地区で製造業の活動が上向いたと報告されていることは目を惹く。周知の通り、2014 年半ば以降のドル相場急騰を受けて米製造業は停滞が報告されることが多かった。例えば製造業に関し、1 月 13 日公表のページブックは「weakening」、3 月 2 日公表のページ

ブックは「flat」と報告されていたが、今回は「increased」とはっきり上向きの姿が指摘されている。これは 2016 年に入ってからドル高相場が反転していることと関係しているのだろう。図に示されるように、製造業のマインドは明らかにドル相場と連動している。今年に入ってから ISM 製造業景気指数の持ち直しはドル相場の下落基調と平仄が合う。やはり FRB による「孤高の正常化」はドル高を介して海外から不況を輸入するという副作用を伴うと考えるべきなのだろう。

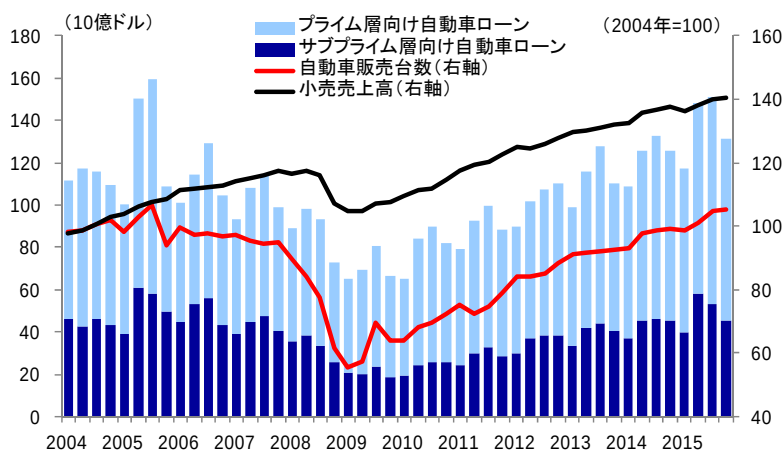
今回のページブックはどちらかと言えば利上げ路線を支持する材料と見なせるが、結局そう考えてしまうこと自体が「利上げ期待の高まり→ドル高→景況感悪化」という悪循環に繋がることになる。FRB 以外の主要中銀が利上げ路線に復帰していない限り、「タカ派になればドル独歩高で苦しむ」という米国の状況は続く。この構図は年内変わることが無いだろう。ページブックにおける前向き



な報告は皮肉にもドル高という正常化プロセスの「負の側面」を浮かび上がらせているように思えてならない。実際、全体判断は上向いても、報告書のそこかしこにドル高が経済活動を蝕んでいる様子が報告されており、依然としてドル高相場の調整余地は小さくないように見受けられる。

～自動車ローンにも変調～

また、米経済指標を見ると 3 月生産者物価指数 (PPI) が前月比 ▲0.1% と 2 か月連続で下落し、3 月小売売上高も同 ▲0.3% と減少した。どちらも市場予想の中心は上昇ないし増加であり、米実体経済の先行きについて楽観できる状況とはやはり思えない。そもそも、利上げ路線が強調される中であって、家計部門の消費・投資意欲が盛り上がる道理はない。金融危機後の緩和局面を経て、「所得以上に消費する」という米家計



(資料) FRBNY, "QUARTERLY REPORT ON HOUSEHOLD DEBT AND CREDIT November 2015"

部門の行動は徐々にかつての姿を取り戻し、2015 年の米新車販売台数が過去最高を記録したことは年初話題になった。自動車ローン残高の推移に目をやれば、プライム層向け、サブプライム層向け共に 2005～2007 年の金融バブルピーク時に匹敵する水準にまで達しており、これが小売売上高を支え、ひいては FRB の正常化路線の一助となってきた面は否めない。だが、図からも分かるように、昨年央を境としてサブプライム層向けが頭打ちとなり、プライム層向けも昨年末にかけて大きく失速した姿が確認できる。図は四半期データにつき昨年末時点までの状況を示すに止まるが、昨日発表された 3 月小売売上高において自動車・同部品は前年同月比 ▲2.1% と昨年 2 月以来の大幅減少であり、また、今月初めに発表された調査会社ウォーズ・オートモーティブ・グループの集計する 3 月の自動車販売も年率換算 1650 万台と約 1 年ぶりの低水準を記録した。FRB が正常化プロセスを推進するにあたって頼りにしてきた堅調な内需は FRB のタカ派な情報発信や実際の利上げを受けて失速しているという恐れがあるのではないか。

昨日のベージュブックや小売売上高などを見る限り、製造業はドル高により外需が断たれ、非製造業も金利上昇により内需が断たれているという現状があるように思えてくる。この現状からさらに利上げを重ね、ドル高と金利上昇を誘発するのはやはり無理筋な想定ではないだろうか。

国際為替部
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。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃える期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer! になれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属属まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のスレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)