

みずほマーケット・トピック(2016 年 8 月 16 日)

リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運

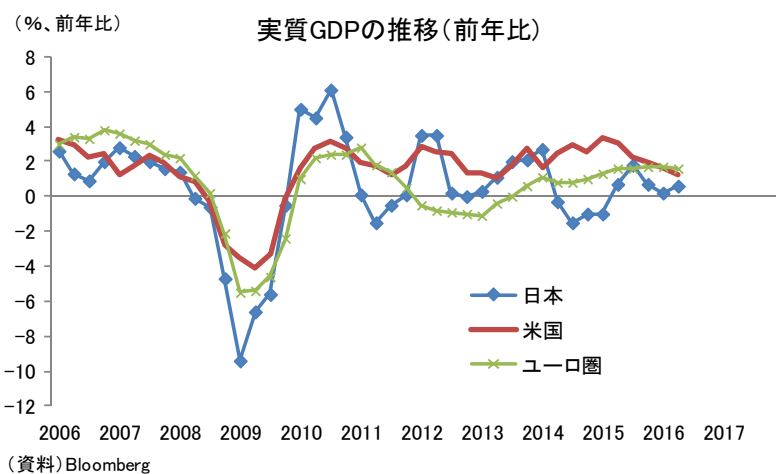
世界経済の現状を俯瞰した場合、「もたつく先進国 vs. 復調する新興国」という構図が見え隠れ。世界の景気循環を見極める上での代表的な先行指標である OECD 景気先行指数(CLI)を見ると、日米欧三極の経済の足取りが重い一方で、BRICs(ブラジル、ロシア、インド、中国)などは復調機運が強まっている。例えば、インドは年初から景気拡大を示唆する局面に入り、ブラジルやロシアも年初から景気の待ち直しを示唆するムードが強まっている。肝心の中国も下げ止まりから踊り場を模索する状況。可能性は非常に低く、あくまで本欄にとってはリスクシナリオの 1 つに過ぎないが、CLI が示唆するように、新興国が底打ちに向かい、そうした国の中から複数回の利上げを模索できるような中央銀行が現れた場合、「FRB が利上げしてもドル全面高にはならない」という状況が生まれてくる芽もある。アップサイドリスクは危機後の世界にとって新鮮な論点。

～弱い米指標が続き利上げ期待膨らまず～

昨日の為替相場も動意薄い地合いが続いている。月初に公表された米 7 月雇用統計こそ良好な結果であったものの、その前後に公表されている 4～6 月期 GDP、7 月 ISM 製造業景気指数、7 月生産者物価指数、8 月ミシガン大学消費者マインド、8 月ニューヨーク連銀製造業景気指数などが軒並み弱い結果となっており、米利上げに賭ける期待は膨らんでいない。結果としてドル/円相場も 101 円付近で上値重い展開が続いている。東京時間に関しては今週いっぱい市場参加者の少ない時間帯が予想され、本格的に動意づくのは来週以降となりそうである。

～勢いの感じられない日米欧～

ところで、昨日公表された本邦 4～6 月期 GDP をもって日米欧の今年上半期までの成長率が出揃ったことになる。市場予想との対比で見れば、日米が市場予想比下振れたのに対し、ユーロ圏は市場予想通りとなった。だが、そのユーロ圏も 1～3 月期の成長率からは半減するという結果であり、英国の EU 離脱(Brexit)問題の影響が今後顕現化してくることを考慮すれば、先行きに不安は抱



かざるを得ない。既に独 ZEW 景況感指数の動きなどに表れるように、Brexit 問題を受けて実体経済を巡るセンチメントは軟化しつつあり、ここへ 10 月に国民投票を控えるイタリア問題の行方が押し

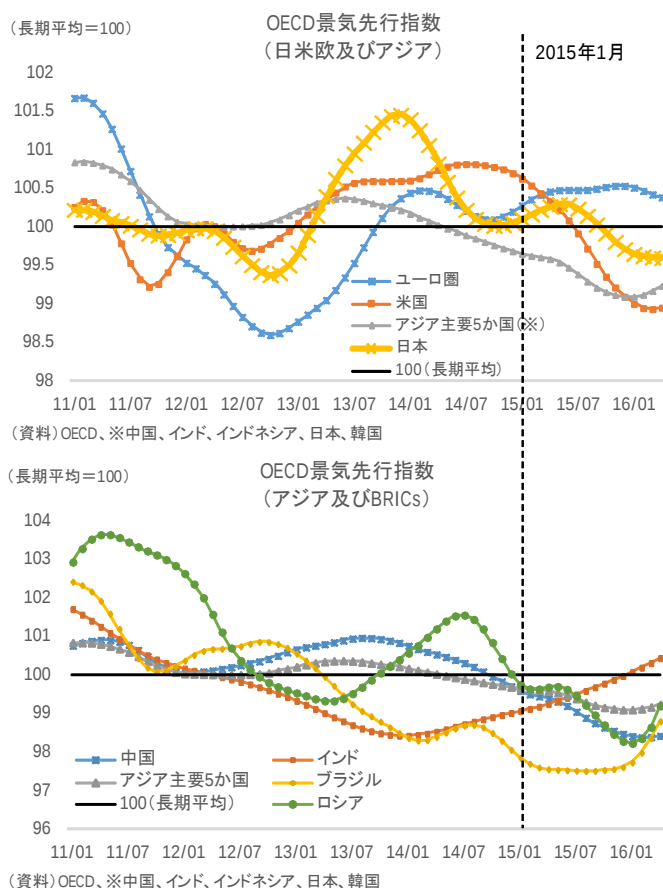
掛かってくることになる。域内の消費・投資意欲がここから明確に上向いてくるだけの材料は乏しいと言える。また、冒頭述べた通り、米国については思ったほど実体経済の足取りがしっかりとしたものになっておらず、果たして利上げを進めることができるのか不安は払拭されない。前頁図にも示すように、前年比で見た景気の減速傾向は明らかである。日本については、昨日の本欄¹でも議論した通りだが、辛うじて前期比でのマイナス成長を回避したという状況にある。日米欧三極の実体経済に関しては世界経済をけん引するだけの迫力が感じられないというのが現状だろう。

～OECD 景気先行指数に見る世界経済の現状と展望～

世界経済の現状を俯瞰した場合、「もたつく先進国 vs. 復調する新興国」という構図も見え隠れする。世界の景気循環を見極める上での代表的な先行指標である OECD 景気先行指数 (CLI: Composite Leading Indicators)² を見ると、先進国、とりわけ欧米比較という意味では、昨年7月から米国が縮小を示唆する局面に入っているのに対し、ユーロ圏は債務危機後からの復調局面が続いている。だが、上述したような事情もあり、ユーロ圏の先行きに関してもやや下方向を指し始めているように見受けられる。なお、米国に関しては、既に拡大局面が 86 か月目に突入しており、1901 年以降で取得可能なデータにおいて史上 4 番目の長期間に及んでいる(データは全米経済研究所(NBER))。こうした状況下、CLI が米景気の縮小を示唆し

ていることは特に不思議ではない。繰り返しになるが、こうした現状において利上げを模索する政策運営が果たして適切なのかどうかはやはり疑義が残る。ちなみに日本に関しては米国から若干遅れる格好で昨年10月頃に縮小を示唆する局面に入り始めている。

一方、日本を含むアジア 5 か国で見ると、昨年中頃から後半にかけて復調の様子が見受けられ、そのような印象は BRICs(ブラジル、ロシア、インド、中国)の動向を見ると余計に強まる。インドは年初から景気拡大を示唆する局面に入り、ブラジルやロシアも年初から景気の待ち直しを示唆するムードが強まっている。肝心の中国は未だ低迷から抜け出せていないが、とりあえずは下げ止まって踊り場に差し掛かっているという印象は持てる。1 年前の人民元大幅切り下げが奏功している面も



¹ 本欄 2016 年 8 月 15 日号『本邦 4～6 月期 GDP～実質所得環境は改善中～』をご参照下さい。

² OECD(経済協力開発機構)が景気循環の転換点を早期に見極めるために主要計数を合成して算出している計数。転換点に対し、平均して約 4～8 か月 (about 4 to 8 months (on average)) 先行するとされる。

ありそうだが、ここからはっきりと上向いてこなければ、一段の切り下げに踏み切る可能性があるだろう。

～「ドル高の罟」を断ち切れるか～

本欄では世界で利上げを模索できる中央銀行が FRB だけである以上、「利上げの実施(or その意思表示)→運用資金がドル建て資産に殺到→ドル全面高→製造業を中心に実体経済が圧迫→FRB のハト派化→ドル全面安」という「ドル高の罟」から逃れる術はなく、為替相場見通しもドル安に傾斜せざるを得ないと述べてきた。

現状では世界経済の長期停滞に賭ける論陣が支配的であり、「ドル高の罟」を主因とする筆者のドル安見通しの確度はまだ高いものと考えている。だが、仮に上述した CLI が示唆するように、新興国が底打ちに向かい、そうした国の中から複数回の利上げを模索できるような中央銀行が現れた場合、「FRB が利上げしてもドル全面高にはならない」という状況が生まれ、「ドル高の罟」を断ち切る芽も出てくることになる。これまで FRB が利上げを躊躇する理由としては、しばしば国際経済・金融環境を巡るリスクが言及されることが多かったことを思えば、新興国の底打ち機運は軽視できない。もちろん、欧州が Brexit を機に低迷していくシナリオの蓋然性が依然小さくない以上、予断を許さない状況ではある。そもそも新興国を含む国際経済・金融環境は脇に置いたとしても、米景気の拡大が終焉に向かっているのだとすれば、利上げは根本的に失策ということになりかねない。それゆえに、本欄や『中期為替相場見通し』では年内及び来年において、FRB が連続的な利上げをできるようになるとは考えておらず、ドル安相場の継続を予想しているのである。

しかし、現状が停滞論一色となっていることにも一抹の不安は覚える。こうした状況下、このまま世界経済が底打ちし、FRB が望むような利上げを行えてしまう展開も、可能性は非常に低いように思われるが、一つのリスクとして考える価値はあるかもしれない。金融危機を経験して以降、市場参加者はアップサイドリスクを注視する必要が殆ど無かっただけに、新鮮な論点でもある。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかにになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～前れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罫」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7 を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序の(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
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フインフレーションとユーロ高懸念
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～目立つ英ボンドの動揺～
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～基礎通貨には逆らえず～)
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	TLTRO2I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～)