

みずほマーケット・トピック(2018 年 6 月 7 日)

主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～

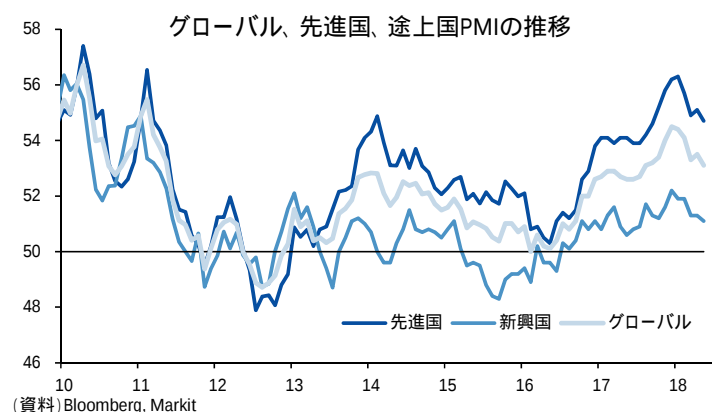
欧米中銀の前向きな政策運営が取り沙汰される一方、長きに亘る世界経済の景気拡大は着実に成熟化している。主要な景気先行指標が世界経済の失速を示唆し始めており、例えば、Markit 社公表の 5 月グローバル製造業 PMI は昨年 7 月以来の低水準を記録。また、景気先行指標の王道である OECD 景気先行指数(CLI)も同様のイメージを示唆。どちらの統計でも米国の勢いは強いが、先行指数が停滞している状況で金融政策の正常化など議論できるはずもなく、米国の好調さは当然と言えば当然の話。現状考えられる仮説として「米国の好調さに合わせた利上げやバランスシートの縮小が米国以外(特にアジア新興国)の勢いを削いでいる」という基本的解釈があり得る。こうした解釈に加えて、新興国にまつわる資本流出、米保護主義の先鋭化、イタリア政局の抱える潜在的な不安といった複数の要因が折り重なっているのが現状ではないか。代表的な景気先行指標が共にアラームを発し始めている事実に向き合いたい。

～ ECB へのタカ派思惑が続く～

昨日の為替市場ではユーロ相場が続伸した。来週 14 日の ECB 政策理事会に関し、拡大資産購入プログラム(APP)の終了を見据えた報道が相次いでおりユーロ買戻し機運が強まっている。昨日はチーフエコノミストであるプラート ECB 理事自らの発言が材料視されているが、同理事はあくまで「APP 終了時期に係る議論を始めるのが来週」と言っているのであって、議論の結果としての正式決定は 7 月になるだろうし、終了時期が 9 月なのか 12 月なのかは定かではない。詳しくは昨日の本欄で議論した通りだが、筆者はイタリア政局への配慮もあり「3 か月延長して終了」というのが落としどころになると予想している。イタリアのポピュリスト政権に配慮して APP を無為に先延ばしすることはモラルハザードを招きかねないが、本件に関してはそもそもの争点が「終了は 9 月か 12 月のどちらか」という部分にあり、12 月まで延長すること自体、さほど抵抗感はないと推測する。

～ 失速感が露わになる世界経済～

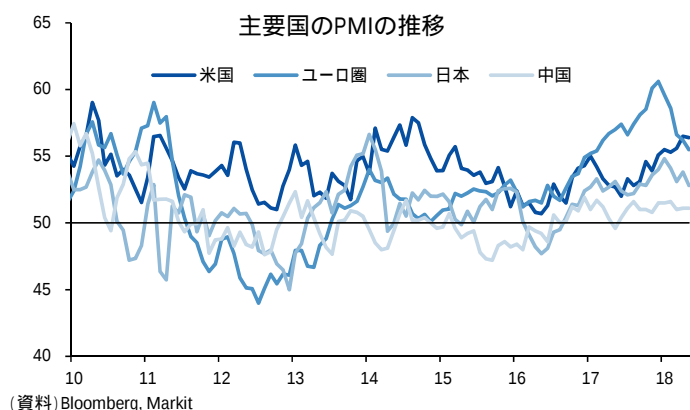
欧米中銀の前向きな政策運営が取り沙汰される一方、長きに亘る世界経済の景気回復局面は着実に成熟化している様子が窺える。Markit 社の公表する 5 月グローバル製造業 PMI(購買担当者景気指数)は 4 月の 53.5 から 53.1 へ低下した。昨年 7 月以来の低水準となる(図)。引き続き、景気拡大・縮小の判断の分かれ目となる 50 は超えて



いるものの、方向感として失速が始まっていることは明確であり、これは先進国および新興国の別に見ても同じイメージとなる。大まかな理解として、2016 年初頭にボトムアウトした世界経済が米利上げの効果が徐々に浸透していることも手伝って再度ピークアウトの時を迎えているというのが妥当なところだろうか。厳密には、利上げがもたらす引き締め効果のほか、利上げの裏側で起きる新興国から

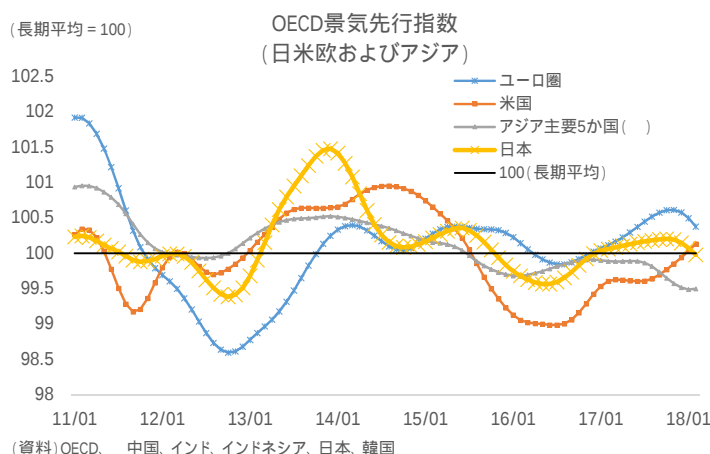
の資本流出、米保護主義の先鋭化、イタリア政局の抱える潜在的な不安などがリスク要因として浮上しており、いずれもその不安は未だに根絶されていないという状況にある。なお、国別に見ると、米国を除けばユーロ圏と日本で失速感が強く出ており、中国も冴えないという実情がある(図)。

FOMC メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)が実現すれば、2019 年末には政策金利が中立金利に到達するが、恐らくそこに至る前に米イールドカーブにおいて逆イールドが出現する可能性が高い。既に世界経済はピークアウトしており、これから少しずつそれを認識する人々が増えてくるとというのが現状認識として適切なのではないだろうか。



～ OECD 景気先行指数も同じイメージを示唆～

こうした現状認識は景気先行指標の王道である OECD 景気先行指数 (CLI: Composite Leading Indicators)¹ を見ても抱かれる。PMI がアンケートに基づくソフトデータであるのに対し、CLI は GDP を筆頭とするハードデータの合成指数である。この点、迅速性こそ PMI に劣るが、経済の実情をより正確に映じることが期待される。同指数は実体経済に対し約 6 か月 (正確には平均 4～8 か月) の先行性を持つように設計されている。図から判断されるように、日米欧の先進国はやはり 2016 年初頭をボトムとして景気拡大ペースが加速しており、日欧では 2017 年末から 2018 年初頭にかけて失速が示唆されている。アジアについても 2016 年初頭にボトムアウトこそしているが、その後も勢いに欠き 100 を超えることなく失速を迎えている。唯一、気を吐いているのが米国である。先行指数が停滞している状況で金融政策を現状のように淡々と引き締める判断は合理的ではないのだから、米国の好調さは当然と言えば当然と考えられる。考えられる仮説として「そうした米国の好調さに合わせた利上げやバ



¹ 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。

ランスシートの縮小が米国以外(特に新興国)の勢いを削いでいる」という基本的解釈があり得るのではないか。そのような解釈に加え、新興国にまつわる資本流出、米保護主義の先鋭化、イタリア政局の抱える潜在的な不安といった複数の要因が折り重なっているのが現状のように見受けられる。

いずれにせよ代表的な景気先行指標である PMI や CLI が共にアラームを発し始めている事実は軽視すべきではないだろう。これらの計数が示唆する近い将来(約半年～1年後)の景気失速は本欄や『中期為替相場見通し』が前提として懸念する「FRB による景気のオーバーキル」と平仄の合うデータでもあり、これと整合的な為替予想はやはり円高・ドル安と考えたい。

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。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
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するの～イタリア発スペイン經由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～構造的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本日にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株値急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルスステッピングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)