

みずほマーケット・トピック(2018年8月6日)

## ソフトデータが暗示する世界経済失速

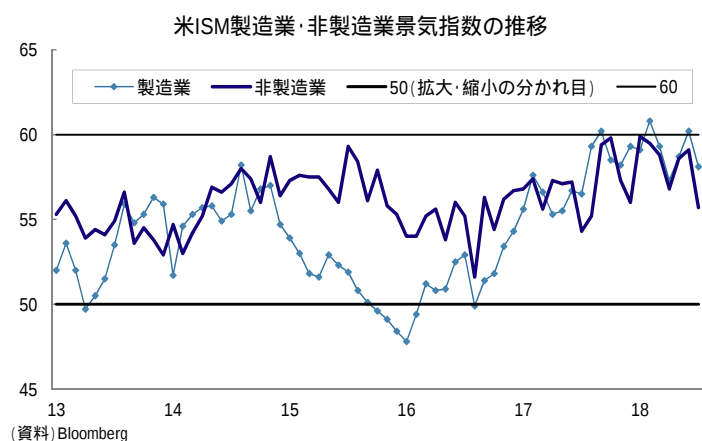
貿易戦争懸念の織り込みは依然として不十分と見られるが、ここきて感応度の高いソフトデータからいよいよ織り込みが始まった雰囲気もある。米ISM景気指数がまとまった幅で悪化していることには注目したいところ。なお、こうしたソフトデータの悪化は米国以外の国・地域では今年に入ってから既に進んでいたものであり、いよいよ震源地である米国にも影響が及び始めたかどうかが気掛かり。特に「米金利上昇を理由とする売り局面」に「米通貨・通商政策を理由とする売り局面」も重なり始めており、経常収支の状況にかかわらず新興国通貨が手放されやすい市場環境が出来上がりつつあるという事実は重要。今年に入ってから、多くの新興國中銀が通貨防衛的に利上げをしているが、個別で見れば適切な処方箋と考えられるものの、複数中銀が同時発生的にそうした動きを取れば当然、世界経済の寿命を縮める方へ作用するだろう。世界全体で見られているソフトデータの悪化はそのような芳しくない未来を示唆している印象。

### ～珍しい「米金利低下・円金利急騰」という組み合わせ～

先週3日の為替市場は円が全面高となる展開。クドロー国家経済会議(NEC)委員長による「(中国は)最後までやり通すというトランプ米大統領の決意を甘くみてはならない」との発言、米7月雇用統計の予想外の悪化などが嫌気され、米金利は低下し、ドルを手放す動きが強まっている。片や、円金利は先週2日時点で10年金利が一時0.142%と昨年2月以来の高水準をつけその後も堅調推移しており、結果として日米金利差が比較的まとまった幅で縮小する構図が見られている。最近では日米金利差とドル/円相場の相関はすっかり薄まっているものの、「米金利低下・円金利急騰」という組み合わせは珍しいものであり、材料視されても不思議ではないだろう。

### ～ソフトデータが崩れ始めた米国～

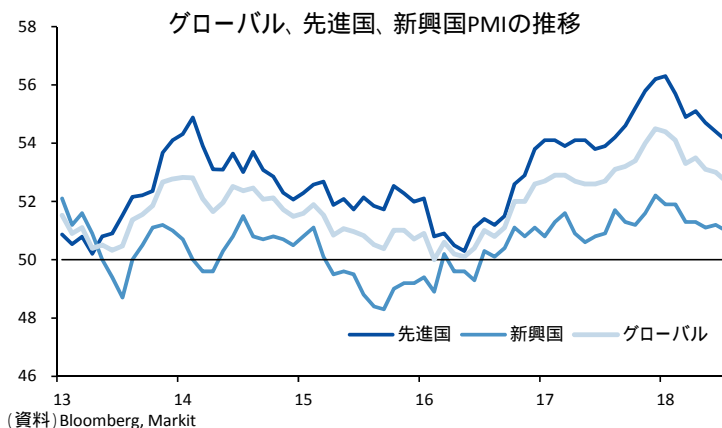
米金利が低下し、市場がリスクオフモードに傾斜した理由は他にもありそうである。その1つが景況感指数の悪化である。それぞれ先週1日および3日に公表された米ISM製造業・非製造業景気指数は貿易戦争を主因として予想比大きく悪化している。非製造業指数の前月比▲3.4ポイントの下落は2016年8月以来の大幅悪化である。今年最大のテーマが貿易戦争であることは間違いないものの、



「不透明感が巨大過ぎるゆえに適切な織り込みが進んでいない」というのが筆者の理解であるが、

ここにきて感応度の高いソフトデータからいよいよ織り込みが始まったということだろうか。今後、トランプ政権の下で先鋭化する保護主義が従前の自由貿易ルールを根本的に変えていく局面に入ったと理解されてくれば、現実の企業活動の鈍化にも繋がり、ハードデータ(雇用・生産・受注・輸出など)に影響が表れてくる可能性がある。そうなればFRBの政策運営にも影響を及ぼすだろう。

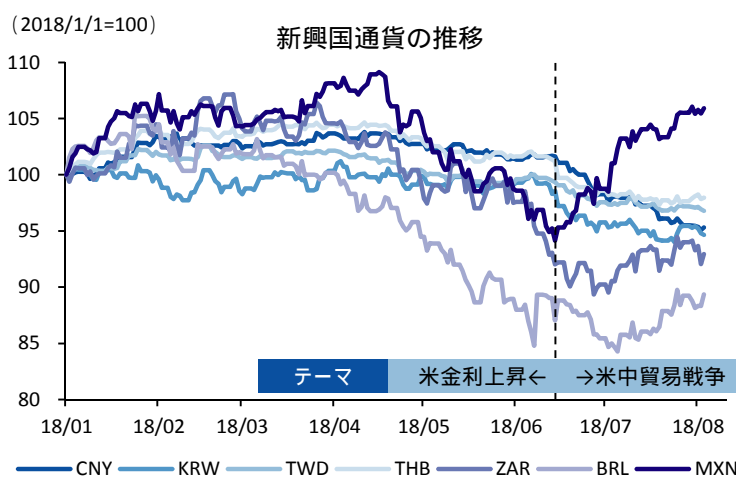
ISM 景気指数(総合)の構成指数に目をやれば、受注や生産の落ち込みが大きく、特に非製造業の景気指数(Business activity、総合に対して25%を構成)が同▲7.4ポイントとリーマンショック直後となる2008年11月以来の下落幅を記録している。さらに非製造業では新規受注(同じく総合に対して25%を構成)も前月比▲6.2ポイントと2016年8月以降で最大の下落幅を記録している。



先行きの出荷や生産に先行する新規受注の悪化は今後のハードデータ悪化を予見させるものとして注目である。また、7月雇用統計の悪化との関連も気にしたいところだろう。こうした企業心理に係るソフトデータの悪化は米国以外の国・地域では今年に入ってから既に進んでいた(図)。いよいよ震源地である米国にも影響が及び始めたということだろうか。

## ～「2つの局面」が重なり合う現状～

上述のようなISMやPMIの動きは、「米国だけが好調なので利上げを進める」という構図が長くは続かないという事実を示唆している。FRBが実体経済の好調を理由に金利を推し進めていくこと自体は筋が通っている。だが、ドル建て資産の投資妙味ばかりが相対的に改善すれば、必然的に新興国市場からの資金引き揚げに繋がる。今年上半期を通じてそうした米金利上昇の影響を真正面から食らったのがアルゼンチン、トルコ、ブラジル、南アフリ



カ、メキシコといった主に経常赤字の国々であり、特にアルゼンチンとトルコの下落幅は突出していた(ゆえに図では敢えて除外した)。米金利が上昇する局面で対外経済部門の脆弱な通貨が手放されるのは意外ではなく、これまでも繰り返されてきた古典的な局面とも言える。しかし、6月中旬に米国が中国に対する知的財産権侵害を理由に追加関税を課す方針を示して以来、貿易戦争懸念が増大し、「米金利上昇を理由とする売り局面」に「米通貨・通商政策を理由とする売り局面」も重なり始めた。ここでは中国、韓国、台湾、タイといった経常黒字が大きい国が標的になる。

要するに、米金利対比での劣後感と貿易戦争への警戒感が同時発生していることで経常収支の状況にかかわらず、新興国通貨が手放されやすい市場環境が出来上がりつつあるように見受けられる。少なくとも現状は「相対的にリスクが高いと思われる市場から資金を引き揚げる」という局面に入っているように思われ、その標的として信用リスクが相対的に高いと考えられる新興国市場や社債市場が選択されているという状況ではないか。新興国通貨(建ての資産)が冴えず、社債市場においてクレジットスプレッドがワイド化しているのは周知の通りである。

また、今年に入ってから、多くの新興國中銀が利上げに着手しているのは、「米金利上昇を理由とする売り局面」への処方箋と言えるが、複数中銀が同時発生的にそのような動きを取れば当然にして世界経済の寿命を縮める方へ作用するだろう。米国を含めた世界全体で見られているソフトデタの悪化はそのような芳しくない未来を示唆しているように思われる。

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](mailto: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](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8月3日  | 週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)                           |
| 2018年8月2日  | FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～                                       |
| 2018年8月1日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～                                 |
| 2018年7月30日 | メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～                                 |
| 2018年7月27日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)                            |
| 2018年7月26日 | 日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性                                      |
| 2018年7月20日 | 週末版(「グレートデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)                       |
| 2018年7月19日 | 危うい理由なきドル/円上昇～金利・物価情勢は支持せず～<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)   |
| 2018年7月17日 | 貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～                                     |
| 2018年7月13日 | 週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)              |
| 2018年7月12日 | ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～                                 |
| 2018年7月10日 | 混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～                                    |
| 2018年7月9日  | 米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～                                     |
| 2018年7月6日  | 週末版                                                          |
| 2018年7月5日  | ECBを待ち受ける陰路～「試験の秋」～                                          |
| 2018年7月4日  | EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ                                      |
| 2018年7月3日  | 米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～                                     |
| 2018年7月2日  | 2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～                                     |
| 2018年6月29日 | 週末版                                                          |
| 2018年6月27日 | メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～                                  |
| 2018年6月26日 | まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～                                     |
| 2018年6月22日 | 週末版                                                          |
| 2018年6月21日 | ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機                                         |
| 2018年6月20日 | 「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)    |
| 2018年6月19日 | 改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～                                      |
| 2018年6月15日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「APP」はタカ派、「利上げはハト派」の折衷案～)                   |
| 2018年6月14日 | FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～                                   |
| 2018年6月13日 | 米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～                                |
| 2018年6月12日 | アベノミクス高値「125.86円」から3周年                                       |
| 2018年6月11日 | FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～                                   |
| 2018年6月8日  | 週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)                              |
| 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～                                    |
| 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か～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<br>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讀むべきか？                                       |
| 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と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～<br>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  | クワデリング・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～<br>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迎えて～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～標的になりやすい円～                                   |
| 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」から何を讀み取るか？                                        |
| 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～                                     |