

みずほマーケット・トピック(2018年9月6日)

軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～

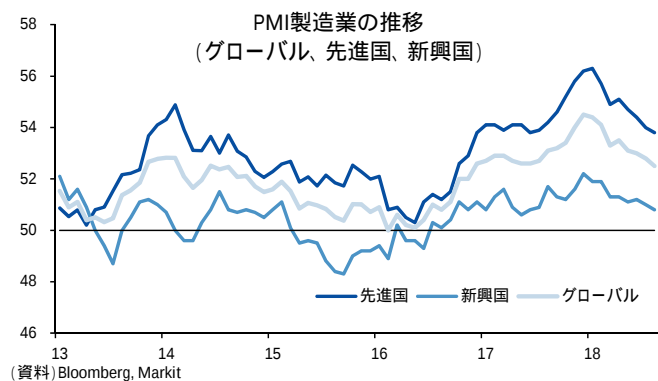
世界的にソフトデータの悪化が続いており、とりわけ製造業 PMI のモメンタムの衰えは明確。原因としては 貿易戦争懸念の高まり、米利上げによる新興国からの資本流出懸念の高まり、景気拡大局面の終焉が近づいているなどが考えられるが、これら問題の所在は全く変わっていない。いや、変わっていないどころか少しずつ悪くなっているとも言えるだろう。とりわけ途上国に関して言えば判断の分かれ目となる 50 割れも視野に入っているが、～ 全ての要因が作用している現状を思えば違和感は小さい。世界経済の景気拡大の寿命が尽きそうになっているところへ FRB の利上げ(やこれに伴う新興国からの資本流出)そして貿易戦争懸念まで重なり、急速に企業活動の心理が劣化している様子が窺える。重要且つ皮肉なことは、米経済が明確に不調をきたしてこない限り、FRB が利上げを止めることがなく、FRB が利上げを止めることがなければ新興国からの資本流出も止まらないという事実である。この状況は当分続きそう。

～クリフエッジリスクは後退?～

昨日の為替相場ではポンド相場が急伸し、対ドルでは1.30目前と1週間ぶりの高値をつけている。英国とEUの将来の通商関係について具体性を追求して交渉を長引かせるのではなく、曖昧な内容で一旦妥結してから離脱後に詳細を詰める方針へ変わるのではないかと観測が浮上している。匿名関係者の話をブルームバーグが報じているものであり確度は定かではないが、事実であれば「クリフエッジ(崖っぷち)リスクがポンド相場を離脱後の安値まで押し下げる」というシナリオが後退したことになる。しかし、後にドイツ政府報道官が離脱交渉の姿勢は変わらないと述べ否定している。交渉当事者である欧州委員会の公式コメントが無い限り、予断を許さない状況だろう。

～企業活動のモメンタムは明確に悪化中～

過去の本欄¹では世界的に各種ソフトデータの悪化が目立ち始めていることを議論したが、この傾向は続いている。このところのソフトデータ悪化の原因としては①貿易戦争懸念の高まり、②米利上げによる新興国からの資本流出懸念の高まり、③景気拡大局面の終焉が近づいているなどが考えられるが、これら問題の所在は全く変わっていない。いや、変わっていないどころか少しずつ悪くなっているとも言えるだろう。製造業 PMI に関してはグローバル(52.7→52.5)、先進国(54.0→53.8)、

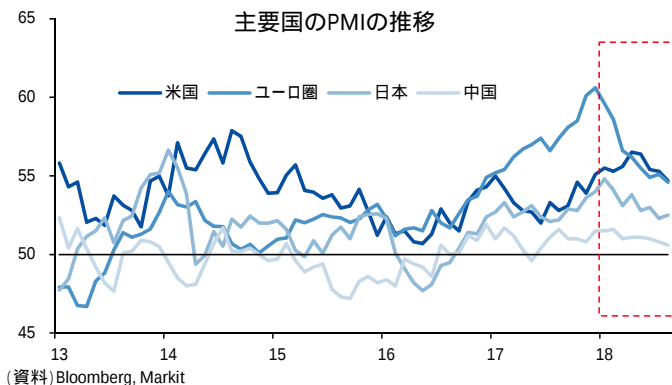


¹ 本欄 2018 年 8 月 6 日号『ソフトデータが暗示する世界経済失速』をご参照下さい。

途上国(51.0→50.8)の全てで悪化している(前頁図)。景気拡大と縮小の分かれ目である 50 を維持しているが、モメンタムは明らかに悪い。とりわけ途上国に関して言えば 50 割れも視野に入っており、①～③全ての要因が作用している現状を思えば違和感は小さい。世界経済の景気拡大の寿命が尽きそうになっているところへFRBの利上げ(やこれに伴う新興国からの資本流出)そして貿易戦争懸念まで重なっており、急速に企業活動の心理が劣化しているというのが実情だろう。

～米国の失速感も露わに～

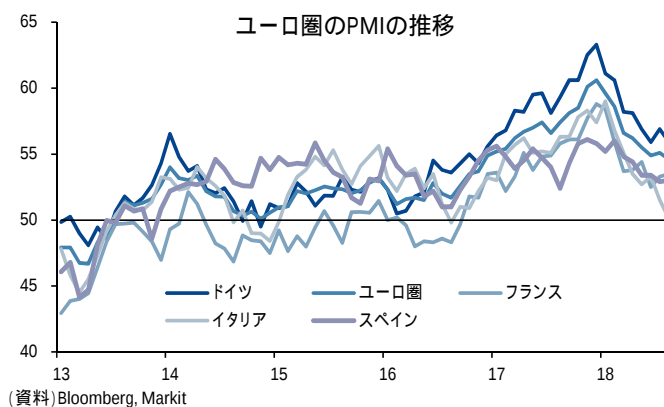
国別の動きを見れば、上述した①および②の震源地である米国の動きが明らかに悪くなっており、4 か月連続で悪化している。減税措置の効果もあって年初からの悪化は回避されていたが、それよりも貿易戦争懸念にまつわる懸念が企業心理を冷やす効果の方が大きくなり始めているのだろう(図、点線四角部分)。今週中にも通商法 301 条に則った追加関税(25%)が対中



輸入 2000 億ドルに対して発動されることが宣言されており、状況が改善する雰囲気は無い。なお、今週の本欄²でも強調した点だが、「中間選挙を越えれば変わるはず」という見方は恐らく適切ではない。今年 11 月の中間選挙が終わっても 2020 年にはトランプ米大統領自身の再選を賭けた選挙がやってくる。また、そもそもトランプ大統領を生み出してしまった米国民の気質の変化こそが重要なはずであり、それを感じ取った第二、第三のトランプ的な政治家は同様の保護主義政策を取る可能性が高い。さらに、既に指摘されているように、トランプ政権による執拗な中国への攻撃姿勢は製造業を巡る覇権争いが表面化したものであり、「人気取りの保護主義」ではない一面もある。となれば、やはり貿易戦争を理由とした米国発の悪材料は当面消えることが無いのだろう。

～内部事情の苦しさが露呈したユーロ圏～

ユーロ圏は対米貿易交渉が温和な展開を歩んでいるため、①の要因に係る懸念こそ後退している。しかし、域内に目をやれば、近い将来にイタリアのポピュリスト政権と欧州委員会が対立することが予想され、英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉も難航しているという苦しい内部事情がある。元より成長が伸び切っているという事実もあり、少なくともイタリアの来年度予算編成やブレグジット交渉が佳境を迎える 9 月から 10 月にかけては企業心理が明確に上向きような材料が見出し難いと思われる。図に示されるように、加盟国



² 本欄 2018 年 9 月 3 日号『「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観』をご参照下さい。

別の PMI を見ると、イタリアの PMI がとりわけ激しく悪化しており 50 割れ目前である(8 月分は 50.1)。こうした企業心理を前提として ECB が正常化プロセスを進める難易度は相応に高いだろう。

なお、先進国の中で日本は PMI が改善している稀な国だが(52.3→52.5)、対米貿易交渉が実質的にはまだスタートを切っていないことを考慮する必要がある。とはいえ、今後、中国から米国への輸出が停滞すると仮定した場合、中国で生産するための財を供給している日本や韓国は間接的に影響を受けざるを得ないはずである。

～新興国にとって皮肉な米経済の堅調～

世界的に見て企業心理が軟化していることは間違いなく、こうしたソフトデータの動きは今後、雇用も含めた広い意味での投資意欲に影響を与えるだろう。究極的にはハードデータ(受注・生産・雇用など)の悪化を通じて各国の財政・金融政策の在り方を変えてくるはずである。確かに、まだ米経済は好調なのでこのような展開を心配するのは早計なのかもしれない。だが、重要且つ皮肉なことは、米経済が明確に不調をきたしてこない限り、FRB が利上げを止めることがなく、FRB が利上げを止めることがなければ新興国からの資本流出も止まらないという事実である。資本流出が止まらなければ、既に一部新興国がそうするように利上げによる通貨防衛が各地で散発することになる。それ自体も世界経済の寿命を縮める話になる。

こうした認識の下、巡りめぐって FRB は今から 1 年も経たないうちに海外経済環境の悪化を理由として利上げを止めざるを得なくというのが筆者の予想である。過去 5 年間の金融市場は「FRB が正常化プロセスを進める」という絶対的な前提の元で取引が進められてきた。その前提が新興国の動揺から変わろうとしているのが現状であり、その重要なサインとして PMI の悪化傾向は見逃せないものがある。

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。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9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～敵寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の変心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
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(「グレートモデレーション」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～
	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」～米国のクレジットブ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	米中開戦の時～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を待ち受ける険路～「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～
	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経由南米行き？～)
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～