

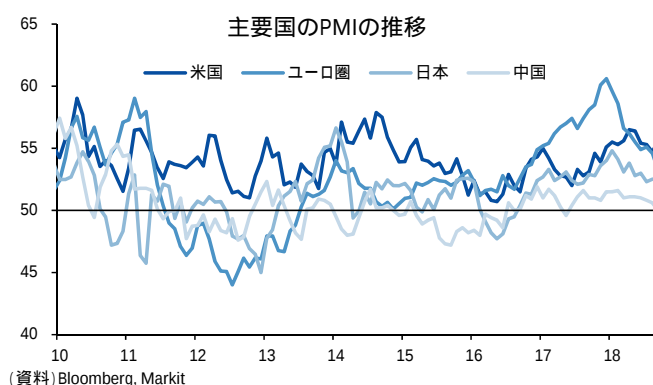
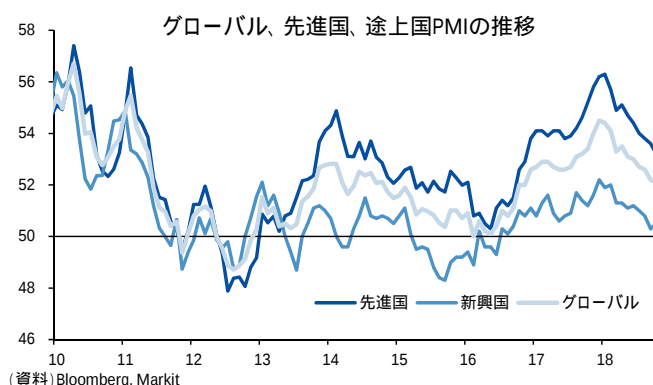
みずほマーケット・トピック(2018 年 11 月 7 日)

示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMI と CLI～

夏場以降、世界的にソフトデータの軟化が続いている。例えば、10 月のグローバル製造業 PMI は 6 か月連続で低下中。この動きは先進国および新興国に共通したものであり、新興国に関しては 50 割れを回避できるのかどうか予断を許さない情勢である。個別に見れば中国、欧州、日本で軟化傾向が続く一方、米国だけが安定していることが目につく。これは拡張財政で延命している部分があるのだろう。また、自分だけが有利な態勢から他国・地域に喧嘩を売っているため、米国の優勢が保たれるのは当然と言えば当然なのかもしれない。とはいえ、この状況が持続する保証はない。今、本質的な問題は貿易戦争の影響ではなく、FRB の利上げが新興国からの資本流出をけん引し、それが当該国・地域の市場混乱を通じて景況感を毀損しているという事実である。そうした「米国が元気であるほど、新興国にとって過酷な状況が続く」という「皮肉なねじれ」にどう対応するかが、2019 年の世界経済を展望する上での重要な論点になる。

～「皮肉なねじれ」を克服できるか～

本稿執筆時点では米中間選挙の結果は判明しておらず、市場参加者は固唾を呑んでその先行きに構えている状況にある。しかし、選挙結果がどうであろうと、世界経済を俯瞰した時に得られる重要なイメージが大きく変わるわけではない。夏以降、本欄では世界的に軟化傾向を強めているソフトデータの動きに着目し、レポートのテーマとしてきた¹。この点、10 月のグローバル製造業 PMI(購買担当者指数)は 52.1 と景気拡大・縮小の判断の分かれ目となる 50 を上回ったものの、水準としては 6 か月連続で低下している。図(上)に示されるように、この動きは先進国および新興国に共通したものであり、新興国に関しては 9 月の 50.3 から 50.5 へ辛うじて持ち直したが、このまま 50 割れを回避できるのかは予断を許さない情勢である。例えば中国に着目した場合、9 月の 50.0 から 50.1 へかなり危うい推移が続いている(図・下)。また、昨日の



¹ 例えば 2018 年 8 月 6 日号『ソフトデータが暗示する世界経済失速』、本欄 2018 年 9 月 6 日号『軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～』などをご参照下さい。

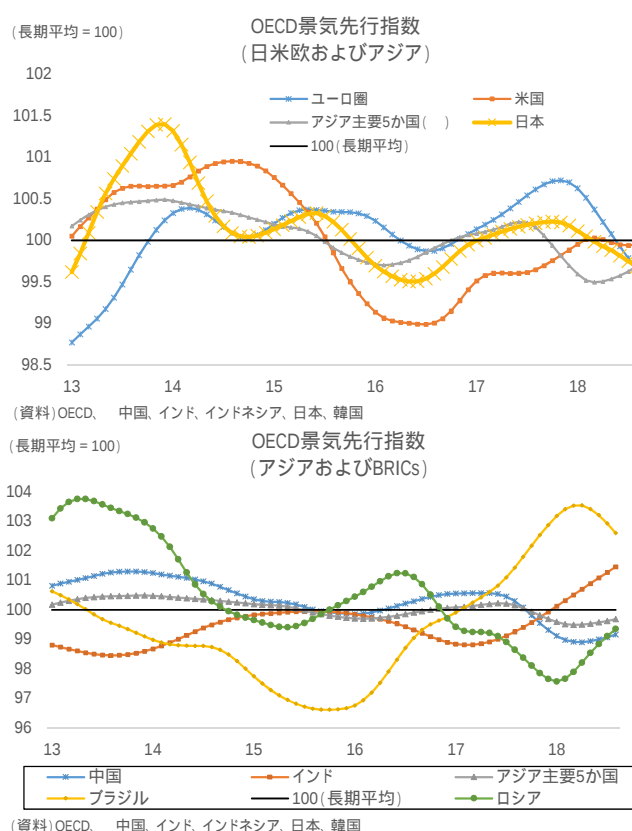
本欄でも触れたように、今年に入ってからユーロ圏を取り巻く空気の悪さは特筆すべきものがあり、これは PMI の急降下にもやはり現れている。また、中国やユーロ圏ほど特筆すべき状況には無いが、日本も緩やかに低下基調にある。この中で相変わらず米国だけが安定しているのは、やはり拡張財政で延命している部分があるのだろう。だが、一昨日の本欄で見たように、ISM 製造業景気指数は最新 10 月分に関し、歴史的な天井と見られる 60 から急落しており、米国も危うさを孕み始めていることには留意したい。そのほか前頁図には掲載のないところでいえば、悪化の続く新興国の中でも ASEAN が 50.5 から 49.8 へ昨年 12 月以来、10 か月ぶりの 50 割れを示している。

米国が有利な態勢から貿易戦争という形で他国・地域に喧嘩を売り続けているため、米国の優勢が保たれるのは当然なのかもしれない。少なくとも自身の再選を確保するまではトランプ大統領の先鋭化した保護主義姿勢が収束に向かうことはないだろう。「失われた中間層」を取り込むことで当選した以上、この路線に大きな修正があるとは思えない。事実、先週以来、米中貿易摩擦の停戦が報じられ市場心理が改善していたが、昨日は「中国が合意を望んでいるが、私はなくても構わない(6日、ブルームバーグ)」などとトランプ大統領の挑発的な言動が報じられている。

また、より本質的な問題は貿易戦争の影響ではなく、FRB の利上げが新興国からの資本流出をけん引し、それが当該国・地域の市場混乱を通じて景況感を毀損しているという事実である。そうした「米国が元気であるほど、新興国にとって過酷な状況が続く」という「皮肉なねじれ」にどう対応するかが、2019 年の世界経済を展望する上での重要な論点である。とはいえ、現実問題として考えられる効果的な一手は、FRB がこの問題を重視し、利上げを停止させることくらいのはずである。

～遅行指標よりも先行指標を～

一方、OECD 景気先行指数 (Composite leading indicator、CLI)²に関し、主要国や新興国の動きを見たものが右図だが、PMI のようなソフトデータから得られるイメージと大きくは変わらない。例えば、日米欧およびアジア全域で見た場合(右図・上)、最新となる 8 月分で長期平均(100)を上回っている主要国・地域は存在しない。最も良好な米国でも概ね 100 付近で横ばいが続く程度だ。もちろん、景気先行指数が長期平均付近で「横ばい」推移していれば、景気の転換点が早々に訪れることも考え難いが、裏を返せば成長ペースの加速やそれに伴う賃金・物価情勢の加速も難しい話になろう。片や、新興国に目をやればブラジルやインドなど低いところから上がってきた国を除けばやはり 100 割れが常態化しており、と



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。

りわけ中国に関してはやはりモメンタムを欠く状況にある。100 割れからの復調が見られるロシアが目を引き、2016 年央からの減速が漸く底打ちしているという表現が適切だろう。

OECD の公表する CLI は景気の転換点に対して概ね半年程度先行するとされており、2019 年の世界経済の先行きがダウンスайдに傾斜していると感じさせるには十分な材料と思われる。先週以来、米 10 月雇用統計の平均時給が前年比+3.1%になったことが話題になっているが、雇用・賃金情勢はあくまで景気の遅行指標であることを忘れてはならない。現在の物価指標から自信を深めて利上げすることは基本的にはオーバーキルになりかねず、安全運転に徹するのであれば既に米国ですら減速の兆候が見られているグローバル PMI や CLI の動きに配慮し、これをけん制するように利上げペースの減速や停止を検討していくことが必要だと考えたい。

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11月8日	露ワになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜き出した中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
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～
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～蠶寄せは新興国に～
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を待ち受ける険路～「試練の秋」～
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	また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～「APPI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～