

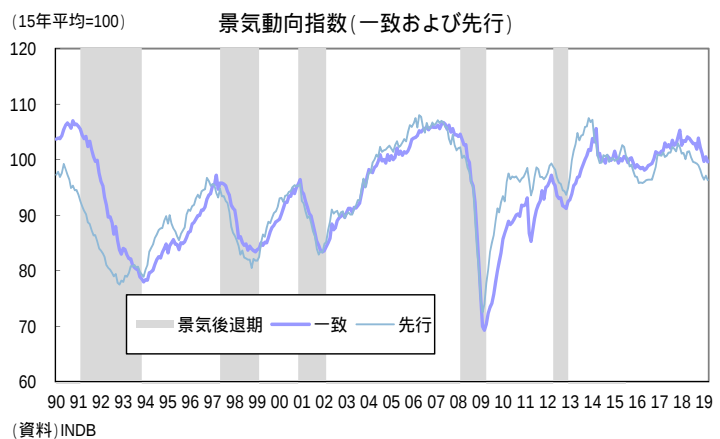
みずほマーケット・トピック(2019 年 5 月 15 日)

景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて

世界経済は米中を中心に大荒れの様相だが、日本では 13 日公表の 3 月景気動向指数で基調判断が 6 年 2 か月ぶりに「悪化」となったことが話題。市場参加者(に限らず日本社会全体かもしれない)の注目は、こうした景気動向指数の実績を政府・与党がどのように解釈し、政策運営に落とし込んでいくか。元より海外経済環境の悪さがあったところに今回の基調判断が加わったことで「本当に今年 10 月に増税するのか」という世論は強まらざるを得ない。既に一部報道では「衆参同日選挙」の可能性が報じられており、増税可否が大義となる可能性もある。もっとも政府が今回の基調判断だけで重要な決断に動くとは考えづらく、実際は 6 月発表の日銀短観と景気動向指数(4 月分)を待たせよう。今後、日米中央銀行は共に政府の経済政策を補完する(させられる)立ち位置に追い込まれそうであり、それは共に緩和方向の動きを意識したものとなりそう。そうなった場合、押し負けるのはもちろん円である。

～6 年 2 か月ぶりの「悪化」～

世界経済は米中を中心に大荒れの様相だが、日本では 13 日公表の 3 月景気動向指数が話題となっている。具体的には同指数の悪化を受け基調判断が 2013 年 1 月以来、6 年 2 か月ぶりに「悪化」となったことが取り沙汰されている。景気動向指数の基調判断における「悪化」は「下方への局面変化」の次のステップである。「下方への局面変化」は今年 1 月および 2 月について使用され、これは「事



後的に判定される景気の山が、それ以前の数か月にあった可能性が高いことを示す」ことを意味していた。この基調判断は指数上、「7 か月後方移動平均(前月差)の符号がマイナスに変化し、マイナス幅(1 か月、2 か月 または 3 か月の累積)が 1 標準偏差分以上」かつ「当月の前月差の符号がマイナス」となっていることが求められる。今回、その基調判断から「悪化」へシフトしたことを考えると、今年 1 月の月例経済報告で「戦後最長の景気回復」(74 か月目)と認定された今次局面は実は最長ではなかったのではないかという疑義が強まるだろう。今回から使用されるようになった「悪化」は「景気後退の可能性が高いことを示す」ものであり、「原則として 3 か月以上連続して、3 か月後方移動平均が下降」し、「当月の前月差の符号がマイナス」であることが求められる。元より、2 月時点で 3 か月後方移動平均は 4 か月連続で下降しており(つまり今回の 3 月をもって 5 か月連続で下降)、前者の条件は満たしていた。後者の前月差は 2 月こそ上昇していたものの、直前となる 3

か月間(2018年11月から2019年1月)はやはりマイナスだった。つまり、「悪化」判断にならないぎりぎりのところで耐えていたところ、この度、正式に判断が修正されたという運びになる(ちなみに前回の「悪化」は2010年10月から2013年1月まで続いた)。政府としての正式な景気判断(「山」・「谷」の判定)は景気動向指数研究会での検討を経て、月例経済報告で示されることになるが、当然、景気動向指数の動きと安定した関係がある。

～政府の政策補完を強いられる日米中銀～

市場参加者(に限らず日本全体かもしれない)の注目は、こうした景気動向指数を政府・与党がどのように解釈し、政策運営に落とし込んでいくかだろう。端的に言えば「本当に今年10月に増税するのか」だ。元より米中貿易戦争の長期化とこれに応じたFRBのハト派化を背景とする潜在的な円高圧力は多くの市場参加者や為政者が懸念するところであったが、それに加えて今回の基調判断が加わったことで増税に疑義を唱える世論は強まらざるを得ないだろう。昨日、NHKは5月調査の内閣支持率が48%と高めだったことを受け、与野党から安倍首相が「衆参同日選挙」に打って出る可能性が高まっているとの見方が出ていることを報じている。本当にそうなる場合、大義は「増税の可否」となる可能性が否めない。そもそも増税後に想定される景気失速や、その後に控える五輪開催まで見据えれば、総選挙のチャンスはそれほどないという実情もある。

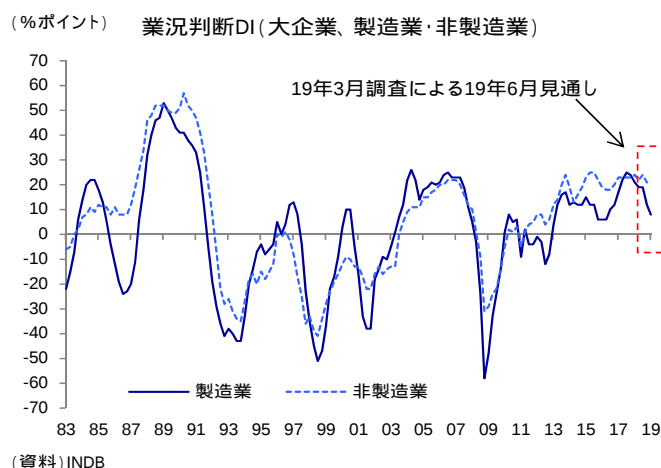
片や、周知の通り、PMIなどに象徴されるソフトデータの動きはそろそろ下げ止まっても不思議ではないほど急落している。今後、底打ちに賭ける向きも徐々に増えてくるだろう。元より「年後半に中国の刺激策が顕現化する中での戻りを期待できる」というのが2019年の世界経済のコンセンサスに近いことを思えば、現時点で政府が景気後退の判定に舵を切り、増税を再考するハードルも低くない。そのような判断を下すにせよ

6月発表の日銀短観と景気動向指数(4月

分)を待っての動きとなるはずだ。ヘッドラインとなる大企業・製造業の業況判断DIはさらなる失速が見込まれており、この深さ如何は景気判断に重要な意味を持つだろう(図)。

仮に予定通り10月増税となれば、これを相殺するための財政出動や日銀の金融緩和策への期待が自然と高まるだろう。ここで米国に目をやれば当のFRBもトランプ政権の保護主義政策を相殺するための緩和路線を強いられる環境にある。そのように考えると今後、日米中央銀行は共に政府の経済政策を補完する(させられる)立ち位置に追い込まれそうであり、それは両者共に緩和方向の動きを意識したものとなりそうである。日本にとって重要なことはFRBの政策姿勢が明確に緩和(ドル安)方向に傾斜している状況では日銀がこれを押し戻すことが困難であるという事実だろう。

となると、増税後はその下押し圧力に加えてFRB由来の円高圧力にも直面する可能性が残る。現時点では「リーマン・ショック級の出来事が生じない限り、予定通り増税」が既定路線だが、増税に踏み切る上での内外経済環境が厳しいものになっていることは事実だろう。今後、国政選挙の日



程などと絡めてシナリオは十分変わってくる可能性はあり、それは日銀の政策運営にも小さくない影響を与える可能性は年頭に置きたい。但し、繰り返しになるが、FRB がタカ派になれない以上、日銀が緩和路線に舵を切ろうと円安になるような展開は期待できないことは覚えておきたい。

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
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBIはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～正真正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版