

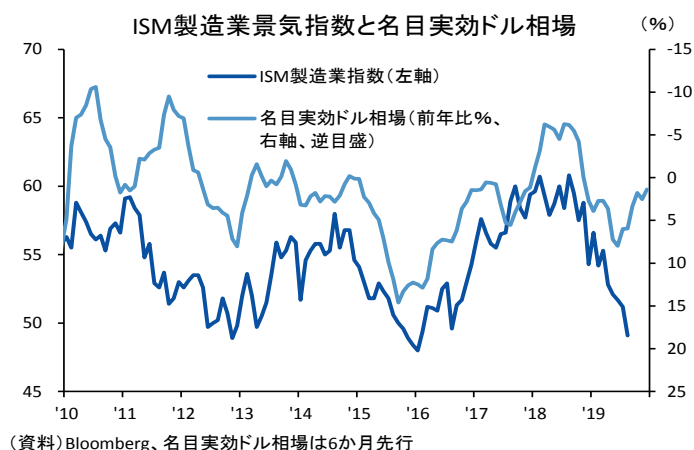
みずほマーケット・トピック(2019 年 9 月 4 日)

米企業心理とドル相場の関係～ISM 悪化を受けて～

昨日発表された米 8 月製造業景気指数は 49.1 と遂に景気の拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2016 年 8 月以来で初めて割り込んだ。項目別には新規受注が 12 年 6 月以来の低水準となるなど、今後の企業活動に不安を抱かざるを得ない。経験則では ISM 製造業景気指数とドル相場には負の相関がある。かつてのブレイナード FRB 理事の言葉に従い「+1%のドル高で 10bps の利上げ効果」がイメージされることを思えば、こうした事実はさほど意外ではないだろう。また、ドル相場と企業部門の関係は ISM 製造業景気指数のようなソフトデータに限らず、GDP や企業収益といったハードデータについても言える。GDP 統計を用いて見ると、米企業の利益率はドル高局面では利益率が圧迫される印象がある。米経済の立ち直りには米金利低下とこれに応じたドル安が要求される局面に入ってきたと考えられ、実際に相場もそのように動いていくのだろう。

～想定以上のペースで進む企業心理の悪化～

昨日発表された米 8 月製造業景気指数は 49.1 と遂に景気の拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2016 年 8 月以来で初めて割り込んだ。市場予想の下限(49.5)にも届いておらず、米企業部門の心理悪化は深刻な状況と見受けられる。項目別に見ると新規受注が 47.2 と 2015 年 12 月以来の 50 割れとなり、水準としても 2012 年 6 月以来の低さであったことが目を引く。なお、2012 年 6 月も 47.2 と今回と同水準だが、



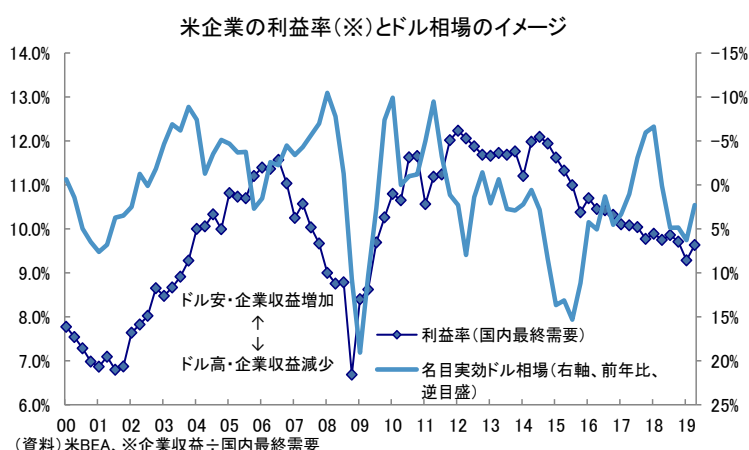
これより低い新規受注指数は 2009 年 4 月 (46.0) まで遡る必要がある。2009 年 4 月は景気後退局面の真っ最中だ。周知の通り、製造業の新規受注は今後の生産や出荷の先行指標であるため、実体経済の減速を予感させるものとして受け止められる。そのほか、今週 6 日の米 8 月雇用統計を占う上でも参考になる雇用指数も 47.4 と 2016 年 3 月以来の低水準をつけている。また、輸出受注が 43.3 と 2009 年 4 月以来の低水準をつけており、企業心理の悪化が貿易戦争やそれを受けた海外需要の悪化であることを窺わせる。この結果を受けて米 10 年金利は一時 1.46% まで低下し、ドル/円相場も一時 105.74 円まで下落している。トランプ米大統領の気まぐれな言動ではなく、ファンダメンタルズの悪化を受けて金利低下とドル安が進んでいるという点が非常に重要だと思われる。

～ドル高と企業心理～

米国製造業の心理悪化は米中貿易戦争というリスクファクターを意識し、世界的に家計・企業部

門の消費・投資意欲が衰えていること、昨年末まで9回にわたってFRBの利上げが行われたことなどが寄与していると考えるのが基本だろう。しかし、最近の為替市場の動向を踏まえる限り、「一向に是正されないドル高」も無関係とは言えないように思われる。前頁図に示されるように、ISM製造業景気指数とドル相場には負の相関がある。かつてのブレイナードFRB理事の言葉に従い「+1%のドル高で10bpsの利上げ効果」がイメージされることを思えば¹、こうした企業心理とドル相場の符合はさほど意外ではない。2016年から2018年前半にかけて見られたISM製造業景気指数の大幅改善の背景にドル安があった一方、2018年後半から足許にかけての大幅悪化の背景にはドル高があったのではないかと。今年に入ってから落ち着いているドル相場の騰勢を踏まえればISM製造業景気指数の底打ちも期待される状況ではあるが、全く着地点が見えない米中貿易摩擦を踏まえれば、ドル相場の状況だけ企業心理が持ち直すというのは無理筋な想定にも思われる。また、「ドル相場の騰勢が落ち着いている」といっても依然として前年比で上昇圏内にあるのも事実であり、利下げ局面が半ばスタートしたことを思えばドル相場はやはり高止まりしているという表現が適切かと思われる。「ドル高が米企業心理を圧迫している」という論点は頭の片隅に置きたい。

ちなみにドル相場と企業部門の関係はISM製造業景気指数のようなソフトデータに限らず、GDPや企業収益といったハードデータについても言える。右図は「企業収益÷国内最終需要」で算出した米企業の利益率とドル相場の動きを比較したものである。国内最終需要は「国内総生産(GDP)－在庫投資－純輸出」で計算している。図を見る限り、やはりドル高局面では利益率が圧迫される



印象はある。しかし、2016年から2018年前半にかけて見られたドル安局面でも利益率は緩やかに低下しており、この点はISM製造業景気指数と比較した場合の違いかもしれない。これは米国内外の景気拡大が歴史的にみても長期に亘る中、企業部門が米国の内需から稼ぎ出せる利益も循環的な落ち込みを経験していると読むべきだろうか。いずれにせよ、2014年から続くドル高局面が相応の幅を持って調整されない限り、米企業の心理も収益も際立って底打ちすることは難しいのではないかと。言い換えれば米経済の立ち直りには米金利低下とこれに応じたドル安が要求される局面に入ってきたということであり、実際に相場もそのように動いていくというのが筆者の基本認識である。

市場営業部
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。

¹ 詳しくは本欄2019年8月13日号『ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分?～』をご参照下さい。

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9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポルトフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大幅変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げ」に囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正當な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとするならば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	フレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
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
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	フ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	ECB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