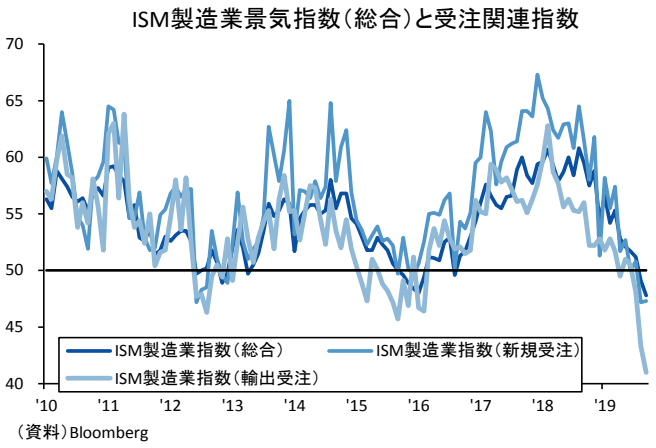
みずほマーケット・トピック（2019 年 10 月 2 日）

ISM 製造業景気指数の「底」は見えそうか？

米 9 月 ISM 製造業景気指数は 47.8 と 3 年ぶりの 50 割れとなっていた前月（49.1）からさらに悪化し、2009 年 6 月以来の低水準に。50 への復帰を見込んでいた市場予想が裏切られた格好。7～9 月期の米景気や米企業業績が大きな幅を持って減速してくる疑いは相当に強くなったと言える。米中貿易戦争に係る不透明感が嫌気された結果と見られるが、高止まりするドル相場が影響した可能性もある。とりわけ受注関連の項目で落ち込みが目立っており、総合指数が直ぐに立ち直る雰囲気はない。世界的にも製造業マインドの崩れ方が大きいが、注目されるのはこうした動きが非製造業に波及してくるのかどうか。ISM 非製造業景気指数は 50 台半ばで推移しつつも、改善と悪化を繰り返しながら水準は切り下がってきている。非製造業が悪化してくれば、雇用統計のヘッドラインなどにも影響があり、これが市場の潮流を変えてくる可能性もある。

～目立つ輸出受注の急落～

昨日発表された米 9 月 ISM 製造業景気指数は 47.8 と 3 年ぶりの 50 割れとなっていた前月（49.1）からさらに悪化し、2009 年 6 月以来の低水準となった。50 への復帰を見込んでいた市場予想が裏切られた格好である。調査対象 18 業種のうち 15 業種で業況が悪化しており、前月（7 業種）からの振れ幅はかなり大きい。ちなみに四半期ベースで見ると今年に入り 1～3 月期は 55.4、4～6 月期は 52.2、そして 7～9 月期は 49.4 と趨勢的に悪化している。今後明らかになる 7～9 月期の米景気や米企業業績が大きな幅を持って減速してくる疑いは相当に強くなったと言える。

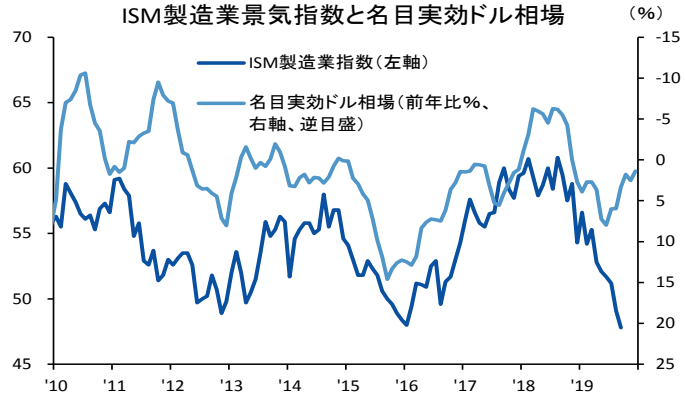


（資料）Bloomberg

調査コメントにも見られるように、決着の見込みが立たない米中貿易戦争が嫌気された結果と見るのが基本的な理解だが、後述するように高止まりするドル相場が影響した可能性も考えるべきだろう。構成項目別に見ると生産（49.5→47.3）、雇用（47.4→46.3）、在庫（49.9→46.9）、新規受注（47.2→47.3）、入荷遅延（51.4→51.1）の 5 つ全てで悪化している。入荷遅延以外は全て 50 を割り込んでいるという点も目を引く。先行きにとって重要と考えられる新規受注やその補助項目である輸出受注は惨憺たる状況であり、とりわけ後者の動きは米中貿易戦争の影響が色濃く表れていると言える（輸出受注は 2009 年 3 月の 39.4 以来の低水準）。しかし、図示されるように、新規受注全体での落ち込みが大きいことを思えば、必ずしも輸出受注に代表される海外経済（外需）の衰えだけではなく、国内経済（内需）にも陰りが出てきていると読むのが妥当ではないかと思われる。

～高止まりするドル相場も足枷～

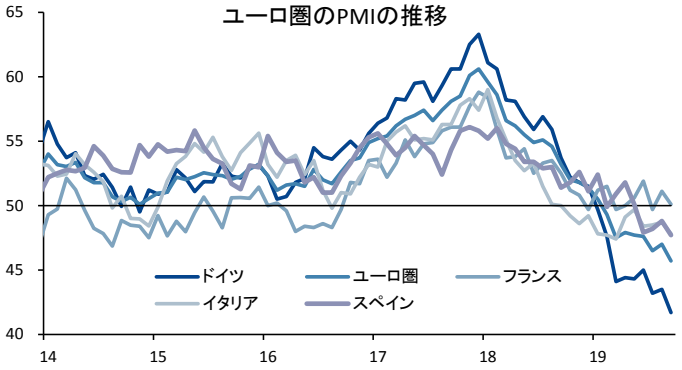
こうした製造業の悪化がトランプ政権の通商政策にまつわる不透明感に起因していることは間違いないだろうが、米製造業マインドの動きはドル相場のそれと安定した相関があることも忘れてはならない。具体的にはドル相場の動きに遅れること半年程度で製造業マインドがついてくる傾向がある。現状、名目実効為替相場（NEER）で見たドル相場は騰勢が落ち着く傾向にはあるため、ISM 製造業景気指数が底打ちしても不思議ではない雰囲気も感じられる。だが、図示されるように、依然として前年比で上昇（ドル高である）状況が続いているという見方も可能だ（9 月時点で前年比+0.7%）。先週の本欄[1]でも論じたように、ドルは実質実効為替相場（REER）ベースで見れば長期平均対比でかなり大きな割高評価が据え置かれているという実情もある。製造業マインドの底打ちが近いにせよ、そこからはっきりと浮揚してくるには一段のドル安が必要になるというのが直感的な理解ではないかと思われる。



（資料）Bloomberg、名目実効ドル相場は6か月先行

～非製造業は追随するか？が重要な論点に～

世界的にも製造業マインドの崩れ方が大きく、昨日はドイツを筆頭に欧州の製造業 PMI が総崩れとなったことも報じられた（右図・上）。かかる状況下、注目されるのはこうした製造業の悪化が非製造業のそれに波及してくるのかどうかだ。過去を振り返ると、製造業の 50 割れが必ずしも非製造業の 50 割れを引き起こすわけではなく、持ち堪えるケースも珍しくない。現状でも非製造業は「持ち堪えている」という印象が抱かれるが、ISM 非製造業景気指数は 50 台半ばで推移しつつも、改善と悪化を繰り返しながらやはり水準は切り下がってきているというのも事実だ（図・下）。製造業と非製造業の業況に乖離が続くということは論理的にも考えづらく、トランプ政権の非合理的な通商政策が続く限り、やはり非製造業の 50 割れも視野に入れるべきだろう。現状、米民間雇用者の 8 割以上が非製造業（ここではサービス部門と見なしている）であることを考えれば、非製造業にまつ



（資料）Bloomberg, Markit

（資料）Bloomberg

[1] 本欄 2019 年 9 月 25 日号『為替相場の現状を概観する～REER を通して見えること～』をご参照下さい。

わる ISM 景気指数のようなソフトデータがはっきりと崩れ始めた時に雇用統計のヘッドラインも大きくイメージが変わってくる可能性がある。その場合は金融市場の潮流にも影響が出てくるだろう。

こうした製造業と非製造業の状況格差はユーロ圏でもテーマになっており、ECB 政策理事会後の総裁会見でも言及が見られていた。世界経済の先行きを占う論点として「非製造業の業況」があり、これをチェックする最も足の早いデータとして ISM 景気指数や PMI のようなソフトデータがあることを今一度、念頭に置いた上で毎月のデータを定年評価していく姿勢が重要になる。

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に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9月27日	週末版（三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～）
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年8月分）
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版（日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～）
2019年9月17日	「原油高＆円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版（ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～）
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはしたいところ～）
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ポンド/ドルは1.20割れ定着か～
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～
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ー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分変わりそう～）
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元」～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当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	ブレグジット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