

みずほマーケット・トピック(2020年2月6日)

改善が続く企業マインドをどう読むべきか

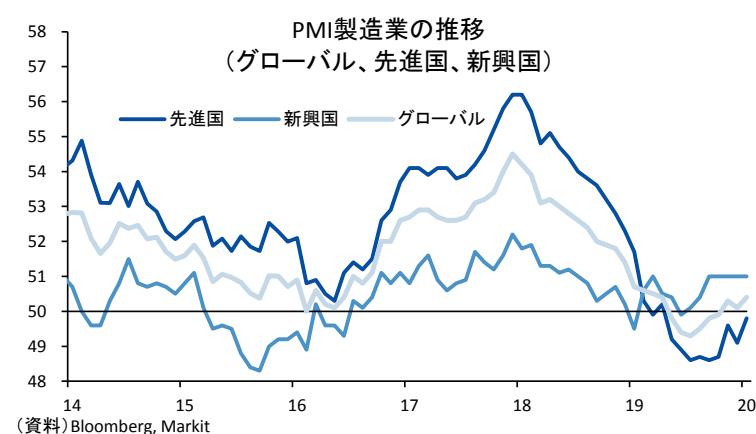
今週に入り、企業心理の改善が相次いでおり、新型肺炎リスクを横目に金融市場は世界景気の底入れをテーマに動き始めている模様。しかし、1月の各種 PMI の調査回答期限は 1月 20 日過ぎであり、新型肺炎リスクが十分織り込まれているとは言えない。疫病リスクで景気循環が途絶することはないとは思われるものの、1月分の PMI や ISM で確認される企業心理の改善が持つ含意は「新型肺炎なかりせば世界経済は復調に向かっている」程度のもの。一方で、1月、景気先行指標として注目される銅価格は急落している。通常、安定した関係にある両者の乖離はどちらかが間違っているということを意味する。1月の製造業 PMI には新型肺炎リスクが織り込まれていないのだから銅価格の動きを尊重すべきというのが筆者の立場だが、金融市場では製造業 PMI が示唆する新型肺炎リスクの収束の方が支持されているのが現状。

～新型肺炎なかりせば…～

今週に入り、企業心理の改善が相次いでおり、新型肺炎リスクを横目に金融市場は世界景気の底入れをテーマに動き始めている。とりわけ製造業 PMI は米中貿易交渉の第一段階合意を好感した跡が如実に見て取れ、Markit の結果総括も新型肺炎にまつわる潜在リスクを勘案しても、多くの企業が明るい見通しを抱き始めているとの旨を指摘をしている。とはいえ、製造業・非製造業ともに調査回答期限は 1月 20 日過ぎであり、新型肺炎リスクの感染拡大とそれに伴う WHO(世界保健機関)による緊急事態宣言(1月 30 日)よりも前であった。疫病リスクで景気循環が途絶することはないというのがもっぱらの見立てではあるものの、1月分の PMI や ISM で確認される企業心理の改善から得られる含意は「新型肺炎なかりせば世界経済は復調に向かっている」程度のものであろう。

～SARS 時と比較して中国経済の存在感は 5 倍～

そのような前提を認識した上で製造業 PMI の現状を確認しておくと、グローバルには 50.4 と前月の 50.1 から改善し、昨年 4 月以来の高水準をつけている。景気拡大・縮小の分かれ目となる「50」を上回ったのは 3 か月連続である。新興国は 51.0 と横ばいであったものの、先進国については 49.8 といよいよ 50 復帰を視野に捉えつつある。新型肺炎リスクの先行きに關し、筆者は多くを語ることが出来ないものの、巷では 2003 年の SARS を参考として「4 か月程度」での収束を



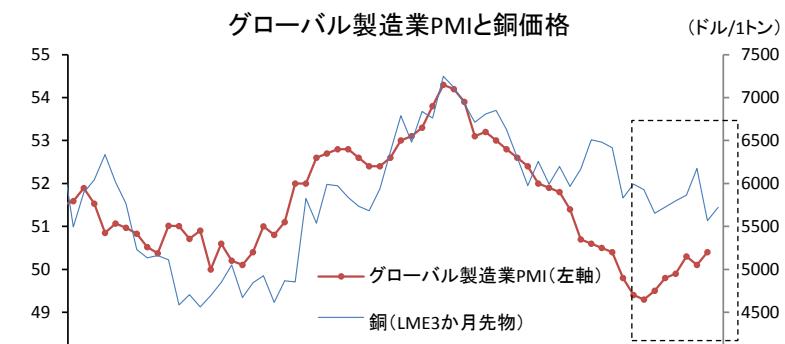
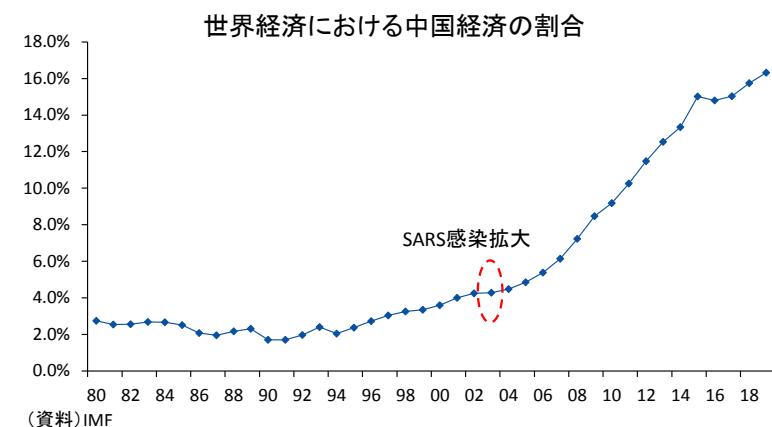
前提に議論を進める向きが多い。だとすれば、景気への下押し圧力は1～3月期に集中すると見られ、中国に至っては5%を割り込むとの声も出始めている。確かに、医療の進歩した現代社会において疫病の存在だけで景気循環が途絶するとは考えにくく、新型肺炎リスクを理由にメインシナリオを修正することには慎重であるべきなのだろう。例えばSARSが流行している時、米国は景気拡大局面の最中にあり、それが2003年や2004年で終了することはなかった(当時は2001年12月から2007年12月までの73か月間続いた景気拡大局面の最中だった)。

だが、2003年と現在では中国の存在感が全く異なる。2003年の世界経済において4.3%、2019年は16.3%、2021年には17%台に突入する見通しである(図)。欧州を筆頭として中国の需要を当て込んできた企業活動は否応無しに減速が迫られるはずであり、これが景気循環に与える影響がないとは言えまい。景気が拡大から縮小へ転じるほどの動きは想定されないもの

の、今年、期待されていた復調がどの程度遅延するのかという視点は必要であり、それは米国の利上げ有無も含めて資産価格の予想に小さくない影響を持つはずである。

～乖離する銅価格とPMIの動き～

中国ひいては世界経済の展望については新型肺炎を受けた製造業における各種生産調整の動きがどの程度の規模と期間で拡がってくるかに尽きる。具体的には中国からの部材供給からストップする中で生産活動を停止せざるを得ないケースが出てくることが予想され、既に自動車を筆頭に実際にそういうケースが報じられ始めている。こうした状況の持続性を正確に知る方法はないが、例えば景気の先行指標としてしばしば用いられる銅の価格などは参考になるだろう。言うまでもなく銅は安価で高い導電性を持ったため、殆どの電化製品に使用されている。しかも、年間消費量の半分が中国だ。同国を筆頭とする世界経済の需要動向を掴むには有用な計数と考えられる。前



貢図(2番目の図)に示されるように、2018年をピークとするグローバル製造業 PMI の悪化は銅価格の下落と平仄が合うものだった。また、昨年以降のピックアップも概ね両者は歩調を合わせてきた印象が強い。しかし、1月に入ってから銅価格は急落しており、今回の1月の製造業 PMI の急上昇とは整合的ではない(前貢図、3番目の図、週次データ、銅価格最新は2月5日を使用)。

こうした状況は「製造業 PMI が銅価格か、どちらかが間違ってオーバーシュートとしている」という可能性を示唆する。新型肺炎にまつわるリスクが正確に分からぬ今、現時点で正答を導き出すのは得策ではない。敢えて言えば、1月の製造業 PMI には新型肺炎リスクが織り込まれていないのだから銅価格の動きを尊重すべきではないかというのが筆者の立場だが、株式市場を中心に製造業 PMI が示唆する新型肺炎リスクの収束の方がメインシナリオとして支持を得ている模様である。

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。

パ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
2020年2月4日	ボンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	フレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版「調達通貨は円よりユーロ、の答え合わせ～中東リスクを前に～」
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失ったボンド相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビューウー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の虜」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リبرا」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ、阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「する賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリラクゼーション～初のメンバーリスト表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起った「ドイツの乱」～ラウテンシレーガー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	フレグジットを巡る論点整理～ボンド/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	リラクゼーションを全否定したメルシェ講演～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マップ
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～