

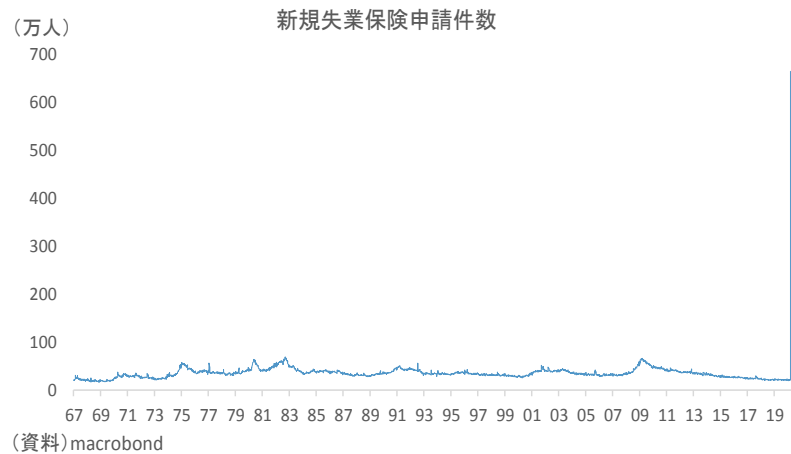
みずほマーケット・トピック(2020 年 4 月 6 日)

「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか

雇用統計を筆頭に壊滅的なハードデータが相次いでいるが、市場はパニックにはなっていない。もう諦観に近いものがあるのだろう。当面の経済・金融情勢は「悲観の極み」であり、景気の一一致・遅行系列の悪化は殆どの市場参加者にとって既知の事実として扱われていくだろう。しかし、資産価格の反転は薄日が少しでも差し込み始めたところから始まる。その意味で、現在のよような「悲観の極み」の中で「光」をどこに見出すかという視点は重要。こうした「光」は正攻法でいけば、PMI などの企業センチメントを推し量るソフトデータになる。この点、感染の終息が(公式には)伝えられている中国で顕著な改善が見られているが、危うさも残る。本欄では銅価格の動向に注目してきた。銅価格は現在、明らかに持ち直しており、この意味するところに希望的な観測も漂う。もっとも、ハードデータの本格的な立ち直りには半年はかかるだろう。また、コロナショックが終わった後も、グローバル化を前提に人・モノ・カネがボーダーレスで繋がる世界という今まで当たり前だった世界が果たして完全な姿で戻ってくるのかという疑いもある。

～戦争並みの衝撃～

米労働省が先週 3 日に発表した 3 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比▲70.1 万人と大幅減少となった。雇用者が減少に転じたのは 2010 年 9 月以来、9 年半ぶりのことである。なお、失業率は 4.4%と前月比+0.9%ポイントと大幅に悪化したが、新規失業保険申請件数が 2 週間で 1000 万人に到達していることを踏まえれば(図)、現状の悲惨な雇用・賃



金情勢は全く織り込めていない。厳密には、雇用統計の調査対象期間は毎月 12 日が含まれる週であるが、国家非常事態の宣言は 3 月 13 日で、各州で自宅待機令が相次いで発令されたのはさらにその後の話だ。いずれにせよ、月末 2 週間で確認された「1000 万人雇用喪失」の衝撃は 4 月以降に顕現化するだろう。今の就業者数から失業者数に 1000 万人振り替われば失業率は 10%近くまで上昇する計算になる(※しかし、失業者とカウントされるには就労意欲を持ち求職活動を行うことが条件なので、就業者でなくなったからといって失業者にカウントされるとは限らないことに注意)。そもそも上昇したとはいえ、3 月に記録した 4.4%は FRB スタッフ見通しにおいて完全雇用を視野にした水準であり、文字通り「序の口」である。

今後の経済見通しについては非常にばらつきがありコンセンサスの集約が難しい状況だが、米経済について4～6月期の実質GDP成長率を前期比年率▲30%以上と見込む声も上がっており、しかもそれに違和感がない雰囲気がある。景気に断層は生じないはずだが、今回ばかりは例外であり、文字通り、戦争並みの惨状と言って良い。

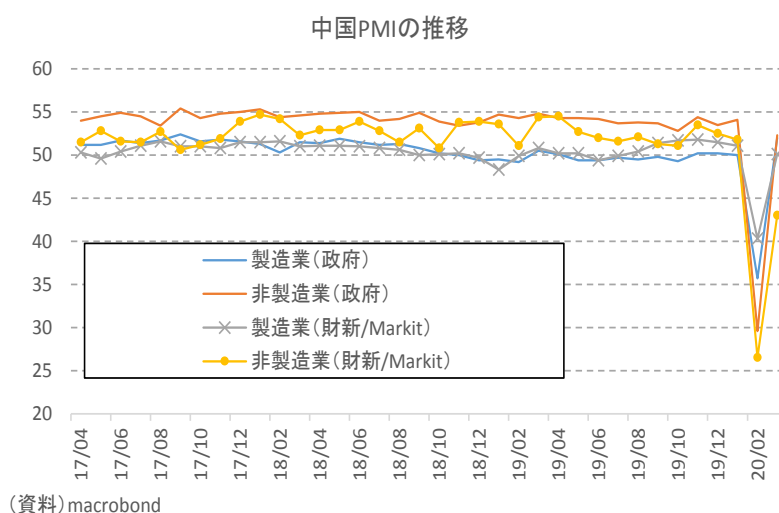
～「光」をどこに見出すべきか～

とはいえ、こうした壊滅的なハードデータを受けても市場は悲観こそすれども、パニックにはなっていない。もう「こうなることは分かっていた」という諦観に近いものがあるのかもしれない。恐らく世界中のどこを見渡しても今期(4～6月期)の経済・金融情勢は「悲観の極み」であり、前回の金融危機で言えば、2008年10～12月期から2009年1～3月期に相当すると考えられる。雇用・賃金のような遅行指標はもちろん、生産や出荷、企業収益といった一致指標も当分は悪い内容にならざるを得ない。これはもうほとんどの市場参加者にとって既知の事実である。だが、資産価格が反転するタイミングは薄日が少しでも差し込み始めたところから始まる。その意味で、現在のような「悲観の極み」の中で「光」をどこに見出すかという視点が市場参加者には求められる。

こうした「光」がいち早く見て取れる計数は、正攻法でいけば、PMI や ISM などの企業センチメントを推し量るソフトデータになるはずである。この点、3月31日に公表された中国国家当局の発表する中国3月製造業PMIは過去最低を記録した2月の35.7から+16.3ポイント上昇し52.0と景気判断の節目となる50台へ復帰したことが思い返される。非製造業も52.3と、過去最低だった先月の29.6から+22.7ポイント上昇し50

台を回復している。また、4月1日に発表された財新/Markitが発表した中国3月製造業PMIも過去最低だった2月の40.3から50.1へ、非製造業も過去最低の26.5から43.0へと50こそ割り込んでいっているものの、大きく改善している。今後、先進国を中心にソフトデータがはっきりと改善してくるには時間が掛かると思われる中、こうした中国の動きを「悲観の極み」における「光」と見做す向きもあるかもしれない(図)。

しかし、これらの指数を額面通り受け止めるのも危険である。第一に、そもそも中国のPMIはいわくつきである。中国国家統計局が発表するPMIは大企業を中心に広くあまねく企業の業況を網羅できているという長所がある一方、やはり政府統計ゆえの恣意性(信ぴょう性)を問う声は消えない。片や、英Markitと中国メディア「財新」が共同で発表するPMIは民間ゆえの相対的な信ぴょう性の高さを評価する声がある一方、そのカバレッジの小ささや対象企業の偏り(中小企業が多い)を不安視する声がある。川下となる中小企業を多く含むMarkit/財新のPMIが復調しても、川上となる



大企業を多く含む国家統計局のそれがはっきり復調してこなければ持続可能性も疑われるという面もあり、やはり双方の PMI が同じ方向に、しかもある程度の期間、動いてくれないと現況を判断するのは難しい。現状、PMI だけを見て希望を語れるような傾向は窺えない。

第二に、PMI はあくまで前月比での景況感の善し悪しを尋ねるものであって、指数の水準(50)に拘ると現状を見誤るという点も重要である。具体的に PMI は、前月の状況と比較し「改善」・「横ばい」・「悪化」で回答する。「改善」の回答割合が、「悪化」の回答割合を超えれば 50 を超える。過去最低の前月を基準としてようやく 50 を 2.0 ポイント上回ってということは、実質的には最悪の状況から概ね横這いであることを意味している。現時点での中国経済の景況感に関しては地を這うような L 字型の状況という印象が強い。

～銅価格は明らかに反転している～

では「光」を見出すのに何を見るべきか。答えは 1 つではないだろうが、本欄では中国 PMI と類似の先行性を持ちつつ、中国経済の体温と論理的な相関が認められる客観的な計数として銅価格を取り上げてきた。銅の年間消費量の半分が中国であり、しかも現状では全世界的に需要が壊滅していることを踏まえれば、「中国経済の立ち直り」がそのまま「銅価格の立ち直り」に反映される状況が今はあると推測する。同じようなロジックで原油価格の動向も注目されるが、今や原油価格は政治的なヘッドラインに踊らされる部分が大半であり、ノイズが非常に多い。

図示されるように、銅価格は明らかに底打ちしているように見える。

これは中国が一足先に感染拡大を(公式には)終息させ、経済活動が復元し始めていることの証左と読むべきだろうか。PMI の改善を裏付ける数字ではあるが、中国では大企業の 90%以上が操業を始めるなど企業活動の再開が伝えられている。上述の通り、指数が示すような V 字回復が実情とはかけ



離れているとしても「前月より悪化しなかった」ということ自体はポジティブなサインであり、こうした状況に銅価格の反転と重ね合わせて読むこと自体、無意味ではないだろう。ちなみにグローバルで見ても 3 月の製造業 PMI は復調しているので尚の事、銅価格の反転には「光」を期待したいところである。株価を筆頭としてより足の速い資産価格が値を戻してくる手掛かりとして、銅価格の動きは見逃せないものがある。

～ポストコロナにおける反グローバルとインフレ圧力～

もちろん、以上のような見方はあまりにも陰惨なニュースが多い中で「敢えて光を見出すとすれば」という希望的観測にも似た視点である。本格的な実体経済の立ち直りを GDP 成長率の上で視認するまでには、少なくともあと 6 か月程度は待つ必要があるだろう。また、コロナショックが終わった後

も、グローバル化を前提に人・モノ・カネがボーダーレスで繋がる世界という今まで当たり前だった世界が果たして完全な姿で戻ってくるのかという疑いもある。既に一部の財においては供給制約から値上がりが確認されており、これがどのくらいの震度に発展してくるのかという論点も非常に興味深い。供給制約由来のインフレ高進は実体経済への影響もさることながら人心への影響も無視できないものが予想され、最も恐れるべきシナリオの1つだ。この議論はまた別の機会に譲りたい。

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。

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
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
	リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
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
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	ブレグジット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②～
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②～
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. リブラ」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