

みずほマーケット・トピック(2021 年 8 月 24 日)

銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？

昨日欧州時間には PMI の悪化が確認された。コロナ禍では PMI のようなソフトエビデンスは上下に大きく振れやすく慎重な受け止めが必要であるものの、景気先行指標である銅金レシオ(銅÷金)が急落していることには注意。PMI 悪化が単なる心理的な悪化ではなく実体経済の収縮を伴うものである可能性も。世界的に製造業の稼働率が本当に落ち込んでいくのだとすれば、供給制約に起因するインフレ圧力が一段と高まる可能性もある。ここもとのリスクオフムードには中国経済に関する計数悪化も寄与している模様。その原因と見られた感染再拡大は早くも封じ込めに成功したとの報道もあり、9 月(10 月発表分)以降の計数が持ち直してくるか注目。しかし、融資残高などを見る限り、感染拡大以前の問題として中国景気はそもそも弱体化の軌道に入っている可能性も。上半期から下半期に切り替わるタイミングで世界経済の見通しに黄信号が灯り始めているのは確か。しかし、「FRB の正常化を基軸とする米金利上昇、ドル高(円安)」というパス自体を大きく修正する必要までは感じられず。

～ソフトエビデンスに乱れ～

昨日は欧州時間に発表された PMI が総合・製造業・サービス、いずれにわたっても久しぶりの悪化を示すという材料が見られた。とりわけ製造業に関しては前月比▲1.3 ポイントの 61.5 とまとまった幅で悪化しており、デルタ変異株の感染拡大が需要抑制やサプライチェーン毀損に及んでいることを予感させる。もっとも PMI の水準自体はいずれも 50 を大きく上回っており、景気が拡大基調にあること自体、変わりはない(水準自体は 15 年ぶりの高水準)。これらの動きが新たなリスクオフ局面の到来を告げるものかどうかは判断が難しい。コロナ禍において、PMI のようなソフトエビデンスは上下に大きく振れやすくなっているという点も割り引く必要がある。日本と異なり欧米では新規感染者数を針小棒大に扱うことをせず、軽々にロックダウンという施策は出てこなくなっている。

～銅金レシオ急落～

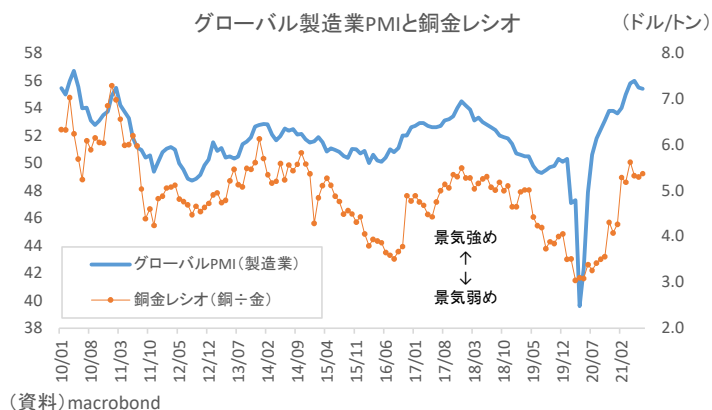
とはいえ、気になる兆候も見られる。ここにくて銅価格の下落および金価格の上昇が同時並行で進んでおり、結果として景気先行指標である銅金レシオ(銅÷金)が急落している。この動きが一過性かどうかはひとえに感染拡大状況に依存するのだろうが、今年上半期の世界経済はペントアップディマンドという「追い風」も寄与していたはずである。とすれば、デルタ変異



株の感染拡大とは無関係にある程度の減速は不可抗力ではないかと察する。いずれにせよ、上述したようなソフトエビデンスと異なり、金属、とりわけ原油のように価格維持を目的とした増減産が行われない銅は実需を反映しやすい計数である。銅の年間消費量の半分は中国の需要を反映したものであることはよく知られた事実だ。

実際、銅金レシオとグローバル製造業 PMI の関係は安定しており、ここもとで見られ始めている PMI の軟化が単なる心理的な悪化ではなく実体経済の収縮を伴うものである可能性も否めない(この意味で銅金レシオと PMI はセットで理解することを勧めたい)。なお、世界的に製造業の稼働率が本当に落ち込んでいくのだとすれば、供給制約に起因するインフレ圧力が一段と高まる懸念に直結しかねない。

この点は「景気減速による需要減退」と「感染拡大による供給減退」のペースに関し、後者が前者を上回った場合のリスクシナリオである。直感的な話にはなるが、ワクチン接種も進む中、各国はロックダウンなど厳格な行動制限を忌避する傾向にあり、「景気減速による需要減退」は限定的になるようにも思われ、「感染拡大による供給減退」が一般物価の押し下げに繋がるリスクは確かに気にしたいものである。



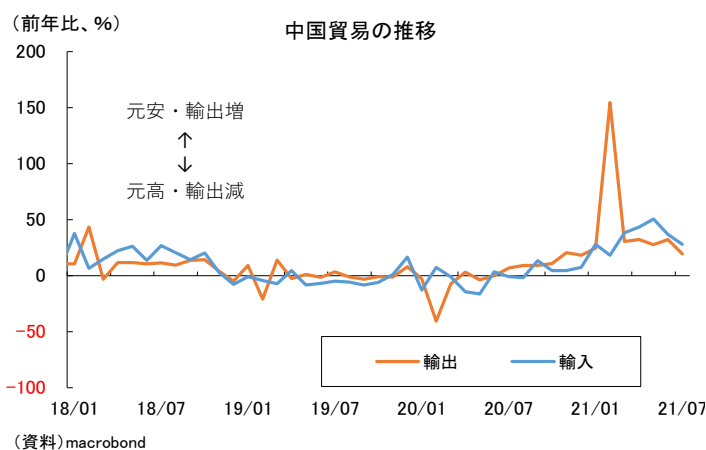
(資料) macrobond

～世界経済に黄信号も予想パスは不変～

8月16日、立て続けに発表された中国の基礎的経済指標がいずれも軟調だったことも市場心理を冷やしている。具体的には7月鉱工業生産（前年比+8.3%→同+6.4%）、7月小売売上高（前年比+12.1%→同+8.5%）といずれも減速が確認され、1～7月の固定資産投資も減速（1～6月は前年比+12.6%→同+10.3%）が見られた。こうした動きが後退の始まりかどうかが目下注目される。明るい材料もある。昨日は7月下旬以降、中国で再び拡大が見られていた新規感染者数はまたも約1か月で封じ込めに成功したと報じられている。

PMIや銅金レシオなど、一連の軟調な計数は相当程度が中国经济減速を懸念したものだとすれば、9月（10月発表分）以降の計数は持ち直してくる可能性も十分ある。また、中国の貿易統計を見ると、確かに7月、輸入の伸びは鈍化しているが、年初来から平均して前年比+30%以上の伸びが続いていることも事実であり、中国の内需が顕著に後退しているかどうかは判然としない。

一方、8月11日に発表された中国の7月新規人民元建て融資や7月末時点の社会融資総量



(資料) macrobond

残高の伸びは極めて弱い動きが毎月続いており、感染拡大以前の問題として中国の内需はそもそも弱体化の軌道に入っているという見方も説得力はある。さらに言えば、中国政府による特定業種に対する規制が矢継ぎ早に発表される状況では中国市場への投資を控える動きが加速するのも無理はないという状況と言える。この点は根が深い問題であり、早々に解消しそうもない。

以上のような状況を踏まえると、上半期から下半期に切り替わるタイミングで世界経済の見通しに黄信号が灯り始めているというのが正確な表現になるだろうか。赤信号とは言い切れないところに難しさが残るものの、上半期のような勢いを下半期に期待すべきではないのは確かだろう。しかし、「FRBの正常化を基軸とする米金利上昇、ドル高」というパス自体を大きく修正する必要までは感じられない。まして、日本経済への評価が相対的に最も出遅れている状況は揺るぎないものであり、為替市場を見通す上での円安シナリオ自体、引き続き確度が高いものだとは筆者は考えている。

市場営業部兼金融市場部
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
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読み方～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に掂がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)