

みずほマーケット・トピック(2021 年 9 月 7 日)

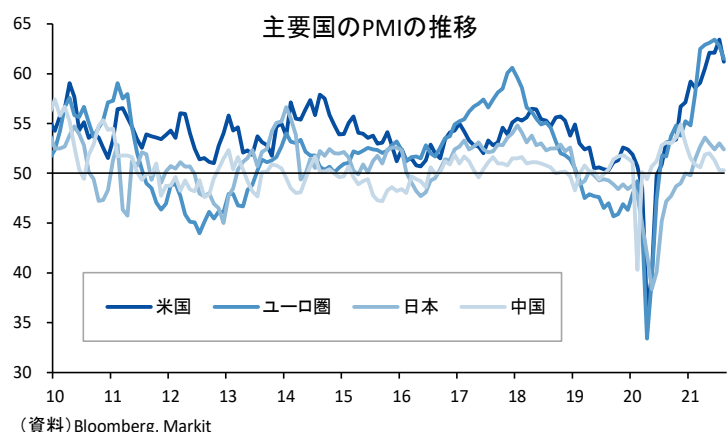
世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず

8 月以降の金融市場では世界経済の減速がテーマになりつつある。例えば製造業 PMI は各国でピークアウトの色が濃い。世界の景気循環に先行性を持つ銅金レシオ(銅価格÷金価格)は 5 月以降、明確にピークアウトしている。これが予見した通り、8 月以降は世界経済減速がテーマになっている印象。かかる状況下、世界の主要国に関し「2020 年からの反発」はひとまず終了したと整理するのが妥当。もっとも、米国経済の復活を中心とする基本シナリオが大きく変わることは考えにくい。そもそも欧米経済が潜在成長率の 2~3 倍のペースで成長する姿が長く続くはずはない。各国は「異常な状態」から「普通の状態」へ回帰している最中であり、相対的な位置関係として「米国、中国>英国>ユーロ圏>日本」は不変。とりわけ常に「相手のある話」が展開される為替市場ではその序列は概ね固定化される。円相場の見通しを変える必要はなし。

～世界経済は「踊り場」か～

周知の通り、8 月以降の金融市場では世界経済の減速がテーマになりつつある。実際、製造業 PMI は 8 月時点でピークアウトの色が濃い。国・地域別に言えば、回復の始まりが早かった中国は年初から垂れ始めていたが、欧米については 7~8 月に頭を打ったように見える。日本は 4 月以降、軟化しているが、これは 3 回目の緊急事態宣言発出と符合しており、それゆえに改善の幅(PMI の上昇幅)も欧米に比べてひととき小さかった。いずれにせよ、世界の主要国に関し「2020 年からの反発」はひとまず終了しているというのが現状と見受けられる。また、PMI のようなソフトデータだけではなく中国の鉱工業生産や小売売上高の減速、これと密接に関係がありそうな銅価格の下落など、心理面だけではなく実体面からも確かな減速が可視的である。世界の景気循環に先行性を持つと考

えられる銅金レシオ(銅価格÷金価格)は 5 月以降、明確にピークアウトしているが、これが予見した通り、8 月以降は世界経済減速がテーマになっているということだろうか。いずれにせよ、物価上

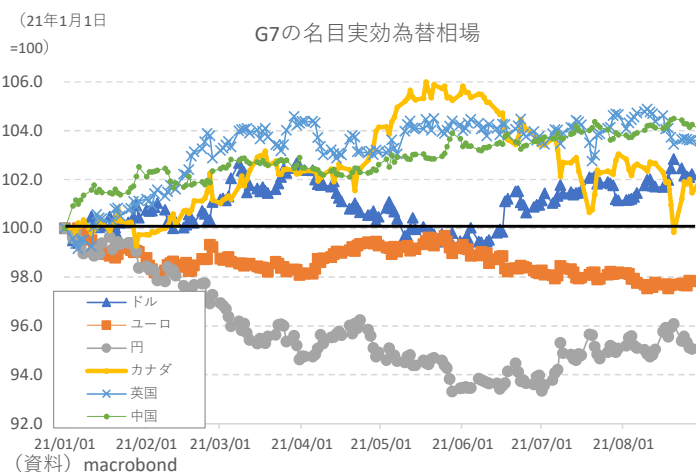


昇と共にリスク資産価格も無条件に上がるリフレシナリオに代わって、世界経済が踊り場に差し掛かり、あらゆる資産価格が調整を強いられるというシナリオに軸足が移りつつあるようには見える。

～「踊り場」であろうと円の立ち位置は不変～

もともと、米国経済の復活を中心とする基本シナリオが大きく変わるとは考えにくい。そもそも欧米経済が潜在成長率の2～3倍のペースで成長する姿が長く続くはずはない。1～3月期、4～6月期と米国の実質GDP成長率は前期比年率+6%を超えているが、これは同国の潜在成長率の倍速である。これが1年続く方が懸念が抱かれるレベルだ。また、GDP水準について言えば、中国や米国は4～6月期に、英国やユーロ圏は年内にコロナ前(19年10～12月期)の水準を復元する状況にある。コロナ前の水準に漕ぎ着けたのだから、そこから先は平時の軌道に移るのが当然である。日本のようにコロナ前の水準を大きく割り込みながら未だ低空飛行を余儀なくされている国はさておき、米中英欧で見られる減速はデルタ変異株の影響も当然あるとしても、基本的には必然の帰結であることは知っておきたい。それは「異常な状態」から「普通の状態」への回帰であり、各国の相対的な位置関係が「米国、中国>英国>ユーロ圏>日本」ということに概ね変わりはない。

とりわけ常に「相手のある話」が展開される為替市場ではその序列は概ね固定化されやすい。右図は「G7+中国」の名目実効為替相場(NEER)を比較したもののだが、ユーロと円以外は年初来で上昇している。但し、ユーロの場合、2020年通年でNEERは+6.7%上昇、対ドルでは+9.2%上昇を果たすという大相場だった。この経緯を踏まえれば、年初8か月間でNEERが▲2.2%の下落、対ドルでも▲3%の下落というのはむしろ堅調という評価に思える。一方、円は2020年通年でNEERで+1.4%上昇、対ドルでは+5.0%上昇した。今年は年初8か月間でNEERが▲5.0%弱の下落、対ドルで▲6.3%の下落であり、昨年の上昇幅は全て吐き出してしまっている。円とユーロは2021年の下落通貨だが、背景事情が異なる。



今年(2021年)は年初8か月間でNEERが▲5.0%弱の下落、対ドルで▲6.3%の下落であり、昨年の上昇幅は全て吐き出してしまっている。円とユーロは2021年の下落通貨だが、背景事情が異なる。

昨日の本欄でも論じたように、今後のFRBの正常化プロセスがどのような軌道を描くかに依存してドル/円相場が主戦場とするレンジも変わるが、円が最弱のポジションを脱して対ドルで値を上げるといふ相場展開はどうしても想像が難しい。世界経済が「踊り場」に差し掛かるというのは重要な変化だが、円相場見通しを修正する必要はないように感じられる。

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、当行は本情報をお金で提供していません。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9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の模様～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
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？
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～実現に近づくウォラー想定～
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	気候変動オペを受けて～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年上半年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づき」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値と米消費者心理
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から～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」をこなしたドル/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」～中長期的に拡がる「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～