

みずほマーケット・トピック(2023 年 10 月 5 日)

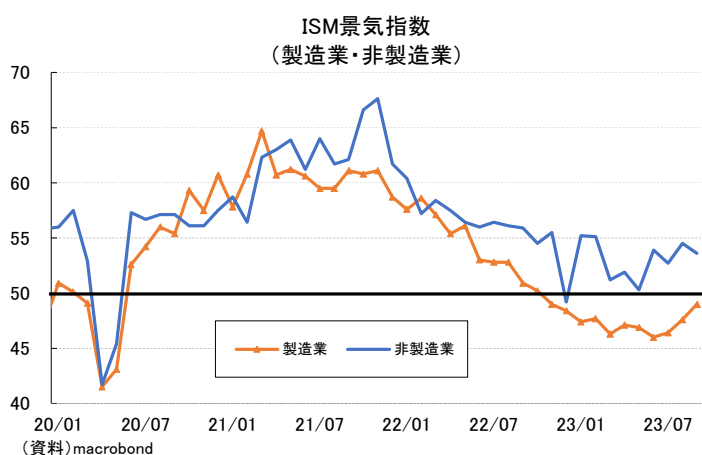
「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～

米 10 年金利が 07 年 8 月以来の水準を付けている。累次の利上げにかかわらず米国の基礎的経済指標が際立って失速する雰囲気はなく、利上げ長期化を当て込んだドル買い・円売りは根強い状況が続いている。米金利上昇の要因は諸説指摘されているものの、米経済の堅調に合わせて米国債が売られていると考えるのが基本。実際、ここに来て米国経済にはリセッションどころか、「底打ち」懸念すら漂い始めている。例えば ISM 景気指数を参考にとすると、製造業も非製造業も堅調という評価が相応しく、特に製造業の動きは「底打ち」そのものである。製造業・非製造業、共に遅行系列である雇用や賃金の弱さが確認されるのはまだかなり先のことになるだろう。円安地合いは本欄で想定してきた通りだが、米金利の騰勢は逆に円高リスクを高めているようにも感じる。今年 3 月に経験したような「金融システム不安を背景とするドル売り」という円高リスクはにわかに高まっている印象も。本欄の円安シナリオは順調に進んでいるものの、想定外の米金利高によって必要以上に引っ張られているという不安は筆者ですら抱くところ。

～ここに来て「底打ち」懸念の米経済～

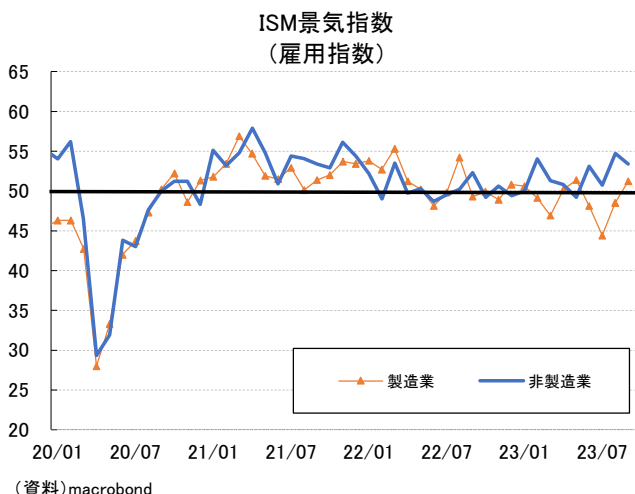
昨日は米 10 年金利が 4.88%と 2007 年 8 月以来の水準を付けており、10 月に入ってから 3 営業日で約+30bp の大幅上昇となっている。累次の利上げにかかわらず米国の基礎的経済指標が際立って失速する雰囲気はなく、利上げ長期化を当て込んだドル買い・円売りは根強い状況が続いている。もちろん、下院議長解任に端を発する政府機関閉鎖リスクの再浮上など特殊要因も寄与していそうだが、米経済の堅調に合わせて米国債が売られていると考えるのが基本だろう。

実際、ここに来て米国経済にはリセッションどころか「底打ち」懸念すら漂い始めている。「底打ち」を懸念と表現するのは異例だが、執拗なインフレ高進が米国経済ひいては世界経済のリスクであることを思えば、妥当な表現だろう。例えば ISM 景気指数を参考にとすると、製造業も非製造業も堅調という評価が相応しく、特に製造業の動きは「底打ち」そのものである(図)。まず製造業の総合指数を見ると、今年 6 月



にパンデミック直後で「悲観の極み」とも言える局面であった 2020 年 5 月以来、約 3 年ぶりの低水準である 46.0 まで低下したが、そこから 3 か月間で+3 ポイントも回復している。もちろん、依然として景気拡大・縮小に関する判断の分かれ目である 50 を割り込んでいるが、企業心理は明確に最悪期を脱し、改善基調に入ったように見える。片や、雇用・賃金状況への影響で注目される非製造

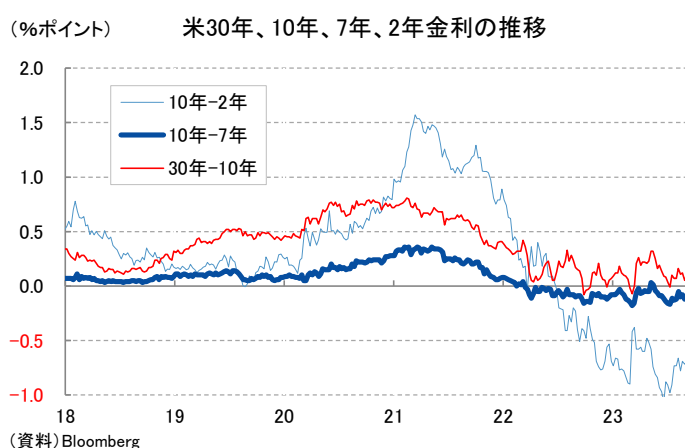
業の総合指数に関しては9月に54.5から53.6へ景気拡大のペースが鈍化しており、構成指数では新規受注が前月比▲5.7ポイントと大幅低下している動きなどは今後のサービス需要が縮小に向かっている可能性も示唆する。こうした動きが雇用統計に反映される展開をFRBが期待するところだろうが、ソフトデータにはこうした兆候が見られつつもハードデータには反映されていないのが現状と言える。もっとも、非製造業に関する、現在の経済活動(Business Activity)を尋ねる業況指数は前月比+1.5ポイント上昇の58.8で、これ自体は3か月ぶりの高水準である。遅行系列である雇用や賃金の弱さが確認されるのはまだかなり先のことになるように思える。なお、構成指数である雇用指数は製造業・非製造業ともに50を超えており、当面の拡大基調を示唆している(図)。



～思い出したい3月の不安～

米金利の高止まりや日本の貿易赤字などを背景としたドル/円相場の堅調は基本的に本欄で想定してきた通りの展開であるが、米金利の騰勢は逆に円高リスクを高めているようにも感じる。今年3月、シリコンバレー銀行破綻に端を発する金融不安は一時的にリーマンショックの記憶を呼び起こし、突発的な米金利低下と円高を引き起こした。結果的には大きなシステミック不安には至らず不安は終息したものの、事の発端は金利上昇を受けて長期国債や住宅ローン担保証券(MBS)の含み損が膨らんでいることに対し不安が高まり、預金流出が加速するという動きだった。当時からさらに想定外の金利上昇が起きており、さらにその持続性が懸念され始めていることを踏まえると、「金融システム不安を背景とするドル売り」という円高リスクはにわかに高まっているように思える。

もちろん、金融システム不安をメインシナリオとすることはできないが、逆イールドの解消を当て込むように長期金利が騰勢を強めている状況が続けば、今年3月に起きた事象を思い出す市場参加者は増えるのではないかと(図)。もちろん、含み損を抱える銀行部門を前提とすれば与信環境の悪化(貸し渋り)も想定されるところだろう。なお、イールドカーブ全体が押し上げられるような金利上昇が続く以上、設備投資や住宅投資などに象徴される民間部門の消費・投資意欲を急速に冷やす可能性も出てくる。現状、パウエルFRB議長は「もはやリセッションを予想していない」とメインシナリオからリセッションの可能性を基本的に排除しているが、これほどの金利上昇を受けてリセッションにならないことがあるのかという本質的な疑問も抱かれる。冒頭述べた通り、今の長期金利は2007年8月以来の高水準



だが、当時も「グレート・モデレーション (Great Moderation: 大いなる安定)」という言葉が持て囃された。本欄の円安シナリオは順調に進んでいるものの、これが想定外の米金利高によって必要以上に引っ張られているというのが円安予想をしてきた筆者でも抱く思いであり(150 円到達まではメインシナリオにしていない)、大きな揺り戻しを警戒したい状況に入ってきているようにも感じられる。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+ α 」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾンプライム)値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECB/ハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか……)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどちらが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするとつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遅か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがれる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～