

みずほマーケット・トピック(2014 年 8 月 13 日)

本邦 4～6 月期 GDP1 次速報値などについて

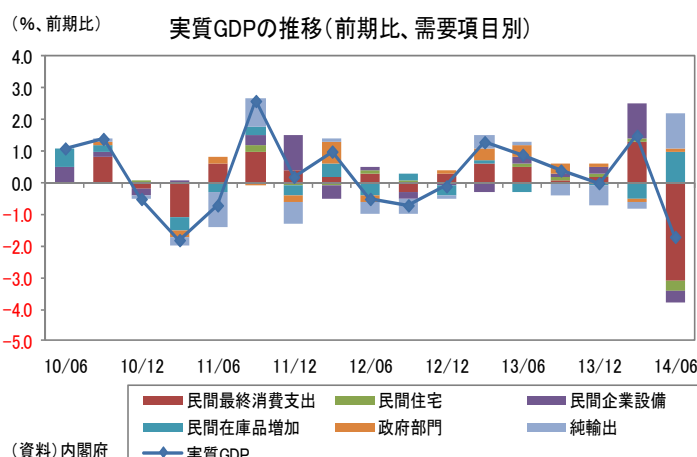
本邦 4～6 月期実質 GDP は前期比年率▲6.8%(前期比▲1.7%)と大幅な落ち込みとなったものの、駆け込み需要が反映され急伸した 1～3 月期の同 6.1%増(同 1.5%増)を概ね相殺したイメージ。だが、個人消費は「駆け込み需要の反動」以上に落ち込んでいるようにも見受けられ、それを在庫の積み上げでカバーした部分もあるため、予断を許さない。民間最終消費支出は 1～3 月期の前期比 2.0%増に対し 4～6 月期は同▲5.0%となっており、消費増税に加え、円安を背景とする輸入物価上昇も実質賃金の下押しに効いている可能性がある。足許の実質賃金や出荷・在庫バランス、輸出動向などを見る限り、7～9 月期以降の GDP が加速する姿は描き難く、消費増税の決断と絡めて思惑相場が強まりそう。増税延期は円相場を押し下げる公算が大きい。

～ユーロ相場、警戒すべきはショートカバー～

昨日の為替相場はユーロが売られる展開。独 8 月 ZEW 景況感指数の期待指数(6 か月先の景況感)が 8.6 と市場予想(17.0)を大きく割り込み、債務危機が取り沙汰されていた 2012 年以來の水準まで悪化した。欧露間における制裁の応酬が既にユーロ圏経済、特にドイツの実体経済に悪影響をもたらしている可能性は先週の本欄¹でも議論した通りであり、ソフトデータの急悪化はある程度想定されたことだが、悪化ペースは市場参加者の想定を超えるほど早い。なお、指標悪化を受けたユーロ売りの背景には暗に ECB の緩和を期待する向きがありそうだが、「次の一手」が実質的に枯渇化している以上、むしろ警戒すべきはショートカバーの買い戻しではないかと考えたい。

～上半期で均せばイーブン・・に見えるが～

ところで本日は本邦 4～6 月期 GDP が公表されている。実質 GDP は前期比年率▲6.8%(前期比▲1.7%)と大幅な落ち込みとなったものの、駆け込み需要が反映され急伸した 1～3 月期の同 6.1%増(同 1.5%増)を概ね相殺したイメージであり、上半期で均せばイーブンというのがフェアな評価になる。ただ、後述する通り、個人消費の落ち込みは「駆け込み需要の反動」以上に落ち込んでいるようにも見受けられ、それを在庫の積み上げでカバーした結果、



¹ 本欄 2014 年 8 月 7 日号『ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題』をご参照下さい。

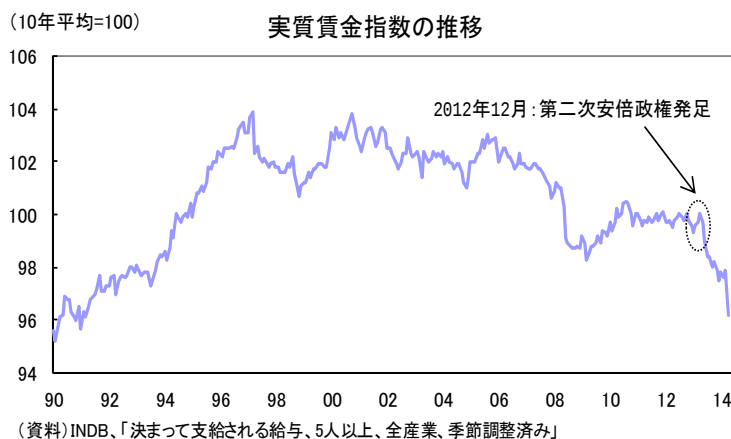
全体の落ち込みが想定の範囲内に収まったようにも見える。いずれにせよ、7～9 月期以降に現れる地力の強さが 2 度目の増税判断の決定打になる以上、現段階での景気評価が政策や相場に与える影響は限定的である(実際、相場も反応していない)。ただ、後述するように、現状のデータを踏まえる限り、内需の二本柱である個人消費と設備投資を巡る環境は決して明るいとは言えない。

～個人消費は明らかに弱い～

4～6 月期実質 GDP に関し、需要項目別に見ていくと(以下、全て前期比とする)、個人消費の下振れが目立つ。民間最終消費支出は 1～3 月期の 2.0% 増に対し、4～6 月期は▲5.0% となっており、果たして「駆け込み需要の反動で落ち込みが生じた」という解説だけで済む問題なのかは慎重に評価したい。やはり、消費増税に加え、円安を背景とする輸入物価上昇が実質賃金を下押し続けている経路も勘案して、評価を下すべきだろう。

なお、黒田日銀総裁は先週 8 日(金)

の金融政策決定会合後の記者会見で、実質賃金下落について問われ「実質賃金下がっていることは、大半というかほぼ全て、消費税率引き上げによるもの」と述べ、「消費税率引き上げによる影響は、一時的な、1 回限りのものですから、12 か月経つとその影響はなくなります」としている。だが、実質賃金下落は 2012 年 11 月以降に始



まったものであり(図)、消費増税だけが原因とは言えない。やはり、安倍政権の誕生と共に円安が加速し、輸入物価が上昇したことを指摘しないわけにはいかないだろう。もちろん、4 月以降に生じた実質賃金の急落は増税を背景とする一時的な動きだろうが、それ以前から基調的な弱さがあったことには留意したい。また、変化率という「方向感」は 12 か月経てば確かに正常化されるが、実質賃金指数自体の「水準」が浮揚してくるわけではなく、家計部門の購買力が毀損した状態であることは変わらない。実質賃金が続くことはなく、どこかで名目賃金上がるか、それとも(個人消費の弱さを映じて)物価の騰勢が止まる必要があると思われる。現状では日銀は前者に賭け、民間エコノミストは後者に賭けているが、筆者も後者の見方に類する。

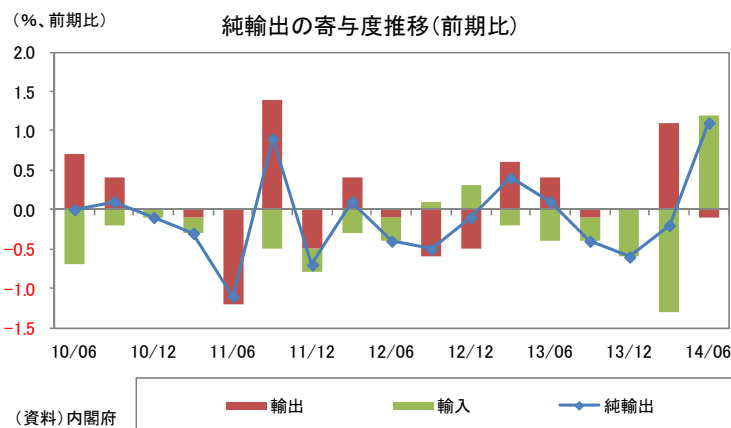
～今後は在庫の反動減に注意～

それ以外の需要項目に関しては、民間在庫品増加の寄与度が 1.0 ポイントと非常に大きなものとなったことが目立つ。昨年 10～12 月期が▲0.1 ポイント、今年 1～3 月期が▲0.5 ポイントと在庫調整が進んできたことの反動だが、当然今回の 1.0 ポイントについてもその反動が今後懸念されることになる。また、民間企業設備投資は▲2.5%と 1～3 月期の 7.7% 増に比べれば浅い落ち込みに止まっており、これが全体の底割れを防いだ印象はある。だが、後述するように、足許の出荷・在庫バランスなどから察するに設備投資が加速していく姿は描きにくいのが現実である。また、民間住宅投資の同▲10.3%も非常に大きい、住宅に係る増税前の駆け込み需要は昨年 7～9 月期までの動

きも合わせて評価する必要がある。昨年4～6月期、7～9月期、10～12月期そして今年1～3月期で累積 11.2 ポイント増加したことを踏まえれば、今回の下落を殊更クローズアップする必要はないと思われる。なお、政府最終消費支出は 0.4%増と今回唯一のプラス項目となったが、後述するように、7～9月以降の仕上がり不安が払がれば、必然的に(これまで通り)この部分の数字を嵩上げるしかないだろう(要するに補正予算を打つ可能性が高いだろう)。

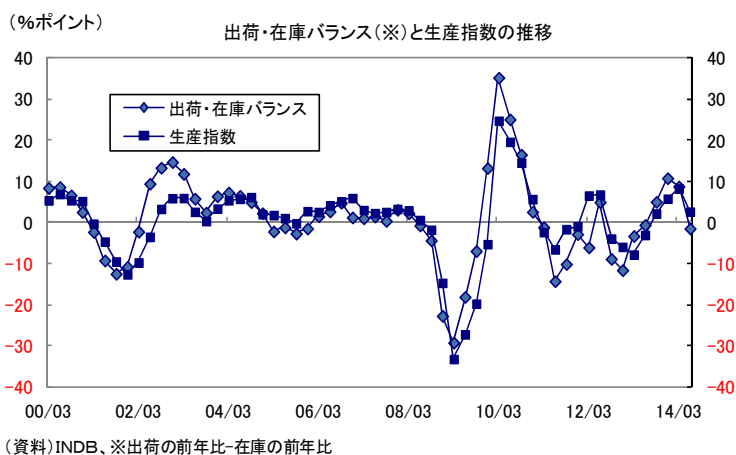
～4 四半期ぶりの純輸出プラスも・・・～

なお、純輸出(輸出-輸入、図)については寄与度が 1.1 ポイントと 4 四半期ぶりにプラス寄与に復帰しているが、先の個人消費の弱さに裏打ちされたものであり、消費増税と輸入物価の上昇を伴う実質賃金の低迷が輸入を押し下げたという整理になる(輸入の減少は 6 四半期ぶりである)。懸案の輸出はむしろ▲0.4%と減少しており、「円安でも輸出が増えない」はもはや可能性を乗り越して現実のものとなっている(図、※「実質」概念での減少は数量ベースでの減少を意味しており、円安により輸出数量が増えないことの証左となっている)。



～注目は 12 月 8 日に:いずれにせよ円安～

先週の日銀金融政策決定会合では生産と輸出の判断に下方修正が加えられたが、「円安→輸出増→生産増→所得増→消費増」という基本シナリオは今や青息吐息の状況に見受けられる。下方修正の主因としては 7 月 30 日に公表された 6 月鉱工業生産が前月比▲3.3%と市場予想の中心(同▲1.2%)を大幅に下回ったことなどがあげられる(もちろんそれだけではないが)。生産指数に対し 6～10 か月先行のラグを持つ出荷・在庫バランス(※出荷の前年比-在庫の前年比)は今年 4～6 月期で▲1.5 ポイントと 4 四半期ぶりのマイナスとなっており、今後 1 年以内に生産が加速し、それに伴って設備投資が加速するという日銀シナリオは実現が難しいように見受けられる(図)。



斯かる状況下、消費増税可否の判断材料²とされる 12 月 8 日公表の 7～9 月期 GDP(2 次速報値)をどこまでの数字に仕上げられるのかが、残すところあと約 4 か月となった今年の注目材料とな

² 菅官房長官は 7～9 月期 GDP の 1 次速報 (11 月中旬) 及び 2 次速報 (12 月上旬) に言及した上で、消費増税の決断時

る(なお、もう1つの注目材料は tapering 終了に伴う、FRB 出口戦略の提示)。だが、上述してきたように、生産にしろ、消費にしろ、輸出にしろ、それらが著しく回復してくるようなイメージは描き難いのが現状である。そうなってくると、市場参加者としては10%への消費増税の延期も1つの可能性として留意した方が良いのかもしれない。

その場合、半ば官製相場の様相を呈している債券市場には大きな影響はなさそうであり、金利は低位安定だろう(あくまで中止ではなく、延期が強調される点も考慮されそうである)。為替市場はどうだろうか。為替市場にとっても増税延期は本質的な材料ではなく、短期的な取引材料に止まると予想するが、どちらかと言えば、日本国債への格付け不安やそれに乘じた投機的な売りから円安方向への振れを想定したい。元より増税延期が正当化されるような経済状況では追加緩和観測も根強いはずであり、これもまた円安を後押しする材料となるだろう。

リスクシナリオとしては増税延期がアベノミクスの挫折と読み替えられ日経平均株価が大きな調整を迫られる展開である。その場合は一時的に円高圧力も強まりそうだが、本欄で執拗に主張しているように³、円安の主因はあくまでアベノミクスではなく貿易赤字に根差した需給要因と考えられる。だとすれば、増税延期と共に円買いが進んだとしても、それは押し目買いの好機として割り切ることが賢明と考えたい。

以 上

国際為替部
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。

期に関し「12月ごろになる」、「越年は考えていない」と述べている(2014年7月25日、ロイター)。

³ 例えば本欄2014年8月11日号『改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ』をご参照下さい。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～量み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP))などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(GPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～「さくらレポート」などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ)。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当年に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」