

みずほマーケット・トピック(2015 年 4 月 30 日)

米 1～3 月期 GDP 及び FOMC について

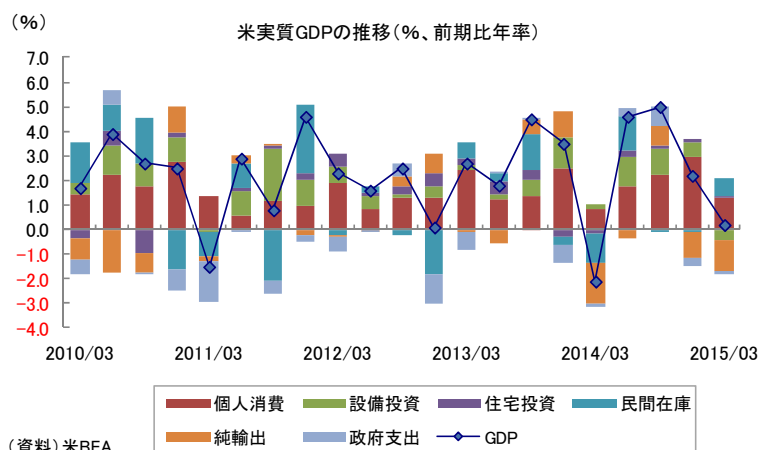
昨日の米 1～3 月期 GDP(1 次速報値)及び FOMC 声明文を受けて、「早くて 9 月、順当で 12 月」という本欄や『中期為替相場見通し』における前提の確度は増したと考えられる。GDP ひいては FOMC の景気判断下方修正に関しては、西海岸における労使紛争や厳冬という一時的な要因が大きそうだが、設備投資においては原油安、輸出においてはドル高といった決して一時的とは割り切れない動きも含んでいそう(事実、声明文では一時的要因の影響は部分的「in part」とされている)。特に最近の米企業決算を踏まえる限り、ドル高の影響は無視できず、利上げ願望の代償はそれなりに大きいと考えられる。もちろん、「できる内にやらなければ」という正常化願望の自縄自縛によって 6 月利上げという芽も残るが、指標次第を謳ってきた以上、この可能性は低い。

～米 GDP:利上げ願望の代償は大きそう～

昨日は米 1～3 月期 GDP(1 次速報値)及び FOMC 声明文が公表された。結論から言えば、米利上げ時期に関し、「早くて 9 月、順当で 12 月」という本欄や『中期為替相場見通し』における前提の確度は増したと考えられる。もちろん、「できる内にやらなければ」という正常化願望の自縄自縛によって 6 月利上げという芽も残るが、指標次第を謳ってきた以上、この可能性は低い。

まず、1～3 月期 GDP は前期比年

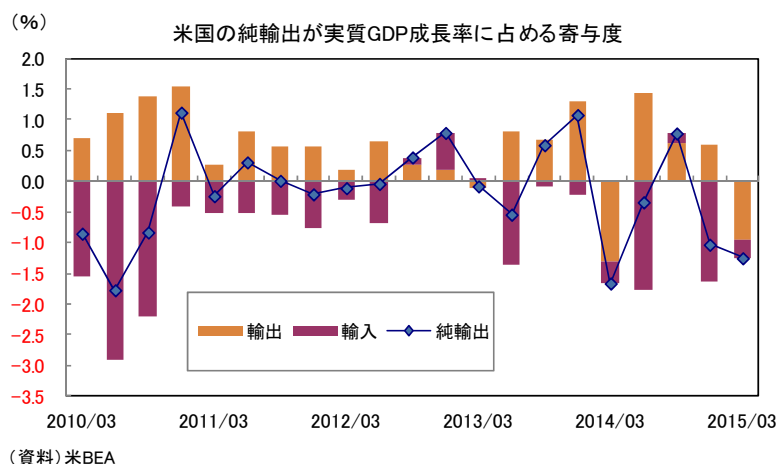
率+0.2%(市場予想は同+1.0%、以下特に明記ない限り前期比年率)と前期の同+2.2%から大幅減速となり、1 年ぶりの低い成長率に落ち込んだ。もちろん、西海岸における労使紛争と厳冬という一時的な要因は大きい、輸出の落ち込みはドル高の影響も含んでいるはずである。とすれば、利上げ願望の代償はそれなりに大きいと考えざるを得ないはず



で、やはり今回の結果は FOMC の政策運営に対し影響を持つだろう。需要項目別に見ていくと、個人消費支出こそ+1.9%と市場予想(+1.7%)を上回ったものの、固定資本投資が▲2.5%と 2009 年 10～12 月期(▲2.8%)以来で最悪の仕上がりとなった。固定資本投資においては特に、非居住用構築物(いわゆる設備投資)が▲23.1%となったことが効いているが、この中身を見ると油井・油田(Mining exploration, shafts, and wells)への投資が▲48.7%、電力・通信(Power and communication)が▲19.3%と大きく落ち込んだことが目につく。固定資本投資の下振れは労使紛

争や厳冬そしてドル高に限らず、原油安を受けたエネルギー関連投資の予算削減の結果と考えられ、この辺りが市場予想との乖離に繋がった疑いは強い。

設備投資の下振れに加えて目立つのが純輸出の下振れであり(図)、成長への寄与度は▲1.3ポイントとかなり大きい。輸出・輸入の別で見ると、圧倒的に輸出の下振れが大きく+4.5%から▲7.2%へ4四半期ぶりのマイナスに転落している。輸入の伸びが+10.4%から+1.8%へ急減速したにも拘わらず、輸出がそれ以上に減速したことで純輸出が成長の足枷となる構図が見られている。もちろん、



ん、上述の天候要因や労使紛争が国内の生産能力を削いだために輸出が伸びなかったという事情もあろうが、米企業決算の近況を見る限り、ドル高が影響した可能性は否定できない。この辺りがFRBの金融政策運営にも影響を及ぼすことになりそうである。なお、日本の貿易統計において輸出数量の伸びが見られているのは、こうした米国内における生産能力劣化を代替する意味合いもあった可能性があり、今後に関してはその効果が剥落していくことになりそうである。

～気掛かりな「in part」の表現～

こうしたGDPの弱い仕上がりだけでなく、最近の米経済指標は弱いものが続いてきた。結果として、昨日公表されたFOMC声明文における現状の景気判断を見ると、「economic growth slowed during the winter months, in part reflecting transitory factors」とされ、明確に下方修正されている。なお、今年に入ってから当該部分の表現は以下のように変わってきた：

- **【1月】***economic activity has been expanding at a solid pace*
- **【3月】***economic growth has moderated somewhat*
- **【4月】***economic growth slowed during the winter months, in part reflecting transitory factors*

今年に入ってから利上げ時期が近づく一方で景気認識が下方修正されるというFRBにとっては厳しい局面が続いてきたことが分かる。通常であれば利上げ自体の妥当性が問われるだろう。

景気判断の下方修正に関しては「transitory factors」と付けられたことで、どちらかと言えば先行きへの自信を暗示したとの見方もあるが、「transitory factors」の影響はあくまで部分的(「in part」)とされているのは気掛かりである。上述したように、1～3月期GDPの軟調な結果は天候や労使紛争といった一時的要因のみならず、決して一時的とは言いきれない原油安やドル高の影響も受けている可能性がある。FOMCがこの辺りの論点を真摯に受け止めているのだとすれば、やはり6月利上げは無理筋な想定だろう。5月21日に公表されるFOMC議事要旨では利上げ直前という時

期的な要因に加え、景気判断の下方修正に至るまでに、どのような議論があったのかが強く注目される。

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。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPP の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪審制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未満のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB 理事会(12 月4 日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などをを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの