みずほマーケット・トピック（2015 年 8 月 17 日）

# 日米欧 4～6 月期 GDP を受けて

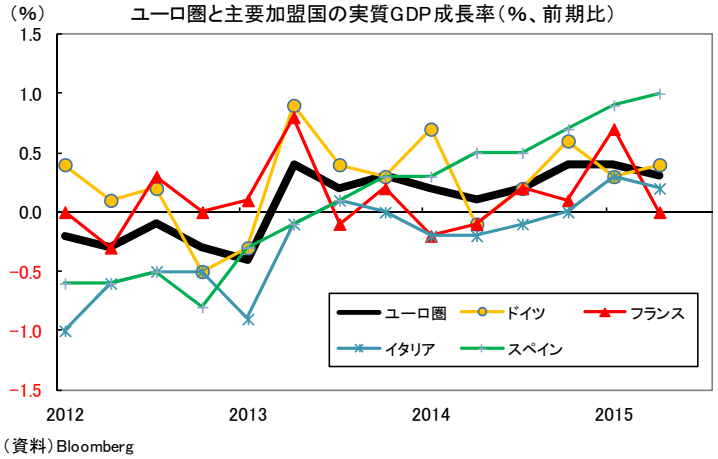
**ユーロ圏並びに本邦の統計公表を経て、日米欧の 4～6 月期 GDP が出揃った。ユーロ圏に関しては、独仏伊の 3 大国が予想を下回っており、今後への不安を抱かせた。片や、本邦は内需の柱である民間最終消費支出が大崩れしたことで 3 四半期ぶりのマイナス成長に。天候不順や軽自動車税引き上げなど一時的要因も大きそうだが、実質所得環境の劣化が消費の手控えに繋がった可能性は高い。その他、輸出の大崩れも目立ち、中国を筆頭とするアジア向け輸出は今後も課題となりそう。引き続き「FRB が利上げするからドル全面高」という割り切りは年内有効と考えるが、中国経済の回復が芳しくないものとなれば、「FRB の利上げ」という為替市場全体を牽引してきた大前提に狂いが出る可能性もあり、来年と考えられていた円高への反転が前倒しとなる可能性も**

## ～9 月利上げは一種のギャンブル～

先週の為替相場を振り返ってみれば、8 月 11 日に決定された人民元切り下げのショックを受けてドル全面安の展開となった。本来、人民元切り下げとドル高は裏表の関係のはずであり、実際、直後の反応としてはドル全面高の中でドル/円も上昇した。だが、その後は「通貨切り下げを必要とするほど状況が悪い中国」に焦点が当たる中でFRBの9月利上げ説が後退し、ドル売りが先行している。今週 20 日に公表される FOMC 議事要旨（7 月 28～29 日開催分）のトーン次第ではあるが、商品価格や新興・資源国の経済状況を見る限り、やはり 9 月利上げは一種のギャンブルだろう。そこまでして正常化を急ぐ理由はこれといって見当たらないのではないか。むしろ、世界的に超低金利及び低インフレが常態化する中にあって、利上げよりもバランスシート縮小に手を付ける方が優先順位としては高いように思われるが、この点、FRB は黙して語らない状態が続いている。

## ～ユーロ圏 GDP、3 大国が期待外れに～

ところで先週 14 日にはユーロスタットからユーロ圏 4～6 月期 GDP が公表されている（図）。実質 GDP 成長率は前期比+0.3％となり（以下特に明記しない限り前期比）、引き続き堅調な成長を維持したものの、4 四半期ぶりに伸び率は縮小し、市場予想の中心（+0.4％）も下回った。依然、ユーロ安、低金利、原油安のトリプルメリットは追い風として効いていそうだが、国別に見た時にドイツ（予想+0.5％に対し+0.4％）、フランス（予想+0.2％に対し+0.0％）、イタリア（予想



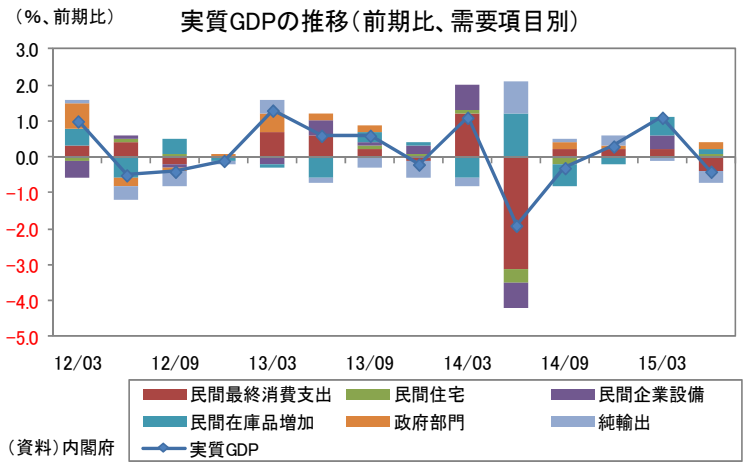
（資料）Bloomberg

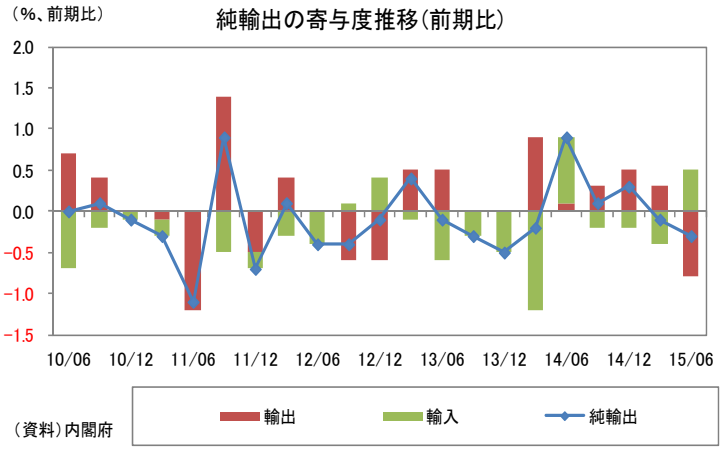
+0.3%に対し+0.2%)の 3 大国が予想を下回っており、今後への不安を抱かせる。詳しい需要項目別の結果は二次速報値(9 月 8 日公表予定)を待つことになるが、厳しい外需環境の中で域外貿易が奮わなかったことなどが推測される。特に、中国経済の状況が厳しさを増す状況下、その傾向は今後強まることが予想され、「今がユーロ圏経済のピーク」という予感はする。折しも、商品価格が再び下げに転じていることは域内景気を下支える要因ではあるが、再びユーロ圏消費者物価指数(HICP)が下げに転じマイナス圏に至る場合、ECB が再び無理な緩和に追い込まれる展開も十分想定される。年内、ECB が静観で乗り切れるかは微妙なところだろう。

**～本邦 GDP、3 四半期ぶりのマイナス～**

そして今朝方には本邦 4～6 月期 GDP が公表された。実質 GDP 成長率に関し前期比▲0.4%(前期比年率▲1.6%)と市場予想の中心(同▲0.5%)こそ上回ったものの、3 四半期ぶりのマイナス成長となった。現状の月例経済報告における景気判断は「緩やかな回復基調が続いている」だが、少なくとも足許では踊り場に差し掛かっており、今後についても「回復」の文言を使えるかどうかは、微妙な情勢となってきている。

需要項目別の動きを見ると(図・上、特に明記のない限り、以下前期比の変化率で議論する)、内需の柱である民間最終消費支出が大崩れしたことが全体の下押しに効いた格好になっている。実質民間最終消費支出は▲0.8%(寄与度▲0.4 ポイント)となり、これは増税の影響で大幅に落ち込んだ昨年 4～6 月期(▲5.0%)を除けば、2011 年 1～3 月期以来、17 四半期ぶりの減少幅となる。消費落ち込みの背景としては、天候不順や軽自動車税引き上げなど一時的要因も大きそうだが、実質雇用者報酬を見れば▲0.2%と 4 四半期ぶりに減少していることが目につく。食料品を筆頭として身の回り品が物価上昇に晒されることで実質的な所得環境が劣化し、消費が手控えられたのが実態だろう。統計発表後、甘利経済再生相は「賃上率は過去最高の企業収益に見合う水準にいっていない」、「賃上げを伴ってないという肌感覚もある」(共にブルームバーグ)と述べているように、量的・質的金融緩和(QQE)に先導される格好で得られた企業部門の果実は、まだ家計部門まで波及していない。




4～6 月期の足枷としてもう 1 つ注目されるのが輸出動向である(図・下)。実質輸出は前期比▲

4.4%(寄与度▲0.8 ポイント)と 2011 年 4～6 月期以来、16 四半期ぶりの大きな減少幅を記録している。中国を中心とするアジア向け並びに米国向けが伸び悩んだことが主因とされるが、下半期にかけて両国向けの輸出が加速する展開は俄かに想定し難い。実質実効ベースで歴史的な円安水準を実現しながらも、純輸出が景気を支える構図を想定するのは引き続き難しそうである。

なお、今後を見通す上では在庫動向からも目が離せない。前回 1～3 月期は民間在庫品増加が成長率の殆どを稼ぐという動きが見られた(全体の成長率+1.1%に対し寄与度は+0.5 ポイント)。4～6 月期も民間在庫品増加は+0.1 ポイントと積み上げ方向に働いている。鉱工業生産統計を見れば、出荷在庫バランスは大分調整が進んだように見受けられるものの、依然としてマイナス幅は小さくない(出荷が抑制されることによって 6 月末時点で▲4.4 ポイントと 3 月末時点の▲8.6 ポイントから調整が進んでいる)。同バランスが生産指数に対し6～10 か月先行すると言われることを踏まえると、積み上がった在庫の調整を念頭に、生産の手綱を緩める動きが警戒されるだろう。

**～複雑化する下半期。円相場予想への影響～**

これで 4～6 月期の日米欧に関し GDP が出揃ったことになる。欧米が共に前期比+0.3～+0.6%という堅調な伸びを見せる一方で、日本だけがマイナス成長と劣後した格好だが、今後を占ううえで上半期(1～6 月)の出来よりも、下半期(7～12 月)の仕上がりの方が重要になってくる。言うまでもなく、当面の注目点は中国経済が軟着陸出来るか否かである。特に通貨切り下げを経て、懸案の輸出が意図した通り、復元されてくるのかどうかは毎月材料視されてくるに違いない。数字の立ち上がりが芳しいものにならない場合、断続的な通貨切り下げを含め、あらゆる裁量的なマクロ経済政策が展開され、金融市場の変動を強める要因となるだろう。

そのような神経質な局面において、2015 年最大のイベントである米利上げが実施される。大方の予想通り9 月に敢行されるのだとしたら、10～12 月期の米国の経済指標や株価がどういった影響を被るのかが警戒される。利上げの影響もさることながら、エネルギー産業を多数抱える米国では、原油価格の一段安によって、企業部門の消費・投資活動が停滞してくる展開も不安視されよう。数字の出来によっては 9 月ワンショットの利上げで終了という展開も想定しておく必要がある。

上半期はギリシャ情勢の混乱を主軸として多くのイベントがあったように思えるが、為替市場的には総じて「FRB が利上げするからドル全面高」という大方の予想通りの局面だった。下半期も FRB の一挙手一投足が相場のドライバーであることは変わりないが、そこへ中国経済の動静も加わって、確実に上半期よりも複雑な展開が予想される。『中期為替相場見通し』では引き続き「FRB が利上げするからドル全面高」という割り切りは年内有効と考えるものの、中国経済の回復が芳しくないものとなれば、「FRB の利上げ」という為替市場全体を牽引してきた大前提に狂いが出る可能性もあり、2016 年と考えられていた円高への反転が前倒しとなる芽も出てくる

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に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8月14日 | 週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～) |
| 2015年8月13日 | 人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～ |
| 2015年8月12日 | 人民元切り下げとそれに付随する論点 |
| 2015年8月11日 | 2015年上半期における円相場の基礎的需給環境 |
| 2015年8月10日 | 2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて |
| 2015年8月7日 | 週末版 |
| 2015年7月31日 | 週末版 |
| 2015年7月30日 | FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～ |
| 2015年7月29日 | 内閣支持率低下とドル/円相場 |
| 2015年7月28日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分) |
| 2015年7月27日 | 第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか |
| 2015年7月24日 | 週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～) |
| 2015年7月23日 | ユーロキャリー取引の妥当性を考える |
| 2015年7月17日 | 週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～) |
| 2015年7月16日 | 日銀金融政策決定会合を受けて |
| 2015年7月15日 | GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力 |
| 2015年7月14日 | ギリシャ第三次金融支援合意について |
| 2015年7月13日 | ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求 |
| 2015年7月10日 | 週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～) |
| 2015年7月9日 | 不運が続く円安シナリオ |
| 2015年7月6日 | ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～ |
| 2015年7月3日 | 週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～) |
| 2015年7月2日 | 外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点) |
| 2015年7月1日 | ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について |
| 2015年6月29日 | 一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～ |
| 2015年6月26日 | 週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～) |
| 2015年6月25日 | 約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～ |
| 2015年6月24日 | ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？ |
| 2015年6月23日 | 何故ユーロ相場は底堅いか？ |
| 2015年6月22日 | ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握 |
| 2015年6月19日 | 週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～) |
| 2015年6月18日 | FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分) |
| 2015年6月16日 | 米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて |
| 2015年6月15日 | 当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～ |
| 2015年6月12日 | 週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～) |
| 2015年6月10日 | ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について |
| 2015年6月9日 | 基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～ |
| 2015年6月8日 | 本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？ |
| 2015年6月5日 | 週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退：その②～) |
| 2015年6月4日 | ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～ |
| 2015年6月3日 | 2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～ |
| 2015年6月2日 | ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～ |
| 2015年6月1日 | G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～ |
| 2015年5月29日 | 週末版 |
| 2015年5月28日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年4月分) |
| 2015年5月27日 | 「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて |
| 2015年5月26日 | ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～ |
| 2015年5月25日 | ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について |
| 2015年5月22日 | 週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～) |
| 2015年5月21日 | クーレ発言の真意とQEの実施状況について |
| 2015年5月20日 | 本邦1～3月期GDPについて～消費＆在庫が下支え～ |
| 2015年5月19日 | 足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～ |
| 2015年5月18日 | ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～ |
| 2015年5月15日 | 当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～ |
| 2015年5月14日 | ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について |
| 2015年5月13日 | 本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて |
| 2015年5月12日 | 本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～ |
| 2015年5月11日 | 英国総選挙と今後についての論点整理 |
| 2015年5月8日 | QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～ |
| 2015年5月7日 | 欧州委員会春季経済予測について |
| 2015年5月1日 | 週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～) |
| 2015年4月30日 | 米1～3 月期GDP 及びFOMC について |
| 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～ |