

みずほマーケット・トピック(2016年5月18日)

本邦 1～3 月期 GDP ～「不都合な結果」とはならず～

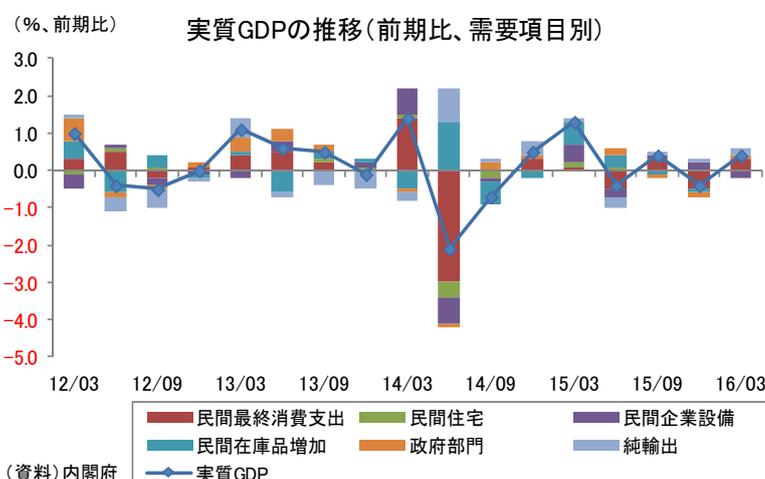
本邦 1～3 月期 GDP は前期比+0.4%(前期比年率で+1.7%)と 2 四半期ぶりにプラス成長となり、市場予想を大幅に上回った。今回の GDP 統計は 2017 年 4 月の消費増税判断(8%→10%)にあたって重要な材料になると考えられてきただけに、増税延期や追加緩和を志向する向きにとっては「不都合な結果」になったという考え方もある。しかし、過去 4 四半期で均して見ればゼロ成長であるという事実は変わらず、しかも今期に至っては「うるう年効果を除けばマイナス成長」という声もある。また、そもそも熊本地震が発生したのが 4 月中旬ということに鑑みれば、元より想定されていた「大震災のような事態」を理由にした増税延期は理屈が立つ。さらに、伊勢志摩サミットにおいて財政協調を図ろうとするホスト国の立場からすれば、増税延期は格好の PR 材料になり得る。伊勢志摩サミットで財政を主軸として政策総動員が約束された後、消費増税先送り及び追加緩和が決断され、その勢いのままに国政選挙という展開はいかにもありそうである。

～米株下落が示す無理筋な利上げ～

昨日の為替市場は小動きの展開。引き続き原油価格が堅調地合いとなる中、先週来見られている良好な米経済指標も相俟ってドル買い戻しのムードは根強そうである。しかし、こうした状況下、NY ダウ平均は 6 月利上げ観測の強まりに応じて前日比▲180.73ドルと大幅下落している。結局、利上げに踏み込もうとすればドル相場が騰勢を強め、株が売られやすくなるという地合いでは軽々にタカ派姿勢を露わにすることができないだろう。そもそも利上げできるほど米経済・金融情勢が力強いと信じられていれば、「利上げ観測→株下落」といった地合いにはなり得ない。昨日の米株の動きはいみじくも FRB の利上げ路線が無理筋であることを示しているように思えてならない。

～GDP のヘッドライン自体は大きな悲観不要～

ところで本日公表された本邦 1～3 月期 GDP(一次速報値)は前期比+0.4%(前期比年率で+1.7%)と 2 四半期ぶりにプラス成長となった(以下、特に明記の無い限り前期比とする)。市場予想の中心(+0.1%)を大幅に上回る結果だが、うるう年によって期間中の日数が増えたことで表面上、嵩上げされたに過ぎないとの評価も目立つ。需要項目別に見れば、成長をけん引したのは民間最終消費支出で+0.5%と前



期の▲0.8%から大きく回復した(寄与度は+0.3ポイント)。その他、政府最終消費支出は+0.7%と前期同様の堅調な伸びを維持したほか(寄与度は+0.1ポイント)、輸出が+0.6%と2四半期ぶりのプラスになった一方、輸入が▲0.5%とマイナスになったことで、純輸出による寄与度は+0.2ポイントとなった。純輸出の寄与度の小さくない部分が原油価格急落を受けた輸入の減少に支えられているという部分はポイントだろう。片や、民間最終消費支出と並んで民間需要の柱となるべき民間企業設備投資は▲1.4%と前期の+1.2%から大幅下落に落ち込んでいる(寄与度は▲0.2ポイント)。昨年来、成長の下押し要因となってきた民間在庫は今回寄与度ゼロに落ち着いたものの、依然として在庫を積み増す動きが成長を下支える姿は確認されていない。

全体で見れば、内需、外需でバランスの取れた成長寄与が見られたとも言えるが、過去4四半期の成長率は「▲0.4%→+0.4%→▲0.4%→+0.4%」と結局は一進一退であり、均して見れば単なる横這い推移にしかかかっていない。手放しで評価できる結果とは言いがたいだろう。

～政策当局にとって「不都合な結果」とはならず～

今回のGDP統計は2017年4月の消費増税判断(8%→10%)にあたって重要な材料になると考えられてきた。それだけに、政府・与党が増税延期を、日銀が6月の追加緩和を志向していたのだとすれば、今回の結果は「不都合な結果」になったという考え方もあろう。しかし、既に述べた通り、過去4四半期で均して見ればゼロ成長であるという事実は変わらず、しかも今期に至っては「うるう年効果を除けばマイナス成長」という声もある。だとすれば、実態としての日本経済は「ゼロ成長どころかマイナス成長」との評価はあり得るのが実情だろう。また、そもそも熊本地震が発生したのが4月中旬ということに鑑みれば、元より想定されていた「大震災のような事態」を理由にした増税延期は理屈が立つ。さらに、今週の本欄¹でも議論したように、主要国首脳会議(伊勢志摩サミット:5月26～27日)において財政協調を図ろうとするホスト国の立場からすれば、増税延期は格好のPR材料になり得る。逆に増税決行しつつ、財政協調を要請するのは普通に考えれば難しそうである。

一方、日銀の追加緩和に関しても引き続き十分な警戒を要する。現状の消費者物価指数(CPI)が置かれた状況を踏まえる限り、直近のGDP統計が予想比良好だったからと言って政策を手控える理由には全くなならないだろう。4月28日の現状維持があればほど市場の失望を買い、円高・株安を招いてしまった以上、国政選挙直前の会合で同じ現状維持判断をするのは相当難易度が高いように思われる。伊勢志摩サミットで財政を主軸として政策総動員が約束された後、消費増税先送り及び追加緩和が決断され、その勢いのままに国政選挙という展開はいかにもありそうである。表面上強かったGDPで、こうした展開が影響を受ける可能性は低いのではないかと。

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。

¹ 本欄 2016年5月16日号『消費増税先送り報道と市場への影響などについて』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.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場との関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」)について～結局はドル高が辛くなっただけ～
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は…～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≠ドイツ)
2016年4月12日	散えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見直しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃える期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≠「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくとFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見直しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見直し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見直し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見直しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場