

みずほマーケット・トピック(2016年8月15日)

本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～

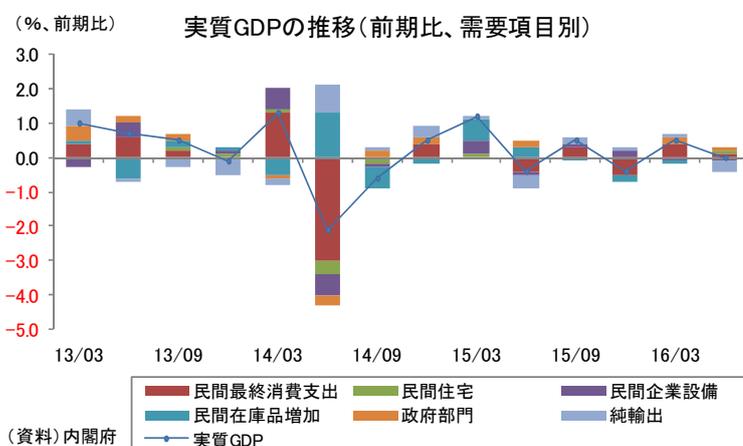
本邦4～6月期GDP(一次速報値)は前期比横ばいと市場予想の中心(同+0.2%)を下回る結果。需要項目別にもほぼ全ての項目で振るわず、景気拡大局面が踊り場にあるとの評価が妥当。輸出の落ち込みが純輸出の大きなマイナス寄与に繋がり、全体を押し下げた格好。円高の影響が重石となったと見ることもできる。とはいえ、従前から続く原油価格の低位安定に加え年初来の円高相場も重なったことで日本経済は交易条件の改善(=現状の日本では交易損失の縮小)を享受する状況にある。これはSNA統計上、実質GDIの改善が進んでいることを意味する。4～6月期時点で、実質GDPと実質GDIの差である交易損失は2009年10～12月期以来の水準まで縮小。これは日本経済の実質的な購買力が改善傾向にあることを示すものである。2012年後半からの円安相場は輸出数量増加に全く寄与できず、株高で個人消費が増えることもなかった。交易条件の改善に応じて実質GDIが上向き状況の中、改めて「円安にすれば万事OKなのか」、「円高は本当に諸悪の根源なのか」といった根本的な問いかけを検討して見る必要がある。

～議事要旨を警戒も夏枯れ相場の週に～

先週来の為替相場は小動きの地合いが続いている。8月に入ってからドル/円相場を見ると5日に公表された米7月雇用統計が良好な結果となったことを受けて一時102円台後半まで上昇する展開が見られたものの、12日に公表された米7月小売売上高、米7月生産者物価指数、米8月ミシガン大学消費者マインド指数が軒並み低調な結果に終わったことで米利上げ期待の後退に応じたドル売りが再び進んでいる。今週17日にはFOMC議事要旨(7月26～27日開催分)が公表され、これが恐らくタカ派寄りの内容を示し、ドル買い・円売りが加速する可能性が警戒されるものの、今週を通して見れば、夏枯れ相場が続く公算が大きいと思われる。

～本邦4～6月期GDPについて～

ところで今朝方には本邦4～6月期GDP(国内総生産、一次速報値)が公表されており、前期比横ばいと市場予想の中心(同+0.2%)を下回る結果となっている。需要項目別に見てもほぼ全ての項目で振るわず、景気拡大局面は昨年からの踊り場で停滞しているとの評価が妥当だろう。民間最終消費支出が辛うじて同+0.2%(寄与度+0.1ポイント)と増勢を保ったが、民間企業



設備投資は同▲0.4% (寄与度▲0.1ポイント)と2期連続でマイナスとなり、消費の伸びを打ち消した格好になっている。公的固定資本形成が同+2.3%と相応の伸びを示したものの、政府部門(政府最終消費支出、公的固定資本形成、公的在庫品増加)の寄与度は+0.1ポイントに止まっており、全体を押し上げるまでには至っていない。というのも、輸出が同▲1.5%、輸入が同▲0.1%となった結果、純輸出の寄与度が▲0.3ポイントに及んでいるため、これが成長率全体を押さええている。4～6月期は4月展望レポート公表時の日銀における現状維持や英国のEU離脱(Brexit)問題などが円相場の騰勢を促した時期でもあり、輸出の伸びが殊更押さえられた時期でもあった。

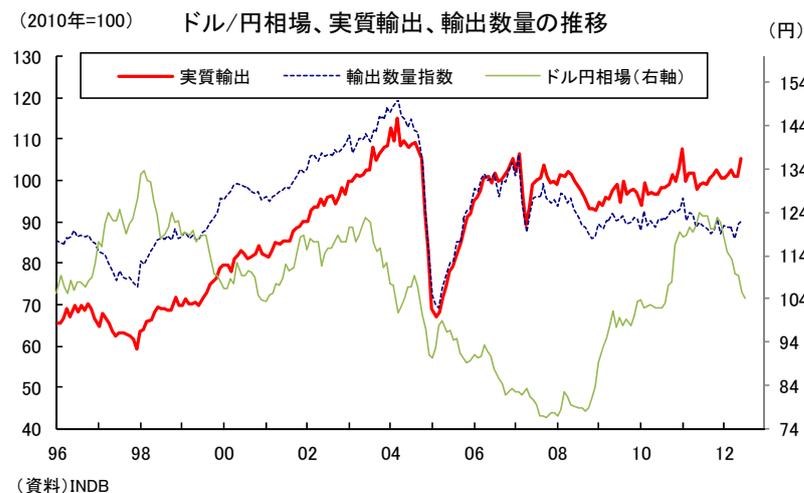
～実質所得環境が改善する日本～

なお、従前から続く原油価格の低位安定に加え年初来の円高相場も重なったことで日本経済は交易条件の改善(=現状の日本では交易損失の縮小)を享受する状況にある。これはSNA統計上、実質GDI(国内総所得)¹の改善が進んでいることを意味する。右図にも示されるように、2016年4～6月期時点で、実質GDPと実質GDIの差である交易損失は2009年10～12



月期以来の水準まで縮小している。これは日本経済の実質的な購買力が改善傾向にあることを示すものである。また、本欄では繰り返し論じてきたように、交易条件指数が実質実効為替相場(REER)の均衡水準を示唆するという理論的な見地に立てば、最近の交易条件の改善傾向は明らかに円高相場を正当化するものである。

2013年以降の円安相場において家計部門が実質所得の面から消費・投資意欲を阻害されたのは一定の事実であり、実際に2014年後半以降の円安相場では家計部門に限らず、企業部門や政府部門からも行き過ぎた円安によるコストを嫌気するような言動が相次いだ。既に語られて久しいように、労働市場が完全雇用状態に到達し、企業の生産能力も往時と比較すれば海外移管が進んでいるのが現状である。こ



うして国内の生産能力に供給制約が存在する状況では、いかに円安を煽っても輸出数量増を起点

1 「実質GDI=実質GDP+交易利得・損失」である。

とする「生産増→所得増→消費増」の好循環は期待できず、輸入物価経由のインフレが実質賃金を抑制するだけである。前頁図に示されるように、2012年後半からの円安相場において、品質調整を考慮した実質ベースの輸出は微増しているものの、純粋に数量ベースで見た輸出は全く増えていない(むしろ減っている)。輸出数量増加に寄与できない円安が実体経済に対して、どのような恩恵をもたらすのかはやはり直感的に理解が難しい。決まって「株高経由で資産効果が・・・」といった理屈が持ち出されるが、家計部門の金融資産に占める株の割合は1割にも満たない。2012年後半以降で株価は倍になっても、実質個人消費は増えるどころか減っている。現実を見るべきである。

このような論点はアベノミクスが始まった当初からリフレ政策に疑義を唱える向きが繰り返し述べてきたが、過去3年間の政策議論においては殆ど斟酌されてこなかった印象がある。折しも日銀の金融緩和に対する総括的検証が進められる中、過去3年間の実体経済に対する検証を経て、改めて「円安にすれば万事 OK なのか」、「円高は本当に諸悪の根源なのか」といった根本的な問いかけを検討して見る必要があるだろう。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかに開始したBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマホ議論～円の信託を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諸観が激しい始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見直し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りとい「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
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	敢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ィス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～目立つ英ボンドの動揺～
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～侮やまれる満点回答～)
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、まだ度は深い～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「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)