

みずほマーケット・トピック (2017 年 11 月 15 日)

本邦 7～9 月期 GDP を受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～

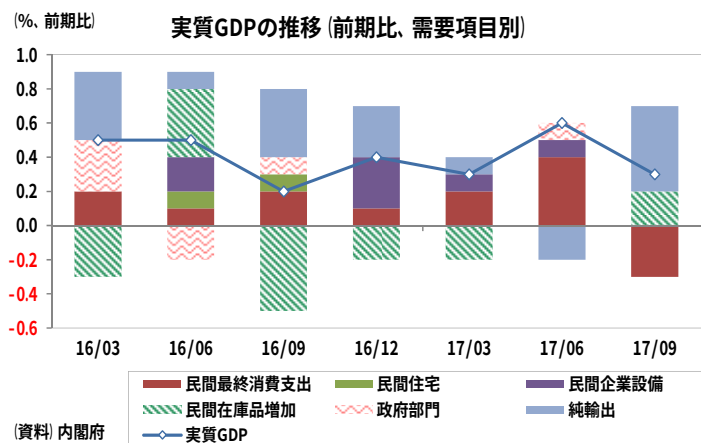
本邦 7～9 月期 GDP (一次速報値) は物価変動の影響を除く実質ベースで前期比+0.3%と 7 四半期連続でプラスに。7 四半期連続でのプラスは 16 年半ぶりの出来事。過熱感に乏しい「ほどほどの成長」がかえって景気拡大の寿命を延ばしていると考えられる。内需失速を外需がカバーする構図となっているが、4～6 月期の高過ぎる伸びを踏まえれば、民間最終消費などの失速をことさら懸念する必要は無いだろう。なお、今回の GDP 統計では GDP デフレーターが 3 四半期ぶりにプラスへ復帰したことも前向きな動きとして指摘される。これによりデフレ脱却 4 条件が全てプラスに転じており、日銀の金融政策運営が慢性的な限界論に直面する事実を考慮すれば、「良きところでデフレ脱却宣言をしてはどうか」という問題意識が出てきても不思議ではない。政府・与党が改憲に政治資源を振り向けるのであれば、経済・金融方面の課題に対し一区切りついたという格好にしたいという思いがあっても不思議ではない。

～副議長人事報道にも反応薄～

昨日の為替市場ではドル相場が急落している。米イールドカーブのフラット化傾向が継続する中、ドルからユーロへの資金シフトが強まっている印象であり、ユーロ/ドルは 10 月 26 日の政策理事会以来の 1.18 台を回復している。そのほかでは FRB 副議長候補として米債券大手運用会社の元 CEO であるモハメド・エラリアン氏の名前が報じられているが、市場の反応は限定的なものに止まっている。市場参加者として危機を乗り切った手腕に期待がかかり、「市場との対話」の機微にも長けていそうだが、明確なリアクションが表れるには至っていない。誰が政策運営を担っても、米金利が跳ねるほどのショックが米金融政策によって起きると思っている市場参加者は少ないのだろう。

～「ほどほどの成長」で長引く景気拡大～

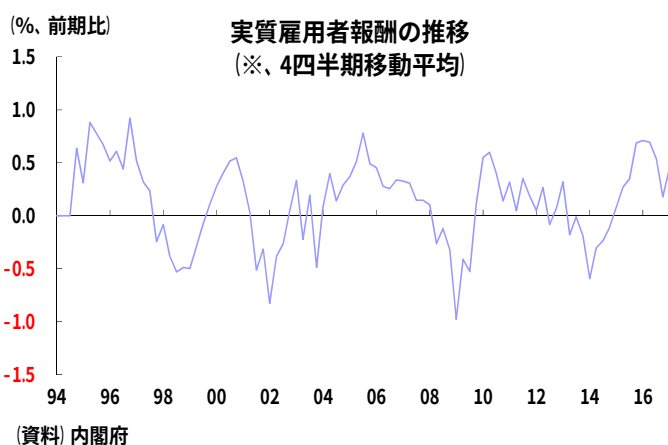
ところで今朝方には本邦 7～9 月期 GDP (国内総生産、一次速報値) が公表されており、物価変動の影響を除く実質ベースでは前期比+0.3% (年率+1.4%、以下特に明記がない限り前期比) と 7 四半期連続でプラスとなった。7 四半期連続でのプラスは 16 年半ぶりの出来事となる。市場予想の中心 (同+0.4%) をやや下回る結果だが、概ね堅調という整理で問題ないだろう。目下、足掛け 5 年弱の景気拡大が「いざなぎ景気」を超えて持て囃されているが、過熱感に乏しい「ほどほどの成長」がかえって



景気拡大の寿命を延ばしていると考えられる。

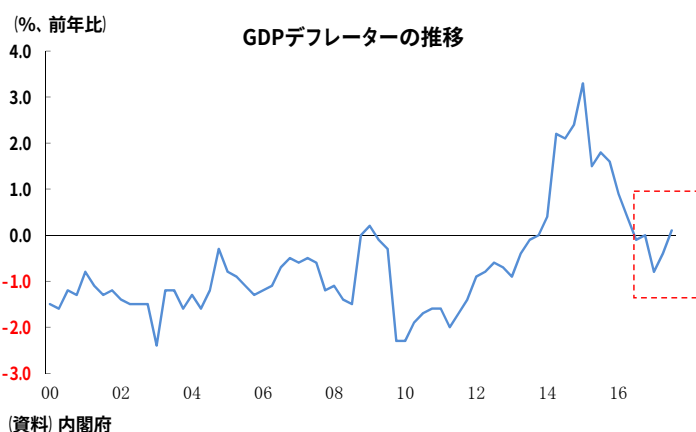
需要項目別に見ると、輸出が加速する一方で輸入が減少したことで純輸出の寄与(+0.5%ポイント)が全体をけん引しており、これが民間最終消費の減少(▲0.3%ポイント)をカバーした格好である。民間最終消費が足を引っ張った結果、内需がマイナス寄与に陥っているが、4~6月期の高過ぎる伸び(内需全体では前期比+0.9%に対し、今期は同▲0.2%)の反動と考えるべきだろう。「4~9月期つまり

2017年度前半としてみれば堅調」というのが妥当な評価になりそうである。なお、今回、同▲0.5%と(前期比で見れば)大崩れしたかに見える民間最終消費だが、実質雇用者報酬を見れば堅調な伸び(同+0.5%、図)が維持されており、やはり足許の消費失速を過大視するのは拙速に思える。



～「デフレ脱却宣言」も視野？～

なお、今回のGDP統計では7四半期連続のプラス成長であったことに加え、GDPデフレーターが3四半期ぶりにプラス(同+0.1%)へ復帰したことも前向きな動きとして指摘される。消費者物価指数(CPI)が国内で消費される財・サービスの価格変化を示す物価計数と考えられるのに対し、GDPデフレーターは国内における企業利益や労働者の賃金など所得の変化を反映する物価計数と考えられる。日銀の金融政策

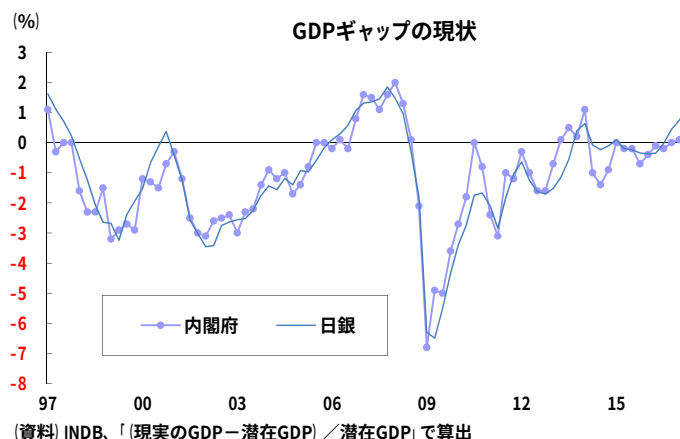


運営が慢性的な限界論に直面する状況下、全世界的にデフレーション状況が定着しているにもかかわらず「前年比+2%」という目標に固執することの懸念は根強い。この目標を柔軟化しない限り、日銀は延々と無理筋な緩和政策を継続することになる。それは煎じ詰めれば、「良きところでデフレ脱却宣言をしてはどうか」という問題意識に帰着するものである。

この点、政府は2006年3月に「デフレ脱却」を「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と定義しており、判断に当たっては①CPI、②GDPデフレーター、③需給ギャップ、④単位労働コストという4つの条件を重視することを決めた経緯がある。現状、注目されるのは「これらが全てプラスとなった段階でデフレ脱却を宣言し、無理筋な金融緩和の修正を図るべきではないか」という考え方である。

周知の通り、①に関しては目標とする+2%に到達、安定的にその付近で推移する状況には程遠そうだが、総合・生鮮食品を除く総合(コア)・食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(コアコア)のいずれも原油価格急落の影響を受けた時期を除けばプラス圏で推移している。また、③に関

しては日銀・内閣府、それぞれが試算したものがあり後者が前者に劣後していたが、今や共にプラス圏で安定している(図)。④に関しては、人手不足の状況も相俟って、これも前年比での増勢が続いている(もちろん、労働生産性上昇を伴わない労働コストの上昇が良いことなのかという論点はある)。これらに加え②の GDP デフレーターまで安定的にプラス圏を確保するのであれば、デフレ脱却宣言も絵空事ではなくなってくるのではないかと。①を除く3条件は全て GDP 関連の計数であるため、基本的には CPI と比べ公表にラグがある。それだけに4つ全てがプラス圏というのは日本にとっては稀有な構図であったわけだが、ここに来てそのような状況が整いつつあることは、日銀の立たされた苦境にも鑑みれば、政府・与党にとって重要な意味を持つてくる可能性がある。国政選挙5連勝を経て、いよいよ改憲に政治資源を注ぎ込みたいと安倍政権が考えているのだとすれば、経済・金融方面の課題に対し一区切りついたという格好にしたいという思いもあろう。その正否がどうであれ、仮にデフレ脱却宣言となれば、理論上は円の購買力平価を公式に劣化せしめる話でもあるため、為替予想を検討する立場からも重要な論点と言える。



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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版「円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～」
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版「FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～」
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版「内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～」
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版「ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～」
2017年10月5日	正規雇用の資金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版「ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～」
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版「ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～」
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのめどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリア取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～
2017年8月4日	週末版「ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～」
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版「メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～」
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版「日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～」
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく……～
2017年7月14日	週末版「ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～」
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリアの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版「ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～」
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーパ・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	プラートECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～