

みずほマーケット・トピック(2020年11月17日)

日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～

ワクチン報道に株式市場は沸いているが、米10年金利は0.90%近傍での推移を継続。ワクチン開発は吉報だが、それを受けて実体経済が復調し、金融政策が正常化するまでにはラグがある。動かない米金利は未だ実体経済や金融政策がアフターコロナを見通すことのできないという事実の表れだろう。実体経済と言え、日米欧三極のQ3成長率が出揃っている。いずれもロックダウンを経験し深く沈みこんだ4～6月期からのジャンプアップが取り沙汰されているが、こうした前期比の議論はあまり付加価値が無い。多くの人々が関心を抱くのは「コロナ以前の実体経済にはいつ戻れそうなのか」という点。その意味では季節調整前の数値を用いて前年比の議論をすべき。いずれの国・地域もQ2、Q3は前年割れである。過去半年間で騒いだ急落や急騰は所詮、(前年と比較した)水面下での出来事。米金利の継続的な上昇やこれに応じたドル買いに加え、前年比で見たGDPの成長率のプラス転化などはアフターコロナに踏み込む兆候。

～ワクチン報道でもやはり金利水準変わらず～

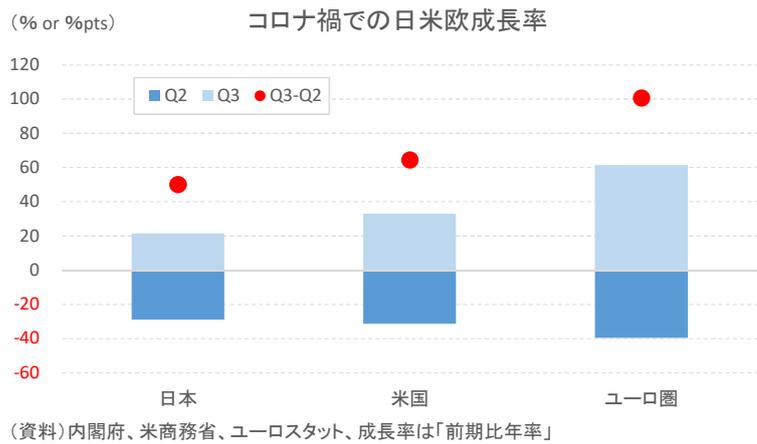
昨日、先週9日に米大手製薬会社が新型コロナウイルスに対する有効なワクチン治験結果を発表したことに続き、別の米製薬会社も最終治験で同様に高い有効性が得られたことを発表した。NYダウ平均株価は先週末比+470ドルの29950ドルと史上最高値を再び更新している。ここまでは違和感のない動きだ。しかし、米10年金利は0.90%近傍での推移を続け、ドル/円相場は一時的に上昇したものの直ぐに104.50円まで折り返してしまった。昨日の本欄では「株高を仔細に見たところで『ワクチン報道がゲームチェンジャーになったのか』を検討する上では何の参考にもならない」、「米金利とドルが相互連関的な上昇に至らない限り、ワクチン報道をゲームチェンジャーと評価し、アフターコロナの相場が始まったと考えるのは難しい」と論じたが、やはりその解釈が正しいのではないかと思わせる相場つきである。ワクチン開発は吉報に違いないが、それを受けて実体経済が復調し、金融政策が正常化するまでにはラグがある。金融政策は実体経済の現状と展望に割り当てられるものゆえ、当然利上げや量的緩和の撤回は相当先になる。裏を返せば、そういった低金利情勢の継続が概ね約束されているからこそ、悲惨な実体経済でも株高なのだろう。

～日米欧三極の成長率をおさらい～

実体経済と言え、昨日の日本の発表をもって日米欧三極の7～9月期(以下Q3)実質GDP成長率が出揃った。いずれの国・地域もロックダウンを経験し深く沈みこんだ4～6月期(以下Q2)からのジャンプアップが取り沙汰されており、例えば日本のQ3成長率は約52年ぶりの成長率とのヘッドラインが踊っている。なお、基本的なことに言及しておくが、筆者はQ2やQ3のような「特殊な時期」を前期比年率換算で派手に見せようとする風潮には強い違和感を覚える。前期比年率は文

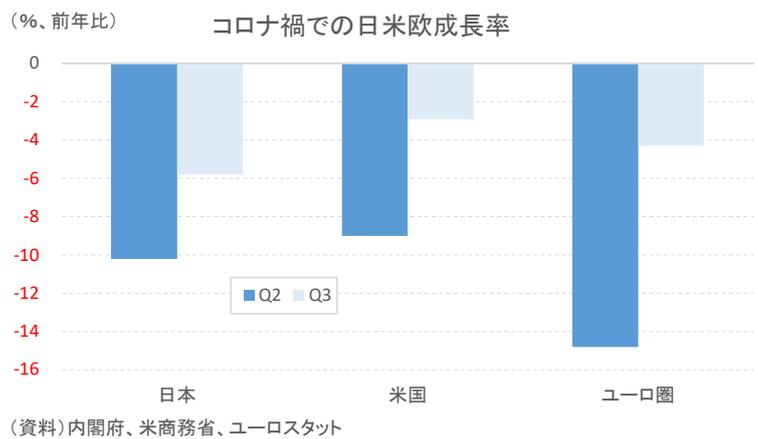
字通り瞬間風速に過ぎない。あくまで「このまま走ればこの仕上がりになる」という計数であり、尺度としては平時に使うことが推奨されるものだろう。いや、平時であってもある四半期で実現した成長率その後の3四半期通じて横ばいで推移することは非常に稀であろう。数字が派手になることから前期比年率が報道では好まれやすいが、現状を過大ないし過小評価しかねないので積極的に使うべきではないというのが筆者の立場だ。

「Q2に負った深手がQ3にどれくらい回復したのか」を知りたければ単純に前期比で見れば良い話であろう。とはいえ、各種報道は基本的に前期比年率を使用していることから、読者にとって「見慣れた実績」は前期比年率ということになるだろう。適切ではないと感じつつ、図では日米欧のQ2およびQ3の実質GDP成長率に関し前期比年率とその差について示している。Q2の急落も、Q3の急騰もユーロ圏が最も大きい。結果として算出される「取り戻した幅(Q3-Q2)」もユーロ圏が頭1つ抜け出ており、こうした成長率の相対的な高さが堅調なユーロ相場に寄与している可能性については過去の本欄でも繰り返し論じた。一方、日本は欧米対比で感染状況が抑制されていたにも拘わらず、成長率の戻しが一番小さい国になってしまった。直感的には非常に勿体ない経済活動の状態にあったのかもしれないと思わせる。



～結局は「前年割れ」であることに目を向けるべき～

しかし、あくまで上述は前期比の議論である。Q2の急落もQ3の急騰も想定された展開であり、その情報に大きな付加価値はない。それよりも多くの人々が関心を抱くのは「コロナ以前の实体经济にはいつ戻れそうなのか」という点であろう。その意味では季節調整前(原系列)の数値を用いて素直に前年比で見た方がコロナ前と比較したダメージ、そして正常化までの距離感は掴みやすいと思



われる。図に示されるように、Q2もQ3も前年割れであることは変わりはない。その意味で過去半年間で騒いだ急落や急騰は所詮、(前年と比較した)水面下での出来事だったという話でもある。

かかる状況下、10～12月期(Q4)以降、あらゆる政策効果が出尽くした上で迎える冬場の本格的な感染拡大をどう乗り切るかという状況が今である。既に欧州ではロックダウン再導入の流れが始まっているが、やはり春先のような経済活動の全面停止という判断には至っていない。实体经济の前年割れが常態化している以上、完全な経済活動制限は不可逆的なダメージを与える政策とし

て忌避されるのだろう。ワクチン報道が矢継ぎ早に打ち込まれる中、株式市場を中心にこれをゲームチェンジャーとしてアフターコロナを囁し立てる動きは今後ますます増えてくるはずだ。前期年率で見た高い成長率はそうした機運をさらに後押しするはずである。だが、本当に自信を持ってアフターコロナと言えるような局面では前年比で見た成長率が恒常的にプラスに転じているものだろう。昨日の本欄でも議論した米金利の継続的な上昇やこれに応じたドル買いに加え、前年比で見たGDPの成長率のプラス転化などをアフターコロナに踏み込む兆候としてウォッチしておきたい。

市場営業部・金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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.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
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフタートラブに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕事～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・プレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見直し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見直しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	プレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか？
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」回復を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)
	香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなるドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～