

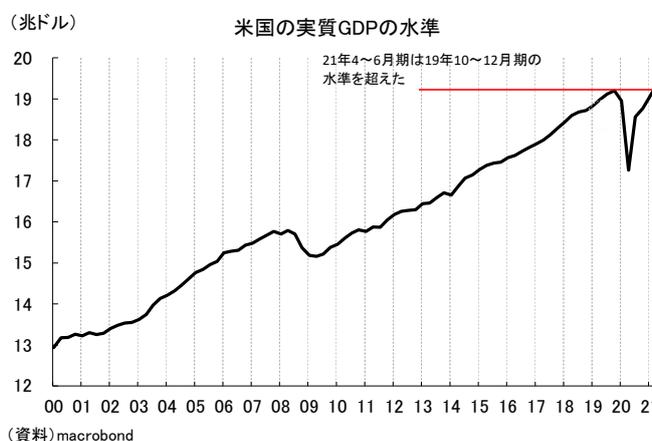
みずほマーケット・トピック(2021年8月2日)

アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期 GDP

4～6月期 GDP は米国およびユーロ圏ともに極めて高い伸び率を実現。米国は金額ベース(実質)で2019年10～12月期の水準を突破。名実ともにコロナ以前の水準を回復した格好。成長率は下振れこそしたものの、在庫取り崩しや輸入増加の結果であり、個人消費はむしろ加速している。FRBの正常化プロセスを阻害するような材料とは言えず。片や、ユーロ圏も力強く、4～6月期の成長率は米国を超えた。ECBやIMFの見通しによれば、今年末にはコロナ以前の水準を回復する見通し。欧米にとって2021年は節目の年。もちろん、各種変異株の感染拡大はリスク。だが、感染の落ち着きを捉えて行動規制を解除し、その上で消費・投資意欲をふんだんに発露させるというメリハリの利いた実体経済状況はコロナ禍ではあるべき姿。「成長できる時にする」というのが最も合理的な行動。片や、日本経済は4～6月期も前期に続いてマイナス成長の可能性否めず。医療体制の議論は頑として進む気配がなく、もはや「日本だけコロナが終わらない」は絵空事ではない印象。こうした認識の下、資産価格の見通しを議論すべき。

～米国は名実ともにコロナ以前の水準に回復～

先週は米国およびユーロ圏で4～6月期GDPが公表されている。実質GDP成長率(%、前期比年率)に関し、米国は+6.5%、ユーロ圏は+8.0%と極めて高い伸び率を実現している。米国に関しては市場予想の中心(同+8.4%)を下回ったものの、金額ベース(実質)では19兆3582億ドルと2019年10～12月期の19兆203億ドルを突破している。名目ベースでは既にそうした状態に至っていたが、これで名実ともにコロナ以前の水準を回復した格好である(図)。成長率



の下振れは在庫取り崩しや純輸出のマイナス(≒内需が強く輸入が増加)になったことの結果であり、肝心要となる個人消費は前期の+11.4%という極めて高い伸びから+11.8%へとさらに加速している(成長率に対しては+7.8%ポイントのプラス寄与)。そもそも全体の仕上がりも昨年10～12月期から「+4.5%→+6.3%→6.5%」と順当に加速しているので、過度に悲観する必要はない。FRBの正常化プロセスを阻害するような材料とは言えず、本欄の基本シナリオにも影響はない。

～欧米にとっては2021年は節目の年～

片や、ユーロ圏も力強い動きを見せている。上述の通り、前期比年率+8.0%の成長率は米国より

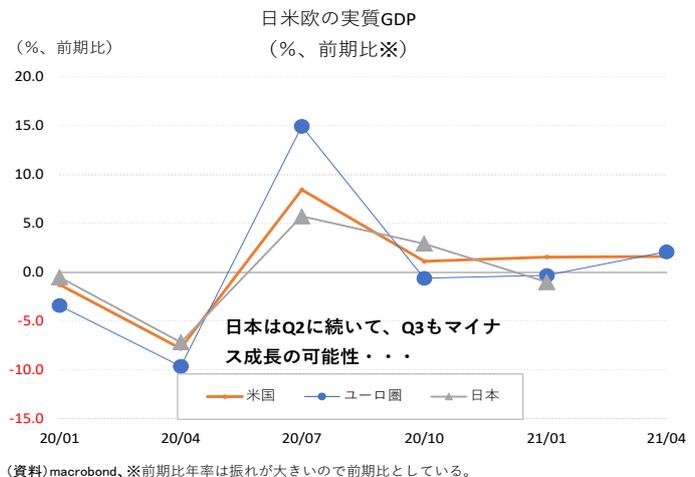
も高いもので、3 四半期ぶりのプラス成長復帰となる。すなわちテクニカルリセッションをこれで脱却したことになる。4 月以降、域内各国ではワクチン接種および行動規制の解除が順当に進み、恐らくは 7～9 月期も同様の軌道を辿ることになりそうである。需要項目別の動きは 2 次速報値(8 月 17 日公表)を待つ必要があるものの、行動制限解除に伴ってサービス消費を中心として個人消費が伸びたことは想像に難くない。ちなみに最新の ECB スタッフ見通し(6 月改訂)および IMF 見通し(7 月改訂)によれば 2021 年は+4.6%であり、それが現実になれば、今年末には 2019 年 10～12 月期の水準を回復することになる。米国もユーロ圏も GDP という象徴的な計数において名実ともにコロナ以前の水準を回復する 2021 年は 1 つの節目と言って差し支えないだろう。



～メリハリのある欧米経済～

もちろん、欧米共にデルタ株(やこれに追随する各種変異株)の感染拡大がリスクであり、予断を許さない状況にあることは確かである。しかし、感染が落ち着いているタイミングを捉えて行動規制を解除し、その上で消費・投資意欲をふんだんに発露させるというメリハリの利いた実体経済状況はコロナ禍ではあるべき姿だろう。いつ何時の変異種拡大の影響から行動規制を強いられるか分からない情勢であるからこそ、「成長できる時にする」というのが最も合理的な行動ではないだろうか。片や、日本の 4～6 月期 GDP は 8 月 16 日まで発表されないが、日本経済研究センターの「ESP フォーキャスト調査(7 月分)」によれば前期比年率+0.19%の横ばいが予想されている。1～3 月期も 4～6 月期も緊急事態宣言(もしくはまん延防止等重点措置)で内需が抑圧されているのだから、横ばいというのは腹落ちする結果である。

しかし、既報の通り、日本政府は 8 月 2 日から緊急事態宣言の対象に埼玉、千葉、神奈川、大阪の 4 府県を追加し、飲食店の酒類提供を一律停止とした上、北海道、石川、京都、兵庫、福岡の 5 道府県には宣言に準じる「まん延防止等重点措置」を適用している。7 月分の ESP フォーキャスト調査の回答期間は「2021 年 6 月 28 日～7 月 5 日」であり、感染急増を受けた規制対象地域拡大は織り込んでいない。調査段階でも回答者 37 人中 14 人がマイナス成長を見込んで



いたことを踏まえれば、4～6 月期も日本だけがマイナス成長(2 四半期連続なのでテクニカル・リセッション)に陥るといった可能性は否めない。大変厳しい表現になるが無様としか言いようがない構図

である(図)。同調査では7～9月期は同+4.9%まで成長が戻ると予測されているが、最低でも同期の3分の2が緊急事態宣言期間になることが確定である中、相当幅をもって見ておく必要がある。

～円相場見通しは「日本の弱さ」を念頭に作るべき～

繰り返しになるが、海外事例を見ても分かるように、いくらワクチン接種を進めても感染それ自体を防ぐことはできない(インフルエンザと同様である)。しかし、重症者や死者を減らすことはできる。欧米はそれで行動制限を解除して経済を走らせる決断をしている。日本も類似の方向性を目指す論調が見え始めているものの、人口1400万人を擁する首都東京の医療体制が100人も満たない重症者で崩壊する(らしい)のだから欧米路線の踏襲は難しそうである。医療体制の効率的な活用は1年前から叫ばれていることだが、何故か改善しないことが既定路線になっている。それがどうしてなのか筆者は論じる立場にはない。だが、「[そうだとすれば、「日本だけコロナが終わらない」は絵空事ではないという覚悟は必要である。それは既に成長率の現状と展望に表れているし、株式市場や為替市場では日本を回避する動きが明確に出ている¹。かかる状況を認識した上で円相場見通しも「日本の弱さ」を念頭に策定すべきだと筆者は考えている。](#)ドル高を見通すことは元より、円はドルを筆頭とするあらゆる通貨に勝てないというのが予測期間中の基本シナリオだと考えている。

市場営業部兼金融市場部
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。

¹ 株式・為替市場で日本を回避する動きが線目身になっている状況に関しては本欄2021年7月28日号『1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢』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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	「人負け」が鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見直し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は?
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
2021年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月11日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月8日	ワクチン追い風に盛り返すドイツと党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
2021年5月19日	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策?～
2021年5月18日	ECBのテーバリングはあるのか?
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか?
2021年5月12日	運動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイェレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか?
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イェレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに?
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目?～ハイライトは4～6月期か?～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英債券急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡」に映った自分 IIに惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)