

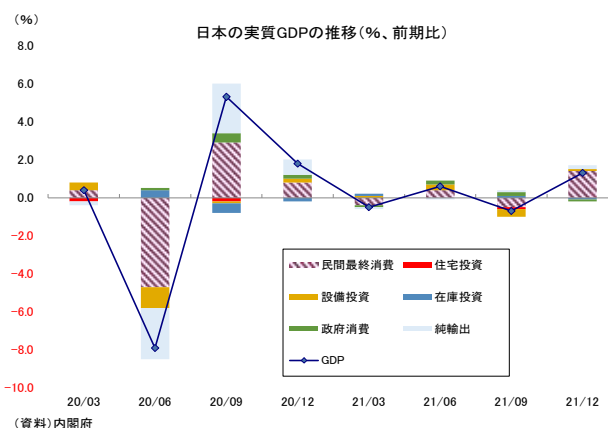
みずほマーケット・トピック(2022 年 2 月 15 日)

本邦 10～12 月期 GDP を受けて～依然大きな内外格差～

本邦 10～12 月期 GDP は 2 四半期ぶりのプラスを記録。成長の大宗はサービス消費によるものであり「行動規制がなければこのくらいの消費・投資意欲が期待できる」ということを顕著に示した。同時に行動規制が復活した 1～3 月期はこの正反対の結果が出るはずであり、マイナス成長への回帰を予想する声もある。安易な行動規制はリスクとリターンが見合っていないはずだが、政治的には「支持率が崩れない」というはっきりとしたリターンがあるだけに、今後も行われるだろう。欧米諸国は既にコロナ前水準を超えるか、超えていなくても肉薄している。この点、日本は 19 年 7～9 月期への回帰が正常化になるはずだが、依然▲3%程度も下振れている。日本の劣後はかなりはっきりしたものであり、これが為替・株式市場における「日本回避」の真因と考えたい。為替市場は成長率の仕上がりで通貨の強弱を規定するほど単純な世界ではないが、パンデミック下ではその単純さが概ね成立。この状況を打破できるのはドル/円相場の 120 円超えや REER ベースの史上最安値更新など「シンボリックな円安進行」くらいではないか。

～垣間見えた行動規制の威力～

今朝、内閣府が発表した本邦 10～12 月期 GDP(1 次速報値)は物価変動の影響を除いた実質の季節調整値で前期比+1.3%、前期比年率+5.4%と 2 四半期ぶりのプラスを記録した。10～12 月期は新型コロナウイルスの感染拡大が抑制され、殆どの行動制限が解除されていた期間である。需要項目別に見ると、前期比+1.3%のうち、民間最終消費が+1.4%ポイント、より具体的にはサービス消費が+1.1%ポイントと大宗を占めている。行動制限の影響を最も受ける宿泊や飲食な



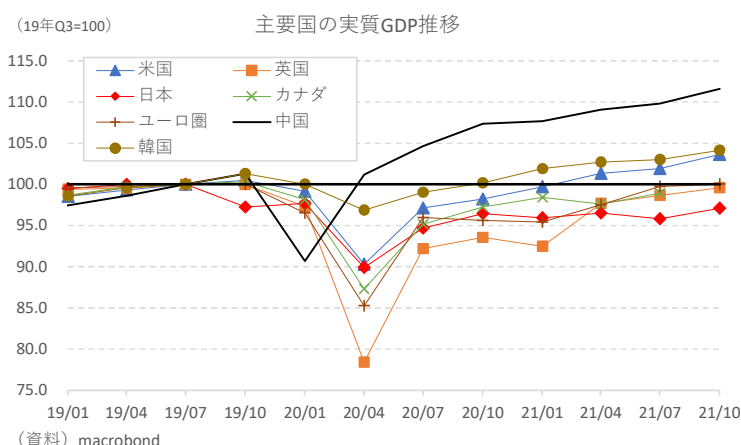
などを筆頭に 10～12 月期のサービス産業が活況を呈したことは想像に難くない。要するに「行動規制がなければこのくらいの消費・投資意欲が期待できる」ということを示した結果と言える。同時に行動規制が復活した 1～3 月期はこの正反対の結果が出るはずであり、マイナス成長への回帰を予想する声もある。安易な行動規制は大した感染抑止効果もない一方、確実に成長を犠牲にすることが見えており、リスクとリターンが全く見合っていないはずだが、政治的には「支持率が崩れない」というはっきりとしたリターンがある。今回の波が収まっても、日本だけは同じことを繰り返すだろう。

～主要国の GDP 比較～

これで主要国の 10～12 月期 GDP が出揃ったことになる。実質 GDP の水準に関し、パンデミック

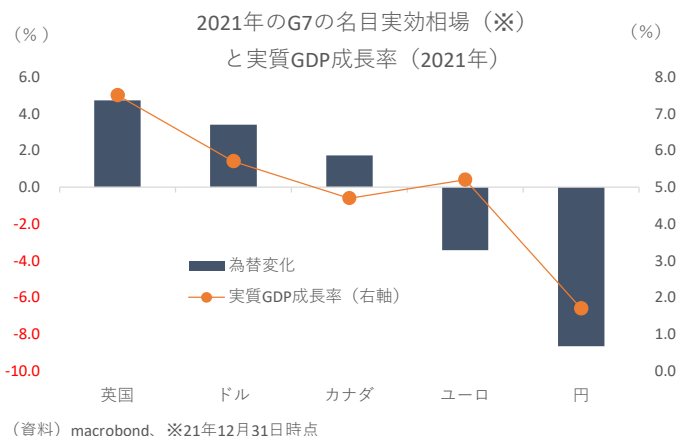
直前(2019年10～12月期)と2021年10～12月期を比較した場合、米国では約+3%上回っており、ユーロ圏では概ねイーブン(+0.03%)まで回復している。そのほかドイツは▲0.5%、フランスは+0.9%、英国は▲0.4%とまちまちだが、概ねコロナ前水準に肉薄している。この点、日本も▲0.2%まで迫っており、大差ないように思える。だが、日本にとってコロナ直前とは2019年10～12月期ではないことに注意が必要である。

日本の2019年10～12月期は消費増税と多数の死者を出した台風19号(共に2019年10月)の影響で前期比▲2.8%と約11年ぶりの低成長を記録した時期である。この時点の水準に戻ることを「正常化」と表現するのは適切ではない。そこで2019年7～9月期を基点として主要国の実質GDPの推移を見たものが図となる。2019年7～9月期と比較すれば、2021年10～12月期は▲3%程度下振れている。図示されるように、日本の劣後はかなりはっきりしたものと言わざるを得ない。これが為替・株式市場で見え隠れする「日本回避」の真因に思える。



～恐れているものが違い過ぎる日本と世界～

為替市場は成長率の仕上がり通貨の強弱を規定するほど単純な世界ではない。しかし、パンデミック下ではその単純さが概ね成立している(図)。今や、日本以外のG7諸国は全て「行動制限よりも経済正常化→実質GDP成長率の復元→供給制約もあって物価は上昇→賃金も上昇→金融政策は正常化」の経路に入っており、各通貨は実効ベースで押し上げられている。上述したように、既にパンデミック以前のGDP水準を回復している海外経済と、約3%も縮んでいる日本経済では見えている景色が違い過ぎる。



実体経済が違い過ぎるため、抱く問題意識も必然的に異なる。現在、世界が最も恐れているのは「インフレが制御不能になること」であり、これに対して「一刻も早く金利を上げたい」という意欲が滲み出ている。ゆえに、円以外の通貨の強弱は各国間の成長率やそれに伴う金融政策格差を慎重に比較して見極める必要がある。例えばユーロ/ドル相場に関して言えば、未だ正常化プロセスの織り込み余地が大きそうなECBとそうではないFRBの力関係は今後の展開が読みづらい。また、ポンド/ドル相場に関して、正常化プロセスの先頭を行くイングランド銀行とこれを追走するFRBをどのように比較検討すべきかという問題がある。インフレ高進という共通の問題意識を持ち、経済・

金融情勢が出口に向かおうとする通貨同士ではその強弱関係も予想が難しい。

一方、日本が最も恐れているのは依然「新規感染者数が増えること」であってインフレではない。恐らく今の波が終わっても「第 7 波」の兆しが見られれば、日本は過去 2 年と同じことを繰り返すだろう。好調だった 10～12 月期 GDP が示すように、同時期には感染が殆ど抑えられていたが、結局病床拡充など抜本的な措置は取られなかった。この時期に取られなかったのだから今後も期待すべきではないだろう。この点、新型コロナウイルス感染症対策分科会（以下分科会）が出口戦略の検討を始めたとの報道も見られ、一縷の望みも抱かれるが、筆者は期待していない。というのも、コロナ分科会を実質的に司るであろう政府・与党が「厳格なコロナ対策が支持率を高める」という思惑で意思決定を下すという状況に変化が見られないからである。この部分が変わらない以上、従前と異なる展開はどうしても期待しづらい。それはゼロリスクを志向する日本社会の気質にも関わる話であり、だからこそ変化は難しいと考える。

～「シンボリックな円安進行」が為政者へのアラームに～

かねて本欄で論じているように、この状況を打破できるのは円安進行による痛みしかないように思える。諸外国とここまで差がついている GDP の状況はどう考えても日本固有の挙動が関連しているし、実質実効相場 (REER) ベースで円の価値が史上最低まで落ち込んでいることも同様である。「①GDP の弱さ→②円安→③インフレ→④景況感悪化」という状況が極まれば、「厳格なコロナ対策で支持率が上がる」という思惑も薄れ、「コロナ対策よりも経済正常化が重要」という意識変化が起きるのではないか。いや、もはや日本経済の突破口はそれくらいしか考えられない。為替市場で言えば、ドル/円相場の 120 円超えや REER ベースの史上最安値更新など「シンボリックな円安進行」が為政者へのアラーム機能となるかに注目したいところである。

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
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルト政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰報報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試験に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本邦の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず