

みずほマーケット・トピック(2022年3月18日)

内容 1. 為替相場の動向

2. 来週の注目材料

3. 本日のトピック: GDP デフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～

1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は一時119円を上抜けた。週初14日、117.55円付近でオープンしたドル/円は米長期金利が急上昇したことに加え、日経平均株価や欧米株の堅調推移にサポートされ続伸し、米国時間には118円台前半まで上昇した。15日、ドル/円は米長期金利上昇に伴うドル買いに上値を伸ばすも、中国株の大幅下落やロシアがヘルソン州を制圧したとのヘッドラインにリスク回避の動きが加速し、一時117円台後半まで急落しその後も上値重く推移した。16日、ドル/円はFOMCを直前に控え118円台前半での様子見の展開。FOMCでは予想通り+25bpsの利上げに加え、2022年に計7回の利上げを行う方向感が示されたことで米長期金利が急上昇し、ドル/円は年初来高値の119.13円を付けた。その後は伸び悩み、118円台後半まで反落。17日、ドル/円はFOMCを通過し追加材料に欠けて、米金利の低下を見ながらじり安の展開で118円台前半まで軟化した。海外時間発表の米2月フィラデルフィア連銀景気指数等、複数の米経済指標の良好な結果に118円台後半まで上昇。本日のドル/円は118円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半に高値をつける展開。週初14日、1.0935付近でオープンしたユーロ/ドルはオープン後に下げ幅を拡げ一時週安値の1.0900をつけるも、ロシア・ウクライナを巡る平和交渉への期待感からリスク回避の動きが後退、欧州株の堅調推移が支援材料となり1.09台後半まで急上昇した。その後は米金利上昇に伴うドル買いに押され1.09台前半まで反落した。15日、ユーロ/ドルはじり高に推移し、欧州時間に1.10台前半まで上値を切り上げた後、米長期金利上昇に伴うドル買いに押され再び1.09台前半まで下落、上値の重い展開となった。16日、ユーロ/ドルはタカ派的なFOMCの結果や米金利上昇を受けて一時1.09台前半まで下落するも、その後は、欧州株の堅調推移やポジション調整によるドル売りから1.10台後半まで反発した。17日、ユーロ/ドルは米長期金利の急低下やポジション調整によるドル売りが支援材料となり週高値の1.1137まで急伸。その後は複数の米経済指標の良好な結果にドル買いが進み、1.10台後半まで値を下げた。本日のユーロ/ドルは1.11付近での取引となっている。

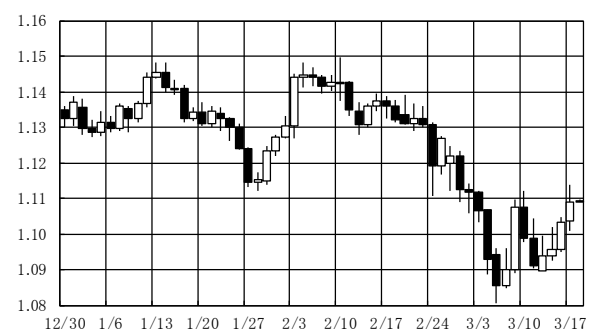
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		3/11(Fri)	3/14(Mon)	3/15(Tue)	3/16(Wed)	3/17(Thu)	
ドル/円	東京9:00	116.18	117.53	118.22	118.31	118.88	
	High	117.35	118.21	118.45	119.13	119.02	
	Low	116.12	117.30	117.70	118.17	118.37	
	NY 17:00	117.30	118.20	118.29	118.75	118.60	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1014	1.0933	1.0945	1.0968	1.1021	
	High	1.1043	1.0994	1.1020	1.1047	1.1137	
	Low	1.0902	1.0900	1.0927	1.0950	1.1009	
	NY 17:00	1.0907	1.0940	1.0955	1.1037	1.1093	
ユーロ/円	東京9:00	127.94	128.43	129.40	129.85	131.02	
	High	129.00	129.70	130.01	131.03	131.86	
	Low	127.70	128.09	129.34	129.62	130.73	
	NY 17:00	127.95	129.29	129.53	131.02	131.53	
日経平均株価		25,162.78	25,307.85	25,346.48	25,762.01	26,652.89	
TOPIX		1,799.54	1,812.28	1,826.63	1,853.25	1,899.01	
NYダウ工業株30種平均		32,944.19	32,945.24	33,544.34	34,063.10	34,480.76	
NASDAQ		12,843.81	12,581.22	12,948.62	13,436.55	13,614.78	
日本10年債		0.18%	0.19%	0.21%	0.20%	0.20%	
米国10年債		2.00%	2.14%	2.15%	2.19%	2.17%	
原油価格(WTI)		109.33	103.01	96.44	95.04	102.98	
金(NY)		1,985.00	1,960.80	1,929.70	1,909.20	1,943.20	

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、本日 18 日(金)に 2 月中古住宅販売件数、23 日(水)に 1 月新築住宅販売件数の発表を控える。1 月の中古住宅販売件数(季節調整値、年換算)は 650 万件で前月比+6.7%と増加に転じ、市場予想の同▲1.3%を大幅に上回った。在庫月数(在庫件数÷販売件数)は 1.6 か月と過去最低を更新した 12 月を更に下回る水準となった。全米不動産協会(NAR)によれば将来的な利上げが確実視される中、住宅ローン金利上昇を見越した購入が増加した点を指摘した。一方、高価格帯の住宅ほど供給が増えているとの報告もあり、需要の強い物件が増加するかが当面の課題となる。また、新築住宅販売件数に関しては、▲4.5%となる 80.1 万件と減速となったものの高水準を維持。在庫月数は 6.1 か月と供給面については逼迫感が強くはないものの、販売価格中央値は前年比+13.4%と強い数字となっており、価格自体も中古住宅市場よりも 20%程度高いため、購入可能な層が限定されてきていることも考えられる。なお、ブルームバーグの事前予想では中古住宅販売件数の結果に関し、前月比▲6.2%の 610 万件、新築住宅販売件数については、同+1.8%の 81 万件としている。また、25 日(金)には住宅市況の先行指標となる 2 月中古住宅販売仮契約件数が公表される。
- 欧州では 24 日(木)にユーロ圏 3 月 PMI(速報)が発表される。2 月総合 PMI は 55.5 と 3 か月ぶりの改善となり、昨年 9 月以来の水準まで回復した。内訳を見ると、製造業が 58.2 でサービス業は 55.5 となった。双方とも域内におけるオミクロン株の感染拡大ピークアウトに呼応する格好で業況の改善が確認された。製造業に関しては新規受注指数や雇用指数などをはじめ堅調さを維持した。入荷遅延指数は引き続き高水準を維持しているものの、前月の数字からはやや減少しており供給制約の緩和が垣間見える内容となった。サービス業に関しても 3 か月ぶりの改善となった。域内各国は 2 月にオミクロン株拡大による行動制限措置の緩和に踏み切っており、こうした点がサービス需要の回復に繋がったとみられる。国別にみるとドイツ、フランスといった経済規模の大きな国での上昇が目立った。一方、3 月に関してはロシアのウクライナ侵攻による影響がより色濃く反映されると見込まれる。特に製造業部門では資源価格の高騰をはじめとする生産価格の上昇圧力の強まりが影響することも考えられる。なお、ブルームバーグの予想では 2 月の結果に関し、製造業、サービス業をそれぞれ 56.0、55.0 としている。

	本 邦	海 外
3 月 18 日(金)	・2 月全国 CPI ・黒田日銀総裁会見	・ユーロ圏 1 月貿易収支 ・米 2 月中古住宅販売件数
21 日(月)	_____	・米 2 月シカゴ連銀製造業活動指数
22 日(火)	_____	・ユーロ圏 1 月経常収支
23 日(水)	・1 月景気動向指数(確報) ・2 月工作機械受注(確報)	・米 2 月新築住宅販売件数 ・ユーロ圏 3 月消費者信頼感指数(速報) ・英 2 月 CPI
24 日(木)	・3 月製造業/サービス業 PMI(速報) ・2 月全国百貨店売上高	・ユーロ圏 3 月製造業/サービス業 PMI(速報) ・米 10~12 月期経常収支 ・米 2 月耐久財受注(速報) ・NATO 首脳会議
25 日(金)	・2 月企業向けサービス価格指数	・米 2 月中古住宅販売仮契約件数 ・米 3 月ミシガン大学消費者マインド(確報)

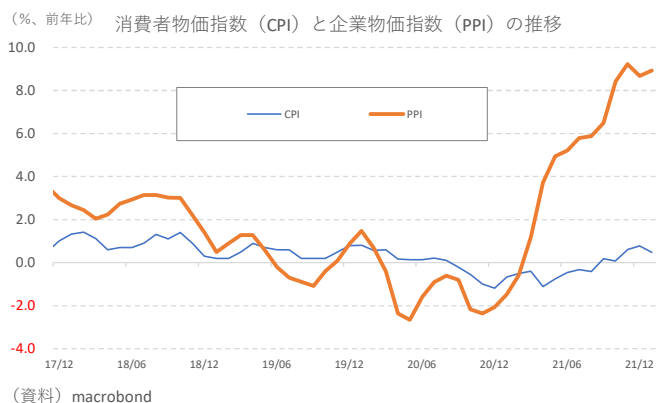
【当面の主要行事日程(2022 年 4 月～)】

ECB 政策理事会 (4 月 14 日、6 月 9 日、7 月 21 日)
 日銀金融政策決定会合 (4 月 27~28 日、6 月 16~17 日、7 月 20~21 日)
 FOMC (5 月 3~4 日、6 月 14~15 日、7 月 26~27 日)

3. GDP デフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～

CPI と PPI

原油価格の上昇は小康を得ているが、全世界的に物価上昇圧力が高まる状況は変わらず、当面は「不況下の物価高」、すなわちスタグフレーションがテーマとなりそうである。こうした中、日本の消費者物価指数（CPI）は未だ諸外国に比べて穏当な伸びに押えられている。過去の本欄でも議論したように、追加的なコストが企業部門で負担されやすい日本では企業物価指数（PPI）は高まっても、CPI の伸びは限定的なものになりやすい。これは日本経済全体で



「誰がコストを負担するのか」という問題であり、PPI と CPI のいずれかにインフレ圧力が偏っていることに善し悪しは付けられない。高まるインフレ圧力に関し、企業部門が負担すれば企業収益や株価が圧迫され、最終的に賃金は伸び悩む。当然、家計部門の消費・投資は伸びない。片や、企業部門が負担せずに価格転嫁を進めれば CPI は上昇するが、実質賃金が抑圧されるため、やはり消費・投資は伸びない。硬直的な雇用制度が問題視される日本では CPI の伸びほど柔軟に賃金が伸びることは考えにくい。

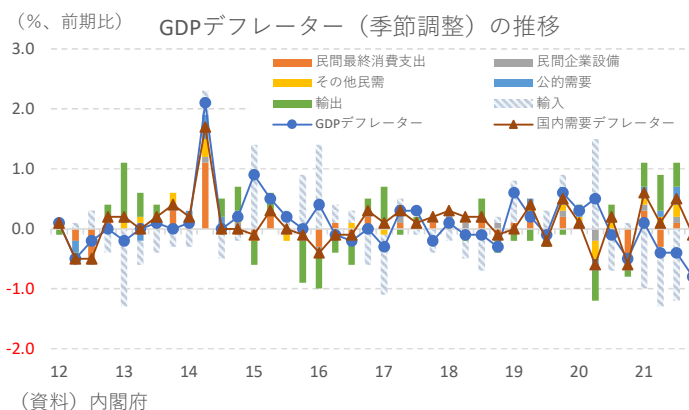
GDP デフレーターで見る「豊かさ」

こうした CPI や PPI は月次で発表される物価指標として耳目を集めやすいが、日本経済にまつわる「豊かさ」を掴む上では GDP と共に四半期に一度公表される GDP デフレーターを理解することが参考になる。GDP デフレーターは「名目 GDP 成長率 - GDP デフレーター = 実質 GDP 成長率」で用いられる計数であり、名目 GDP を実質化するために使用される物価指数である。

GDP デフレーターの成り立ちを理解することで、日本が苛まされてきた「デフレの正体」に迫ることはできるし、足許のように輸入物価が上振れている局面では尚の事、その問題点を可視化することができる。GDP デフレーターは「名目 GDP ÷ 実質 GDP」で定義される。GDP に関する「三面等価の原則」（生産、分配、支出、いずれの側面から算出した GDP も等しくなるという原則）に基づき「名目 GDP = 名目国内総所得 (GDI)」であることから「名目 GDP ÷ 実質 GDP」は「名目 GDI ÷ 実質 GDP」でもある。

非常にラフに言えば、名目 GDP が生産「金額」の概念であるのに対し、実質 GDP は物価変動を除去した生産「量」の概念である。そうだとすれば「名目 GDI ÷ 実質 GDP」で求められる GDP デフレーターとは「付加価値 1 単位を生産することにより得られる所得」の概念ということになる。直感的に、この上昇なくして、市井の人々が感じる「豊かさ」は改善するとは考えにくいだろう。

右図に示すように、過去を振り返れば、GDP デフレーターの下振れは主に輸入デフ

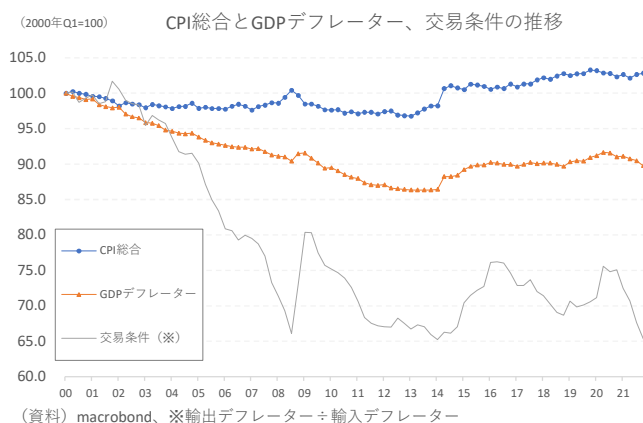


レーターの下振れによって引き起こされることが多く、それは原油を筆頭とする資源高が注目を集めていた局面と一致してきた。輸入デフレーターが相対的に上昇する局面はすなわち交易条件が悪化する（交易損失が拡大する）局面である。こうした関係性からも明らかなように、仮に GDP デフレーターが上昇すれば、それは輸入財の価格主導ではなく、あくまで国内財の価格主導でインフレが起きていることを意味する。いわゆる「良いインフレ」と言えば、こちらを指すだろう。こうした理解に基づくと、GDP デフレーターは「あらゆる物価に関する概念を包括する指標」と表現されやすいが、実際は輸入財の物価変動を加味しない以上、「国内要因に限定した物価の概念」と言った方が正確かもしれない。

GDP デフレーターで見る「豊かさ」

ここで CPI と GDP デフレーターの違いを確認する。諸外国に比べて抑制されているとは言え、日本の CPI も足許で上昇に転じているが、GDP デフレーターははっきり下落している。具体的に GDP デフレーターは昨年 4～6 月期から 10～12 月期まで 3 四半期連続でマイナスが続き、しかもマイナス幅が拡大している（前期比▲0.4%→▲0.4%→▲0.8%）。片や、CPI は昨年 4～6 月期こそマイナスだが、その後の 7～9 月期、10～12 月期とプラスに転じている（前期比▲0.5%→+0.5%→+0.2%）。CPI は今年 1～3 月期もほぼ確実にプラス幅を拡大させるだろう。これは輸入財の扱いの違いによるものである。

定義上、両者の差異を端的に示すと「CPI は国内消費を対象とし、輸入された財の価格も反映する一方、GDP デフレーターは輸出品を含む国内で生産された財の価格を反映する」という違いがある。冒頭、PPI の上昇は企業部門の負担を示すと述べたが、周知の通り、この過半は原材料価格、言い換えれば輸入財の価格に起因している。前掲図で見たように、GDP デフレーターの下落は輸入デフレーターに引きずられている。つまり、PPI 上昇と同様、GDP デフレーター下落も企業



部門の負荷が増していることを示唆している。CPI は輸入された財の価格も反映するので当然、上昇する。図示されるように、2000 年初頭を 100 とした場合、CPI（総合）に比べて GDP デフレーターは低迷が目立つ。この背景に輸入財価格の上昇による交易条件悪化があったことは殆ど疑いようがない。

「デフレの原因はインフレ」という理解

既に述べたように、GDP デフレーターは「付加価値 1 単位を生産することにより得られる所得」の概念であり、直感的にそれは日本人の感じる「豊かさ（ないし貧しさ）」に直結しそうである。それは俗に言う「デフレ」という感覚とも一致するだろう。一方、以上で述べてきたように、GDP デフレーターの低迷は資源価格上昇（を受けた輸入デフレーター上昇）に起因している。これらの事実をまとめれば「デフレの原因はインフレ」と言うこともできるだろう。正確には輸入財価格主導のインフレだが、それによって交易条件が悪化し、日本人の所得が海外へ流出することでデフレ感が強まっているということではないか。足許で起きているのは言うまでもなく輸入物価主導のインフレであり、円安相場もあいまって、交易条件の悪化は不可避の情勢である。年末時点で下振れが顕著になっていた GDP デフレーターは、日

本におけるデフレ感の強まりが今後さらに増大する公算が大きいことを示しているだろう。

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3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常態なのか?～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシスデミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
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～
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ヘ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～ショルツ政権の迷走～
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(いきなり外交的試練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～本当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