

みずほマーケット・トピック(2014年2月18日)

本邦 10～12 月期 GDP 統計に見る「実感なき景気回復」

所得環境の実質的な伸び悩みが本邦 10～12 月期実質 GDP を押さえたのだとすれば、やはり交易損失の拡大や、その結果としての GDP デフレーター伸び悩みは見逃せない。13 年 10～12 月期の交易損失は▲22 兆円と実質 GDP の 4%に相当し、これは旧系列を含め 1980 年以降で最大。交易損失により海外へ所得を垂れ流し続ける限り、「付加価値1単位を生産することにより得られる豊かさ」の概念である GDP デフレーターは伸びず、「実感なき景気回復」が演出され続ける。GDP デフレーターを改善させるためには①国内価格を引き上げる、②輸出価格を引き上げる、③輸入価格を引き下げることが必要だが、現実的には①に賭けるしかない。円安によるデフレ脱却シナリオをどうしても主張したいのであれば、電気・電子機器が輸出競争力を取り戻す方法と輸入価格が劇的に低下するような方法をセットで示す必要がある。

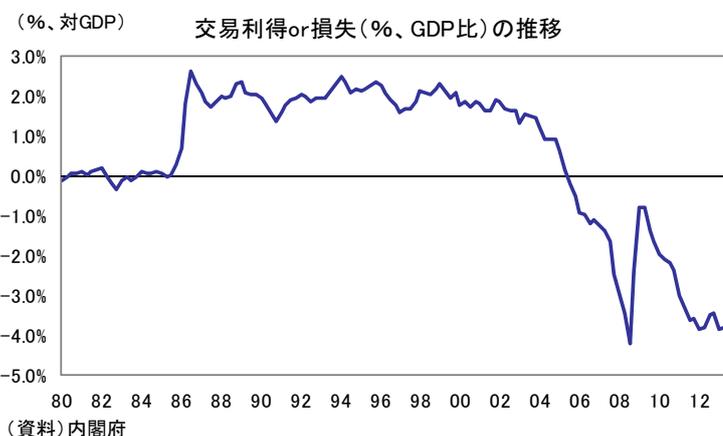
～本邦 GDP を受けた円買いは一時的～

昨日の為替相場は本邦10～12月期実質GDP成長率(速報値)が前期比年率1.0%増と市場予想の中心(同2.8%増)から大幅に下振れたことが材料視された。一時的に円の売り持ち高が巻き戻され、ドル/円は101.38円まで急落する場面が見られたものの、本日開催の日銀金融政策決定会合における追加緩和を期待する向きから本日午前中には102円付近まで値を戻している。

～GDP デフレーター伸び悩みこそ「デフレの正体」～

GDP 統計に関し、需要項目別の分析や見通しは既に報じられている通りであり、本日の本欄では逐一取り扱わない。直感的な印象としては、輸出の伸びが輸入の伸びを相殺しきれなかったこと、賃上げなき物価上昇が重なったことで思ったほど個人消費が伸びなかったことなどが響いた模様である。本来、駆け込み需要が発生し、成長率の上振れが期待される時期であっただけに、後者が攪乱要因となったのではないか。こうした動きは 1～3 月期(6 月 9 日公表)も想定され、駆け込み需要が思ったほど大きなものにならない可能性が出てきている。

所得環境の実質的な伸び悩みが 10～12 月期 GDP を押さえたのだとすれば、やはり交易損失の拡大や、その結果としての GDP デフレーター伸び悩みは見逃せない。2013 年 10～12 月期の交易損失は▲22 兆円と実質 GDP の 4%に相当し、この分、海外へ所得が流出したことを意味する。この実質



GDPの4%に相当する交易損失は、旧系列を含め、1980年以降で見ても最大である(図)。新たに明らかになった2013年暦年で見れば、GDPデフレーターは前年比▲0.6%で実に16年連続の下落という着地になった。今一度、GDPデフレーター下落の意味を整理しておきたい。

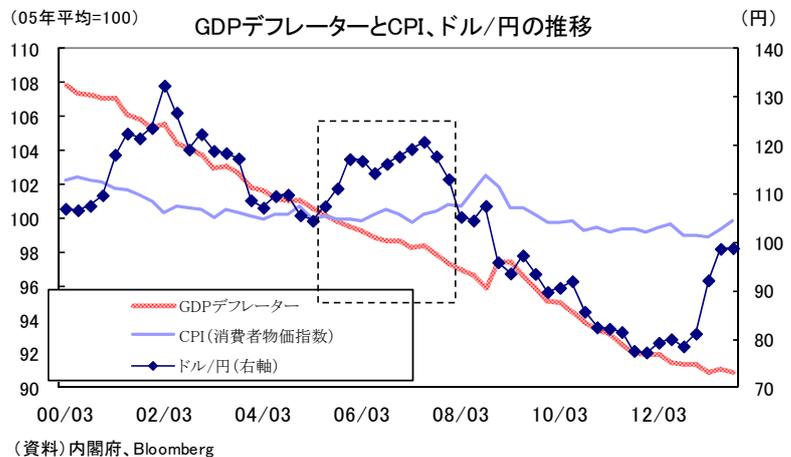
2012年11月にアベノミクスが取り沙汰されて以来、本欄では交易条件の悪化(=交易損失の拡大)に起因するGDPデフレーターの下落こそ「デフレの正体」であり、それは円安によりさらに悪化する可能性が高いと繰り返し主張してきた¹。報道で取り上げられるのは実質GDPの前期比及び前期比年率であり、GDPデフレーターはせいぜい「名目GDP成長率 - GDPデフレーター=実質GDP成長率」の関係を元に、名目GDP成長率に対する控除項目のような扱いである。だが、GDPデフレーターの成り立ちを理解すれば、なぜ景気回復に実感が伴わないのかも理解できる。

改めてGDPデフレーターの定義を示しておく、以下の通りである。なお、三面等価の原則に基づき、名目GDP(国内総生産)は名目GDI(国内総所得)に等しい。また、以降の議論を理解し易くするために実質及び名目のGDPそしてGDI、GNIの定義も付しておく：

- $GDPデフレーター = 名目GDP \div 実質GDP = 名目GDI \div 実質GDP$
- $名目GNI(国民総所得) = 名目GDP(国内総生産) + 海外からの純所得受取(=所得収支)$
- $実質GDI(国内総所得) = 実質GDP + 交易利得・損失$
- $実質GNI = 実質GDI + 海外からの純所得受取(=所得収支)$

実質GDPとは物価変動を除去した生産「量」の概念である。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、雑駁に言えば、「付加価値1単位を生産することにより得られる豊かさ」の概念ということになる。円安&株高によって輸出数量の減少幅が縮小(そして最近では極めて緩やかな増勢へ転化)し、駆け込み需要や資産効果を背景として設備投資が復調になる過程で、確かに生産「量」の概念である実質GDPは拡大する(直近四半期は減速したが、それでも4四半期連続での増加である)。だが、交易条件悪化に伴う海外への所得流出は実質GDPには反映されず、実質ベースならばGDI、より実感を重視するのであれば名目ベースのGDP(=GDI)を見る必要がある。要するにGDPデフレーターを算出するに当たって、分母の実質GDPは景気拡大を示唆する一方、より実感に近い分子の名目GDP(=GDI)は伸びてこないので、GDPデフレーターは下落するのである。これが「実感なき景気回復」の正体である。

「戦後最長の景気回復」と呼ばれた2002年1月～2008年2月の間、特に円安バブルと呼ばれた2005～2007年の間(図、点線四角部分)、確かに消費者物価指数(CPI)は上昇したが、その一方でGDPデフレーターは下がり続けた(図)。だからあの頃も「実感なき景気回復」と呼ばれ



¹ 例えば、本欄2013年4月25日号『GNIやGDIの大切さ～円安と巧く付き合うために～』をご参照ください。

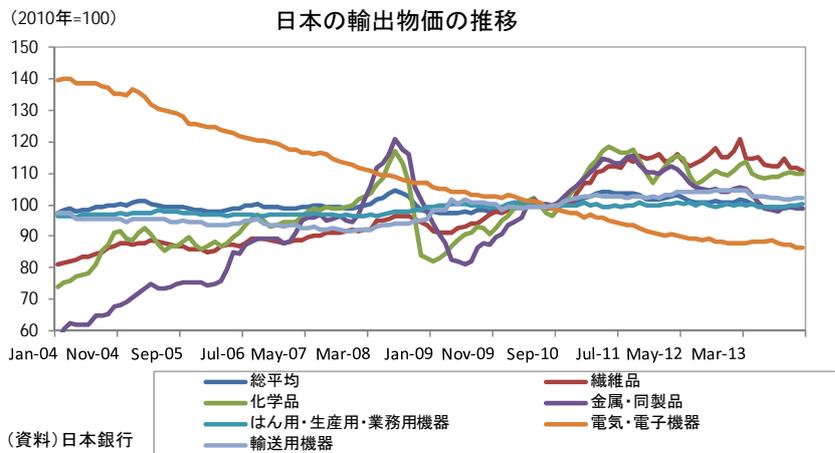
たのである。足許でも、CPIの上昇とGDPデフレーターの下落が併存しており、今のところ、良い予感はしない。

～GDPデフレーターを改善させる3つの道～

なお、GDPデフレーターはGDPの成り立ちに沿って算出されるため、「民間最終消費支出等デフレーター(※)+民間設備投資デフレーター+政府最終消費支出デフレーター+輸出デフレーター-輸入デフレーター」の各伸び率をウェイト付けして加減した結果でもある(※民間住宅投資と民間在庫投資を含む)。これは別の言い方をすれば、「国内価格+輸出価格-輸入価格」でGDPデフレーターが算出されているということでもあり、要するに交易条件(輸出価格÷輸入価格)の悪化がGDPデフレーターの悪化、ひいては国内から海外への所得流出を示すことが分かる。仮に、原油価格の上昇によって輸入価格が上昇する場合、過去10年の日本で顕著に見られているように国内価格への転嫁が進まない限り、GDPデフレーターは下落する。

ここまでの議論を踏まえれば、GDPデフレーターを改善させるためには①国内価格を引き上げる、②輸出価格を引き上げる、③輸入価格を引き下げるが必要なことが分かる(もちろん、①～③の複数個が同時に起きても構わない)。まず、日本が天然資源に乏しく、長い目で見れば円の先安観も強いことを踏まえれば③は現実的ではない。如何にシェールガス革命が進展しようとも、輸入価格の面から交易条件がプラスに転じるとの想定は楽観に過ぎる。

では②はどうか。日本経済の将来を考えれば、是非とも実現を期待したいシナリオだが、非常に長い時間が掛かるだろう。まずは、日本企業にとって明らかに不利と指摘されることの多い高い法人税や硬直的な雇用規制の是正に期待を寄せたいところだが、如何せんコストの安い近隣諸国が生産する工業品を輸出品の主軸に置く以上、劇的に輸出価格が上がることも考え難い。



事実、2007～2011年の強烈な円高を受けても、契約通貨(外貨)ベースで見た日本の輸出物価は殆ど上昇してこなかった。これは円高により生じる追加コストを現地価格へ転嫁できるほど競争力に余裕がなかったからだろう(逆に、最近の円安を受けても契約通貨ベースで日本の輸出物価が下がっていないのは、当時のコストを吸収する意味合いもあると推測される)。特に、輸送用機器や化学品、繊維品などの契約通貨ベース輸出物価は安定している一方で、電気・電子機器のそれは著しく下落しており、輸出物価全体ではどうしても上昇し難い構造にある(図)。むしろ、一部の競争力の高い業種のお蔭で輸出物価全体の底割れを何とか回避しているような印象を受け、ここから全体を上を持ち上げていくには電気・電子機器が往年の競争力を早急に復活させるシナリオが必要になる。近年の円安による追い風を踏まえれば可能性が無いとは言えないが、現時点でメインシナリオに置くのは厳しいと言わざるを得ない。

結局、残されたのは①であり、要するにリフレシナリオである。現に、日本の物価はじわじわと上昇しているのでこのシナリオで進んでいるようにも見えるが、GDP デフレーターが停滞しているということは、国内価格上昇を凌駕する交易損失が生じていることを意味する。円安による物価上昇シナリオは海外への所得流出を伴うという致命的欠陥を克服できない以上、デフレの正体であるGDP デフレーターを引き上げることが叶わないのである。円安によるデフレ脱却シナリオをどうしても主張したいのであれば、電気・電子機器が輸出競争力を取り戻す方法と輸入価格が劇的に低下するような方法をセットで示す必要がある。そうすれば GDP デフレーターの上向きと共に、懸案の賃金情勢も改善してくるだろう。

以 上

国際為替部
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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB、政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～プラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	ハイマン・ラッド・ブレンナーによる国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・プットの芽生え?～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を論じる時なのか?
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か?
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか?～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～懐かしく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石?～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ?
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて