

みずほマーケット・トピック(2014 年 11 月 17 日)

## 本邦 7～9 月期 GDP～続く所得面の悪化～

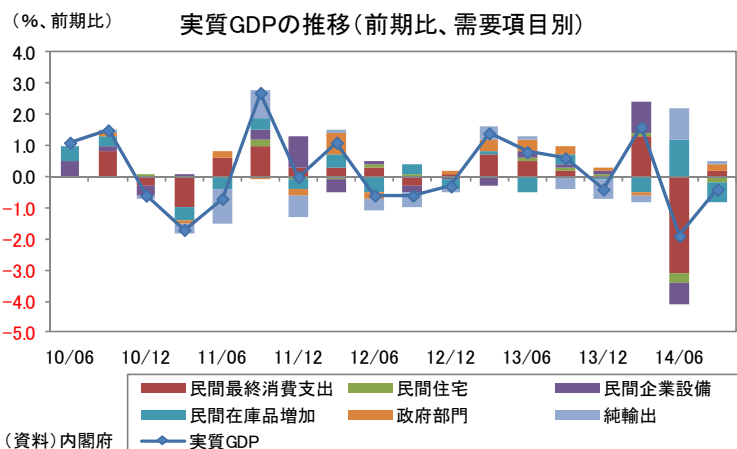
本邦 7～9 月期 GDP(1 次速報値)は前期比▲0.4%、年率▲1.6%となり、弱めのプラスを想定していた市場予想を更に下回るネガティブ・サプライズ。2 四半期連続のマイナスであり、テクニカルにはリセッションと見なされる状況に。需要項目別には個人消費、設備投資の内需 2 本柱が明確に弱く、やはり今の日本が向き合うべきは「増税の反動」ではなく「円安がもたらす実質所得の悪化」と考えるべき。実質 GDP は危機以前の水準を回復しているものの、実質 GDI は未だ危機後の水準を彷徨っており、家計部門における、本当の意味でのデフレ脱却はまだ遠い印象。なお、7～9 月期は単位労働コスト(ULC)の急伸も目立っているが、このような動きが継続した場合、企業は値上げという行動に出やすくなる。現状、身の回り品の値上げムードが続いているが、仮に ULC の騰勢が続いた場合、スタグフレーションの本格化も懸念シナリオとして持ち上がってくる。

### ～大きな節目は 124 円台？～

先週末の為替市場では米 10 月小売売上高の予想比良好な結果などを受けてドル相場が続伸しており、対円では一時円と 7 年 1 か月ぶりの高値を更新している。断続的に高値を更新するドル/円相場だが、敢えて注目すべき水準を挙げるとすれば 2007 年 6 月 22 日につけた高値 124.14 円(EBS、Bloomberg を参照)が大きな節目かと思受けられる。ここを超えた時に、2007 年 8 月以降で続いている円高局面が名実ともに終焉を迎えたことが意識されるのではないかと。

### ～本邦 GDP:テクニカル・リセッションへ～

ところで今朝方には注目された本邦 7～9 月期 GDP(1 次速報値)が公表されている。今年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.4%、年率▲1.6%となり、弱めのプラスを想定していた市場予想(前期比 0.5%増、年率 2.2%増)を更に下回るネガティブ・サプライズとなった(以下、特に明記しない限り前期比で議論する)。これで 2 四半期連続のマイナスであり、テクニカルにはリセッションに陥ったと見なさ



れる状況である。とはいえ、7～9 月期 GDP が注目されていたのはあくまで 2015 年 10 月の消費増税(8%→10%)に係る判断材料としてであって、増税見送り・解散総選挙が既定路線となった今、

この計数を議論することの意味は薄れているようにも思われる。むしろ政府・与党にとっては結果が予想以上に強くなるポジティブ・サプライズの方が、既定路線との捻れが生じ都合が悪かったのではないか。結果を受けてドル/円相場は従前の流れが強まり、一時 117 円台まで買い進められたが、直ぐに売り戻されており、一時 116 円を割り込む動きも見られている。

### ～民需が壊滅的に～

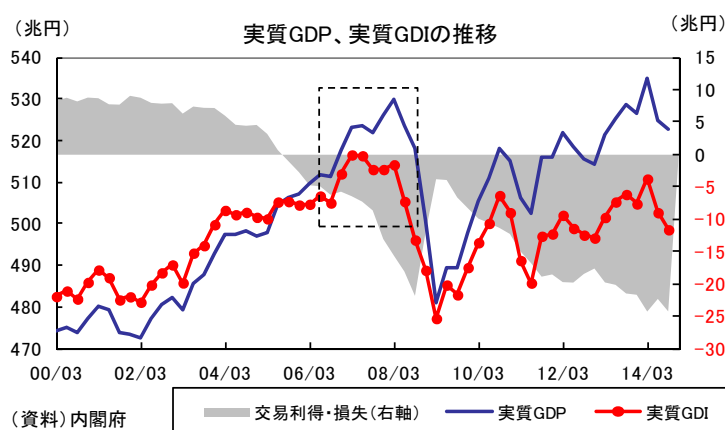
今年 8 月に 4～6 月期 GDP(1 次速報値)が公表された際、本欄では「個人消費の落ち込みは『駆け込み需要の反動』以上に落ち込んでいる」と述べた。こうした見方は量的・質的金融緩和(QQE)の効果を懐疑的と見る向きに共通していたものであり、今回の 7～9 月期 GDP の結果はそれを裏付けるような内容であったと言える。個人消費を筆頭とする民間需要(民需)の悪化はあくまで円安經由の輸入物価上昇により実質賃金が下落していることに原因を求めるべきであり、増税は一過性の下押し圧力と割り切るべきだろう。後述するように、今の日本が真剣に向き合うべきは「円安がもたらす実質所得の悪化」である。

GDP を需要項目別にみると(前頁図を参照)、個人消費、設備投資の内需 2 本柱が明確に弱い。民間最終消費支出は 0.4% 増と増加しているものの、1～3 月期の駆け込みが 2.1% 増、4～6 月期の駆け込み反動減が▲3.2% であったという経緯を踏まえれば、明らかに勢いを欠いている。なお、民間住宅投資に至っては▲6.7% と 4～6 月期の▲10.0% に続き大幅マイナスとなっているが、建築業を中心に人件費や資材等が高騰していることの影響なども反映されている可能性がある。公共事業の増勢が続く中で、民間の経済活動がクラウドイングアウトされている可能性は否定できず、政策的には住宅購入などへのサポートが検討される可能性を示唆する。

弱いのは家計部門だけではなく企業部門も同様である。民間企業設備投資は前期比▲0.2% となっており、4～6 月期が▲4.4% と深く沈んだことなどを思えば、物足りなさは否めない。円安が輸出数量を増やせないことのツケが明らかに設備投資の弱さに繋がっていると言える。「円安→輸出数量増→生産増→設備投資増」の好循環が機能していれば、これだけ円安になったことの恩恵はまず設備投資に現れるはずだが、残念ながらそのような構図にはなっていない。なお、今回の下振れを招いた主因の 1 つとして民間在庫品増加の成長への寄与度が▲0.6 ポイントとなったことも忘れてはならない。こうした家計・企業部門の状況を総合した民需合計では▲0.9% となっているが、その一方で公的需要は 0.7% 増と非常に堅調であり、結局、アベノミクスは財政出動に支えられた状態が辛うじて持続していると言わざるを得ない。

### ～続く所得面での悪化～

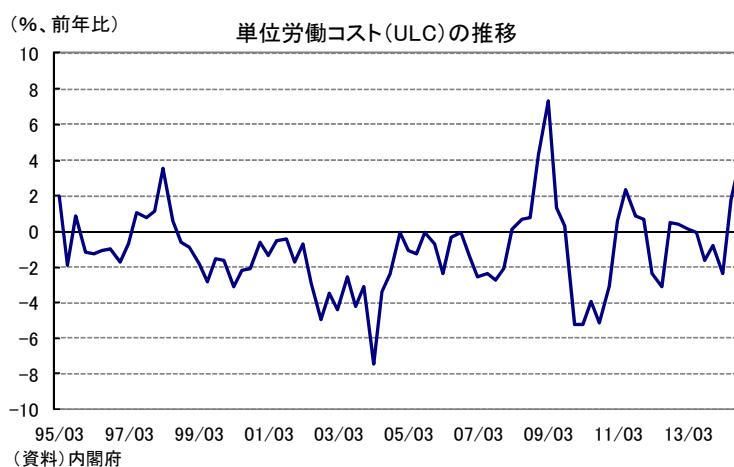
改めて得繰り返すまでもなく、国内の景気情勢は非常に悪い。それゆえ、消費増税の先送りに関しても元より法制化されている範囲内で景気弾力条項を援用し、堂々とそれを主張すれば解散総選挙は不要の情勢にも思われる。それでも解散総選挙に踏み切るのは、やは



り先行きの経済・金融情勢に関し、不透明化が強く、現状がピークとの認識があるからなのかもしれない。過去2年間、本欄では交易条件悪化(=交易損失の拡大)が日本経済の最大のテーマであると述べ、最近では為替相場見通しに関しても、円相場の均衡水準が切り下がっている可能性を示唆する材料として交易条件悪化を重視してきた。今回の発表を受けても主張したいことは変わらない。前頁図に示すように、生産面の測度である実質 GDP は危機後の水準を脱却できたが、所得面の測度である実質 GDI は未だ危機後の水準で彷徨っている。この差が交易損失であり、元より資源高で悪化していたところ、円安でさらに悪化したという格好になっている。換言すれば、海外への所得流出が著しい状況が続くことで、所得面で見た日本経済は立ち上がる兆しが見出せないという状況にある。家計部門における、本当の意味でのデフレ脱却はまだ遠いと言わざるを得ない。

### ～単位労働コスト(ULC)の急伸をどう読むか～

なお、7～9 月期は名目雇用者報酬を実質 GDP で割った単位労働コスト(ULC)が前年比 3.8%と2009 年1～3 月期以来の高い伸びとなった。ULC が突然跳ねる動きは強い外的ショックを受けて実質 GDP が伸び悩んだ時などに起こりやすいが、今回は実質 GDP の伸び悩みは言うまでもなく、名目雇用者報酬が伸びたことも注目したい。名目雇用者報酬は前年比 2.6%増と伸びているが、これは1997 年1～



3 月期以来の高い伸びとなる。税制変更の影響等もあるため四半期の動きを囃し立てるべきではない。だが、付加価値1単位を産み出すために必要な人件費である ULC が高くなるという状況が続くと、企業は値上げにより帳尻を合わせるという行動に出やすくなる。

思えば実体経済の悪化とは裏腹に、身の回り品の値上げムードは続いており、雇用・賃金情勢も需給ひっ迫を示唆するものが多くなっている。「2 年で 2%」の実現可否は脇に置いたとしても、人件費や原材料の騰勢に小康の兆しが見られない中で、果たして ULC が落ち着きを取り戻してくるのかも、今後の注目点である。仮に ULC の騰勢が続いた場合、スタグフレーションの本格化も懸念シナリオとして持ち上がってくる。

以 上

国際為替部  
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](mailto: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11月14日 | 週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)                        |
| 2014年11月11日 | 本邦9月国際収支統計などについて                                    |
| 2014年11月10日 | 【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂                               |
| 2014年11月7日  | 週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)                     |
| 2014年11月6日  | 当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス                            |
| 2014年11月5日  | ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～                                |
| 2014年11月4日  | 日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)                               |
| 2014年10月31日 | 週末版                                                 |
| 2014年10月30日 | FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)                           |
| 2014年10月28日 | カバードボンド購入額をどう読むか?                                   |
| 2014年10月27日 | 欧州ストレステストを受けて～本邦の勝負はこれから～                           |
| 2014年10月24日 | 週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)      |
| 2014年10月23日 | ECB社債購入を巡る3つの問題点                                    |
| 2014年10月22日 | 現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて                           |
| 2014年10月21日 | カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて                         |
| 2014年10月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)                         |
| 2014年10月17日 | 週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)                          |
| 2014年10月16日 | 昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～                        |
| 2014年10月15日 | 原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響                                |
| 2014年10月14日 | G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～                        |
| 2014年10月10日 | 週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)                     |
| 2014年10月9日  | FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて                           |
| 2014年10月8日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～                            |
| 2014年10月7日  | 経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて                              |
| 2014年10月6日  | 米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～                           |
| 2014年10月3日  | 週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)                       |
| 2014年10月2日  | 短観9月調査に見る円安コストの陰                                    |
| 2014年10月1日  | ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～                          |
| 2014年9月29日  | ドル高を阻むもの                                            |
| 2014年9月26日  | 週末版                                                 |
| 2014年9月25日  | 安倍首相発言や最近の株高などについて                                  |
| 2014年9月24日  | ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～                           |
| 2014年9月22日  | ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて                            |
| 2014年9月19日  | 週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～)    |
| 2014年9月18日  | FOMC(9月16～17日)を終えて                                  |
| 2014年9月17日  | ドル/円相場の水準感に係るヒント                                    |
| 2014年9月16日  | スコットランド独立についての論点整理                                  |
| 2014年9月12日  | 週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)                 |
| 2014年9月10日  | 官製相場となったユーロ相場への考察                                   |
| 2014年9月9日   | 円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～                          |
| 2014年9月8日   | 本邦7月国際収支統計などについて                                    |
| 2014年9月5日   | 週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)                 |
| 2014年9月4日   | 9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて                            |
| 2014年9月3日   | 105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～                          |
| 2014年9月2日   | 再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」                          |
| 2014年9月1日   | ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～                            |
| 2014年8月29日  | 週末版                                                 |
| 2014年8月27日  | 止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～                            |
| 2014年8月26日  | ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～                      |
| 2014年8月25日  | イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～                           |
| 2014年8月22日  | 週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)            |
| 2014年8月21日  | FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～                          |
| 2014年8月20日  | 本邦7月貿易収支などについて                                      |
| 2014年8月19日  | 最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～                         |
| 2014年8月18日  | ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～                            |
| 2014年8月15日  | 週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)         |
| 2014年8月13日  | 本邦4～6月期GDP1次速報値などについて                               |
| 2014年8月12日  | 「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化                          |
| 2014年8月11日  | 改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ                               |
| 2014年8月8日   | ECB理事会を終えて～量み掛けるような口先介入は焦りの表れ?～                     |
| 2014年8月7日   | ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題                             |
| 2014年8月6日   | ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～                          |
| 2014年8月5日   | BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて                         |
| 2014年8月4日   | ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～                          |
| 2014年8月1日   | 週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～) |
| 2014年7月30日  | ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感                                 |
| 2014年7月28日  | ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について                      |
| 2014年7月25日  | 週末版                                                 |
| 2014年7月24日  | 本邦6月貿易収支について                                        |
| 2014年7月23日  | 米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場                            |
| 2014年7月22日  | 格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～                        |
| 2014年7月18日  | 週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)                  |
| 2014年7月17日  | 『展望レポート』中間評価などについて                                  |
| 2014年7月15日  | 円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～                        |
| 2014年7月14日  | FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?                            |
| 2014年7月11日  | 週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)                |
| 2014年7月10日  | 巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論                              |
| 2014年7月8日   | 国際収支や対内外証券投資などから得られる需給イメージ                          |
| 2014年7月7日   | 「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状                         |
| 2014年7月4日   | 週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)            |
| 2014年7月2日   | フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化                                |
| 2014年7月1日   | ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～                          |
| 2014年6月27日  | 週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)           |
| 2014年6月26日  | 14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～                           |
| 2014年6月24日  | 強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～                       |
| 2014年6月23日  | ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～                               |
| 2014年6月20日  | 週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)             |
| 2014年6月19日  | FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～                           |
| 2014年6月18日  | ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較                          |
| 2014年6月17日  | 成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～                          |
| 2014年6月16日  | 麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について                               |
| 2014年6月13日  | 週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)                     |