

みずほマーケット・トピック(2015年2月16日)

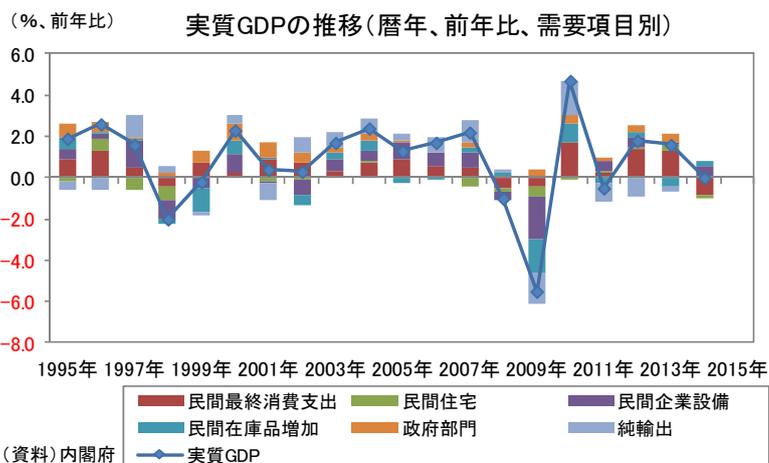
本邦 10～12 月期 GDP(1 次速報値)について

本邦 10～12 月期 GDP(1 次速報値)は前期比 0.6%増、前期比年率では 2.2%増となり 3 四半期ぶりのプラスに復帰した。市場予想には届かなかったものの、消費増税や円安による実質所得悪化を受けた景気悪化が漸く底打ちしたことを確認。但し、原油価格下落に救われた側面は強そうであり、日本経済としては素直に原油価格下落の恩恵を享受することが正しい選択肢であることを改めて示唆したように思われる。なお、2014 年暦年の実質雇用者報酬が▲1.0%と 2009 年以来、5 年ぶりのマイナスとなっていることを踏まえれば、これが 2014 年のゼロ成長に繋がった公算は大きい。実質 GDI の悪化に歯止めがかかったことは明るい材料だが、あくまで原油価格の下落を受けた動きであり、家計部門におけるデフレ感払拭はまだ遠い。

～漸く底打ちを確認～

今朝方公表された本邦 10～12 月期 GDP(1 次速報値)は前期比 0.6%増、前期比年率では 2.2%増となり 3 四半期ぶりのプラスに復帰した。市場予想の中心であった前期比 0.9%増、前期比年率 3.7%増には届かなかったものの、消費増税や円安による実質所得悪化を受けた景気悪化が漸く底打ちしたことが確認されている。民間最終消費が持ち直し、純輸出がプラス寄与を保つ中で政府の経済対策が打たれば、2015 年は相応に強い成長になるはずである。後述するように、10～12 月期 GDP は原油価格の下落に救われた側面が強そうであり、日本経済としては素直に原油価格下落の恩恵を享受することが正しい選択肢であることを改めて示唆したように思われる。

また、10～12 月期の数値をもって明らかになった 2014 年暦年の GDP は前年比 0.0%とゼロ成長となり、東日本大震災の影響を受け▲0.5%と大幅マイナスになった 2011 年以来の低迷となっている(図)。なお、2014 年暦年の実質雇用者報酬が▲1.0%と 2009 年以来、5 年ぶりのマイナスとなっていることを踏まえれば、これが 2014 年のゼロ成長に繋がった公算は大きい。もちろん、消費増税を受けた

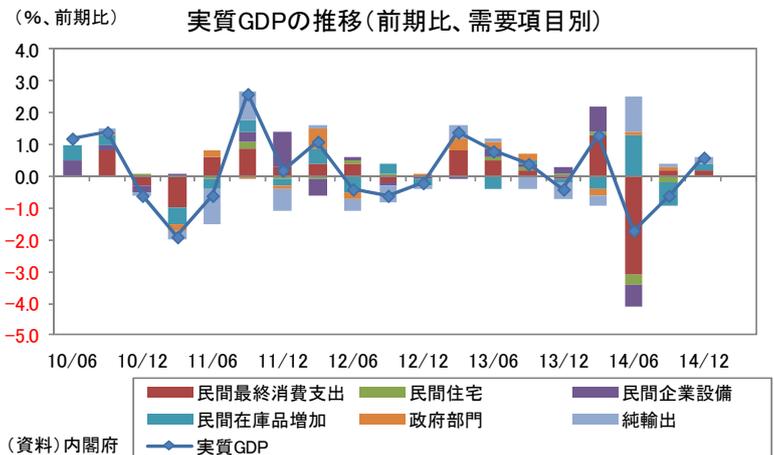


部分も大きいだろうが、円安経由の輸入物価上昇が寄与した部分も相応に大きいと思われ、やはり現行のリフレ政策の負の側面が出たのが 2014 年の日本経済だったのではないかと。結果を受け、甘利経済再生相は GDP デフレーターの上昇基調に触れつつ「デフレ脱却に向け好ましい」と評価し

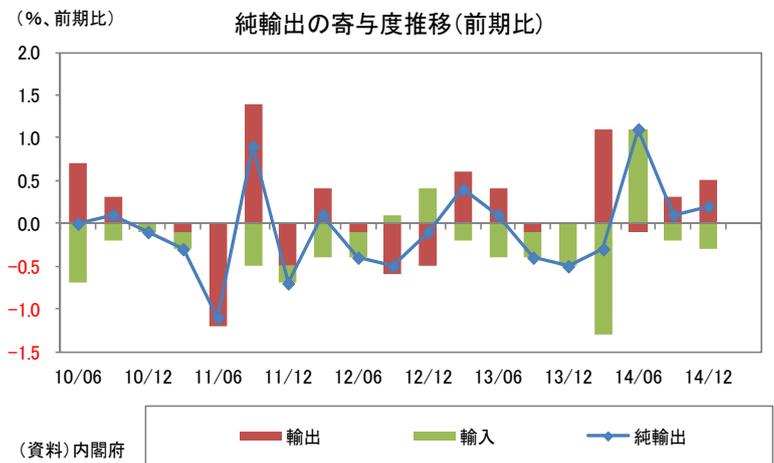
だが、実質雇用者報酬の落ち込みが止まって初めて物価の上昇基調に肯定的な評価を与えることが可能になる。「今年も賃上げがしっかり実現することを期待している」と付言したことは、問題の所在をしっかりと認識しているためだろう。

～民需が壊滅的に～

10～12月期 GDP に関し、需要項目別の動きを見ると(図)、民間最終消費支出、民間在庫品増加、純輸出が成長を牽引したことが分かる(以下、特に明記しない限り前期比で議論する)。民間最終消費支出については消費増税の影響を受け4～6月期に同▲5.1%と激しく落ち込んだ後、7～9月期、10～12月期共に同0.3%と堅調を維持した格好である(10～12月期への寄与度は+0.2ポイント)。なお、民間最終消費支出の大宗を占める家計最終消費支出に関し、形態別に見ると、耐久財への支出が同0.7%増となっており、駆け込み需要で大きく増加した(同13.1%増)1～3月期以来のプラスに復帰している。この辺りからも民間最終消費を巡る最悪期が終わりつつある兆候は窺える。次に、内需では民間在庫品増加の寄与度が+0.2ポイントとなっていたことも大きい。しかし、7～9月期が▲0.7ポイントと大幅取り崩しとなっていたことの反動と考えられ、1～3月期の積み増しも想定し得る。



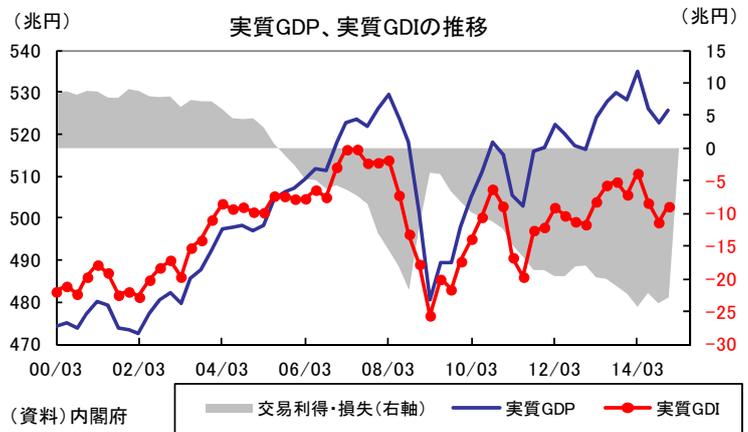
また、今回特筆すべきは外需において、純輸出が+0.2ポイントの寄与度となったことだろう(図)。純輸出は4～6月期に+1.1ポイントという大幅なプラス寄与となっていたが、これはあくまで内需減退を受けた輸入の急減(▲5.3%)に起因していた。ところが、7～9月期そして10～12月期に関しては、輸入の伸びが同1.0%増→同1.3%増と相応に維持される状況で、輸出が同1.5%増→同2.7%増と加速し、寄与度も+0.1ポイント→+0.2ポイントと加速している。今後、日本経済が堅調を維持するためには輸出の伸びが確保される一方で、原油価格も抑制される状況が続き、純輸出がプラス寄与を確保し続けることが重要になってくるだろう。なお、暦年で見て純輸出がプラス寄与となったのは2010年が最後であり、貿易収支の断続的黒字化まで囁かれる2015年は5年ぶりの動きに挑戦することになる。なお、10～12月期は公的需要の寄与度が限定的になる中での堅調な成長という点も明るい材料である(公的需要は同0.1%増で寄与度はゼロポイント)。だが一方、民間企業設備は同0.1%増と4～6月期



に▲5.0%、7～9月期に▲0.1%と落ち込みが続いた割には戻りが鈍く、企業部門における消費・投資意欲が家計部門のそれに比べて力弱いように感じられる。

～原油価格下落に救われた10～12月期GDP～

原油価格急落を背景とする交易条件の改善によって、懸案だった実質GDI（国内総所得）の悪化に歯止めが掛かっており、この点は明るい材料と言える。だが、依然として交易損失はGDP比で▲4.4%と歴史的に見ても非常に高く、生産面の測度である実質GDPが危機後の水準を脱却している一方、所得面の測度である実質GDIが未だ危機後の水準で彷徨っているという状況は厳然と残っている(図)。交易損失が実質所得面の成長を阻害する構図が打開されない限り、家計部門における真のデフレ脱却は叶わないだろう¹。



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、為替相場見直しに関しても、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。この点、最近になって交易条件に改善の兆しが見られることは円安見直しにとって非常に重要な材料と筆者も考えており、引き続き注視したい。だが、こうした動きはあくまで「原油価格が現状程度で横ばいならば」という条件付きであることには注意が必要である。円安を止めるのも、実質所得の改善をもたらすのも原油価格次第というのはかなり運頼みの状況であり、健全とは言えない。今回のGDP統計は総じて原油価格下落による実質所得面の改善や純輸出の加速に救われた面がある。要するに、日本経済の現状を踏まえれば、明らかに交易条件の改善を素直に享受した方が得であるということだろう。この点、「日銀内部でも追加緩和が逆効果との見方が浮上している」といった先週の一部報道はやはり確度が高いもののように思えてくるが、こうした観測を織り込み、円相場見直しの修正を図るかどうかは、今週18日の黒田日銀総裁会見などを踏まえてから判断したい。

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

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。

¹ 本欄2014年12月10日号『実質賃金と交易条件そして円安の関係』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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係~デュアルマントの狭間で~)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて~為替と財政への含意~
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて~円買い復活?~
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて~どこまでドル高に寛容か?~
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場~円安見通しのリスク~
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて~今後の鍵は「25%ルール」の行方~)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合~ハロウィン・ロジックの行方~
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー~QE、4つのタイプ~
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー~BIS統計より~
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について~日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」~)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)~ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?~)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場~見通しのポイント~
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17~18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意~「97-98年」との比較~
2014年12月16日	最近の原油安について~混同しがちな因果関係~
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと~円安の是非を超えて~
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて~expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)~)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感~懸念は尚早だが...~
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて~金購入なども含め~
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素~実質金利と需給~
2014年11月17日	本邦7~9月期GDP~続く所得面の悪化~
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~本場の勝負はこれから~
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~