

みずほマーケット・トピック(2015 年 5 月 20 日)

本邦 1～3 月期 GDP について～消費 & 在庫が下支え～

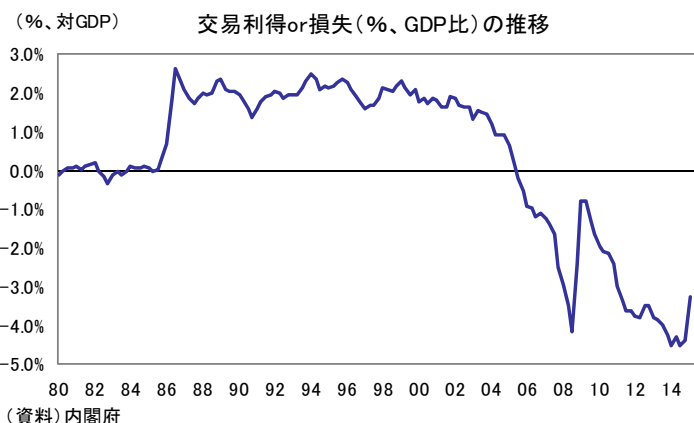
本邦 1～3 月期実質 GDP(1 次速報値)は前期比+0.6%と 2 四半期連続のプラス。個人消費の上振れと民間在庫品増加の寄与がけん引役に。消費増税や円安による実質所得悪化を受けて停滞していた個人消費が勢いを取り戻している格好だが、そもそも昨夏からの円安進行が実質所得を下押しし、その結果として増税からの消費回復が全くなかったという経緯も忘れてはならない。現下の個人消費持ち直しにはある程度、一時的なペントアップ需要が含まれている可能性もあろう。在庫投資の寄与が全体を支えた格好だが、出荷・在庫バランス(出荷の前年比変化率-在庫の前年比変化率)の現状を見る限り、今回のような在庫投資の寄与で成長率が持ち上げられるような構図は今後難しくなるのではないかと。必然的に設備投資の加速も容易ではない情勢。

～久々に発揮された ECB の「通貨政策」～

昨日の為替相場はユーロ相場が急落する展開。クーレ ECB 理事が流動性の希薄さを理由として 5 月及び 6 月に債券購入額を加速させると表明したことが材料視されたが、そのほかにも預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大などにも言及しており、常時投票権を持つメンバーとしてはかなり踏み込んだ印象である。独国債の乱高下を前に市場を安定させたいという気持ちは分らなくはないが、ユーロ相場が騰勢を強めつつあったところに楔(くさび)を打ち込んだ格好であり、久々に ECB の「通貨政策」が発揮された印象である。この点については明日以降の本欄で整理したい。

～本邦 GDP: 交易条件改善が個人消費の支えに～

ところで本日は本邦 1～3 月期 GDP(1 次速報値)が公表されている。1～3 月期実質 GDP は前期比+0.6%、前期比年率では+2.4%となり 2 四半期連続のプラスとなった。市場予想の中心であった前期比+0.4%、前期比年率+1.6%を上回った主因は個人消費の上振れであり、これに次いで民間在庫品増加の寄与も目立った。消費増税や円安による実質所得悪化を受けて停滞していた個人消費が勢



いを取り戻している格好だが、そもそも昨夏からの円安進行が実質所得を下押しし、その結果として増税からの消費回復が全くなかったという経緯も忘れてはならない。現下の個人消費持ち直しにはある程度、一時的なペントアップ需要が含まれている可能性もある。いずれにせよ、昨年 10～12

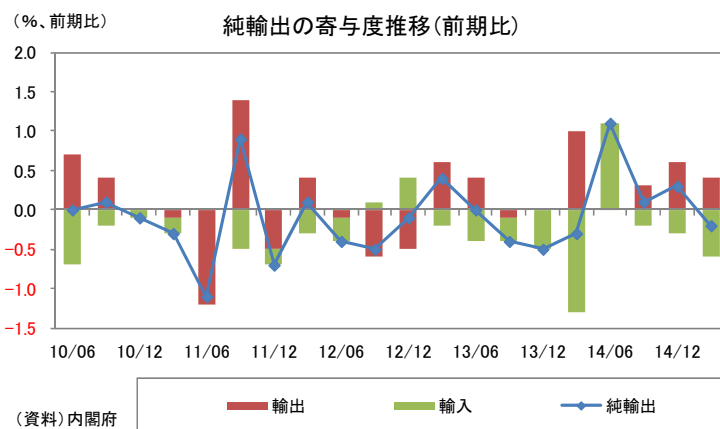
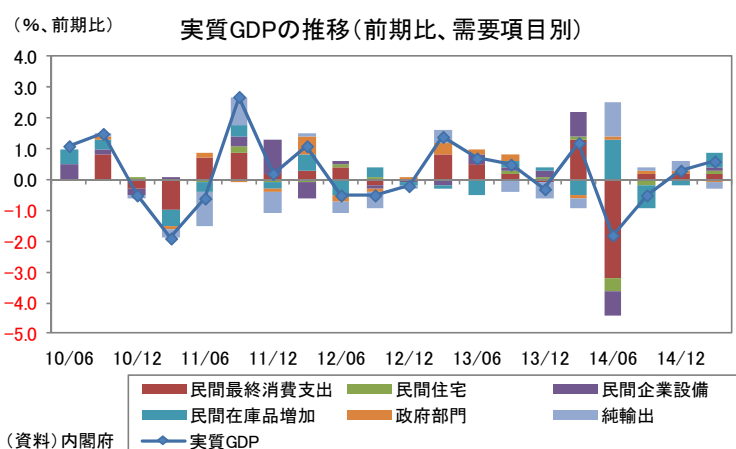
月期以降の個人消費改善は、原油価格下落は日本経済にとって紛れもなく朗報であり、無暗に（通貨安などで）物価を引き上げることなく、素直に交易条件の改善を享受することが吉という事実を示したと言える。今回、交易損失は対 GDP 比率で▲3.3%と2011年1～3月期以来の小さなマイナス幅となっており、これで国内総所得(GDI)の改善をもたらし、個人消費の押し上げに繋がったことは明白である(前頁図)。

また、後述するように昨年央以降、出荷・在庫バランス(出荷の前年比変化率-在庫の前年比変化率)のマイナス幅が拡大していることは、在庫調整圧力の増大を示唆しており、今回のような在庫投資の寄与で成長率が持ち上げられるような構図は今後難しくなる可能性もある。

～消費の先行きは原油・為替次第か～

需要項目別の動きを見ると(図、特に明記のない限り、以下前期比の変化率で議論する)、上述したように民間最終消費支出、民間在庫品増加が成長率の殆どを稼いでいる。まず民間最終消費支出は+0.4%(寄与度は+0.2ポイント)となっており、前期の増勢を維持した格好(なお、市場予想の中心は+0.2%)。消費増税の影響を受け昨年4～6月期に▲5.1%と激しく落ち込んだ後、7～9月期に+0.3%、10～12月期に+0.4%そして1～3月期も+0.4%と順調に立ち上がりを見せている。ひとえに原油価格急落を背景とする消費者物価指数(CPI)の下落が実質面での所得環境を改善させた影響が大きいと見られる。実質雇用者報酬が+0.6%と2013年1～3月期以来、8四半期ぶりの大きな伸び幅である一方、名目雇用者報酬が+0.0%と2013年7～9月期以来の冴えない動きとなっていることを踏まえれば、足許の実質所得環境の改善は明らかに物価環境の変化を受けたものと考えられる。裏を返せば、今後原油価格やドル/円相場が再び上昇に転じてくれば、個人消費の腰折れ懸念は程なくして浮上してくることになりそうである。

民間最終消費支出と並んで内需の柱となるべき民間企業設備投資は+0.4%と4四半期ぶりの増勢に復帰したものの市場予想の中心(+0.6%)には届かず、迫力に欠ける仕上がりとなった。後述するように稼働率が高まらない中で生産が加速することも難しく、生産が加速しなければ設備投資の必然性も薄れる。設備投資が景気のけん引役となる芽は今のところ感じられない。仮に、生



産が加速してくるのだとすれば輸出の改善などが必要になりそうだが、輸出は+2.4%と10～12月期の+3.2%から減速している。一方で輸入が加速(+1.4%→+2.9%)しているため、純輸出の成長率への寄与度は▲0.6ポイントと4四半期ぶりにマイナスに転じてしまっている(前頁図)。

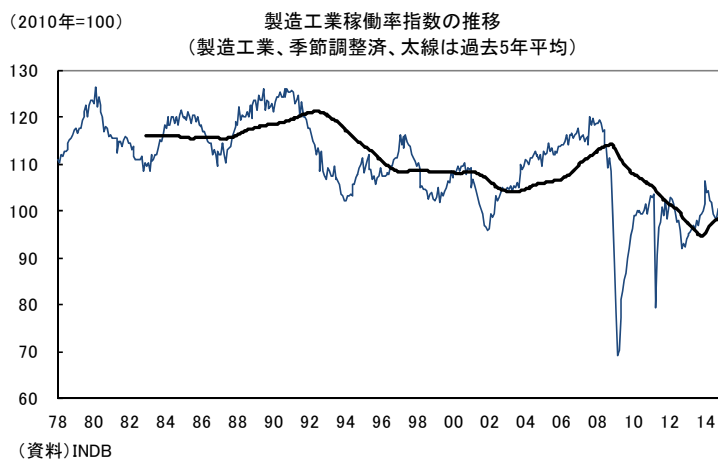
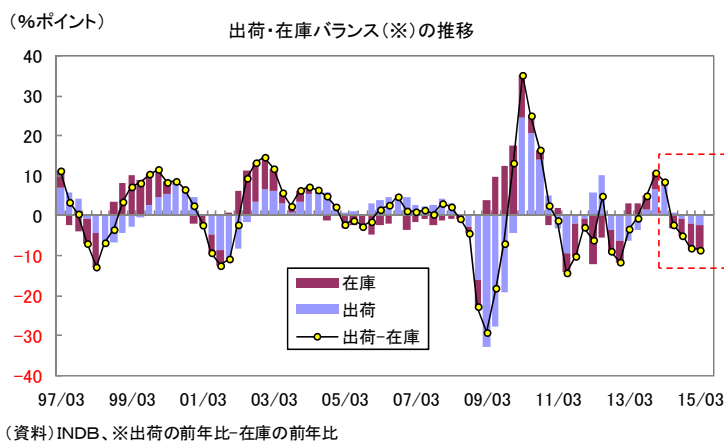
～設備投資はけん引役になれず～

なお、上述したように今回は民間在庫品増加が+0.5ポイントと大きめのプラス寄与となっており、これが全体を支えた。昨年来、民間エコノミストのGDP予想(いわゆるQE当て)が外れる主犯となることが多くなっている在庫だが、足許では明らかに調整圧力が増している様子が窺え、引き続き成長率の下押し材料として目が離せない。生産指数に対し6～10か月先行

されると言われる出荷・在庫バランスを見ると、10～12月期、1～3月期はマイナス幅を拡大させていた(図)。出荷・在庫バランスのプラス幅が拡大している場合には出荷が在庫よりも相対的に高い伸びを示していることになり、企業が在庫を適正水準に戻すために生産活動を活発にする兆候と考えられるが、現状はそれとは逆の状態ということになる。今後想定される展開は積み上がった在庫の調整であり、これに伴って生産の手綱を緩める動きが警戒される。

当然、生産が逼迫しなければ設備投資という判断には至りにくい。現状、稼働率指数(製造工業)はそれほど高まりが見られているわけでもなく(図)、上昇余地はありそうにも見えるが、既に失業率が自然失業率(要するに完全雇用状態)に到達し、人手不足が指摘される状況下、「稼働率を上げたくても上げられない」という状況も推測される。こうした状況を踏まえれば、やはり設備投資が景気をけん引するような

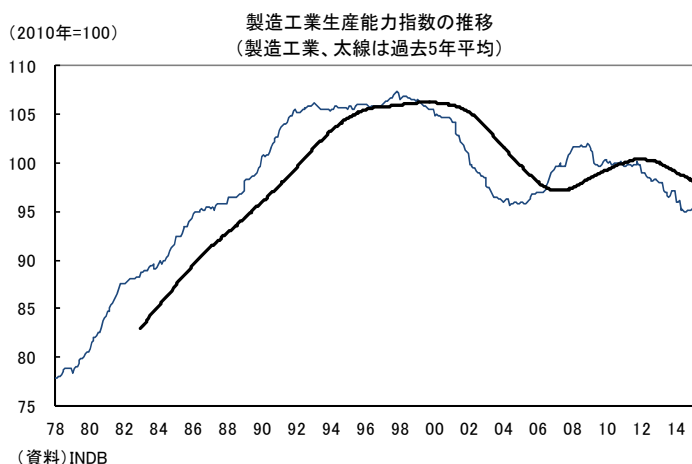
展開は期待しかねる。一昨日に公表された機械受注(設備投資の先行指標)によれば、1～3月期は内閣府見通し以上(達成率101%)の仕上がりとなっており、目先の設備投資は戻りが期待できそうである。だが一方で4～6月期は前期比▲7.4%と反落予想にもなっており、設備投資加速の持続性には疑義を抱かざるを得ない。



～生産能力の引き上げも困難では？～

もちろん、外需の持ち直しや円安を背景に輸出が加速し、これに応じて稼働率が高まってくる可能性も否定はできない。しかし、生産能力指数の定義が「生産諸条件(操業日数、操業時間、技術条件、労働条件、原燃料等)が標準的状态にある場合に、その生産設備で生産可能な最大産出量を生産能力量とし、その能力量について基準年を100として指数化したもの(資料:経済産業省)」であることを踏まえれば、人手不足の状況は明らか

に影響してくる。今度は「それに対応し得るだけの生産能力引き上げが可能なのか」という課題に直面するだろう。前頁図に示されるように、製造工業における生産能力指数の基調は90年代後半から右肩下がりであり、足許において顕著に上向いてくる兆しはまだ見られない。結局、完全雇用状態に到達した今、「日本経済の実力(潜在成長率)」そのものを引き上げる措置が求められており、金融政策・財政政策による一時的な刺激すらも難しいステージに入ってきていることを留意すべきなのだろう。



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。

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5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPP の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変遷と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
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