

みずほマーケット・トピック(2015 年 11 月 17 日)

本邦 7～9 月期 GDP を受けて～最近の ULC 動向～

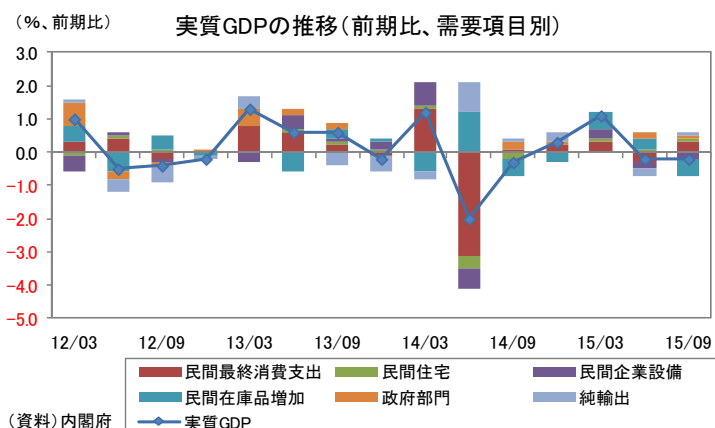
昨日公表された本邦 7～9 月期 GDP(一次速報値)は前期比▲0.2%となり、テクニカルな意味ではリセッションに陥っている状況が確認された。とはいえ、全体を下押ししたのは民間在庫であり、最終需要には底堅さも感じられるため、ヘッドラインが示すほど GDP は弱くない。なお、気掛かりな点としては企業マインドの下振れから設備投資が回復していないこと、公的需要への依存度が高まっていること、そして企業の人件費負担が増している可能性があることなどが挙げられる。単位労働コスト(ULC)は名目雇用者報酬主導で強含んでいるが、これを労働生産性の改善によって相殺できるような状況にはなっておらず、完全雇用下での人件費負担の高まりが感じられる。この点、安倍政権が「新三本の矢」において企業の生産性を飛躍的に高める「生産性革命」に言及していることは正しい方向性と言え、今後の具体策に期待が持たれるところ。

～メインシナリオは続行～

昨日の為替市場はユーロ安の展開で、ドル相場が上昇している。こうした状況下、ドル/円は再び 123 円台に値を戻しており、悲観ムードの高まりから円ショートが巻き戻され、円高が進行するのではないかと懸念は杞憂に終わっている。昨日の本欄でも述べたように、過去の大規模テロ後の市場の反応は限定的且つ短期的なものに止まっており、「米 12 月利上げに応じてドル高続行」という大方のメインシナリオを崩すものではなさそうである。一方、やはり従前進められてきた難民政策の調整は完全に頓挫しそうであり、EU が迎える政治的試練は生半可なものではない。

～GDP のヘッドライン自体は大きな悲観不要～

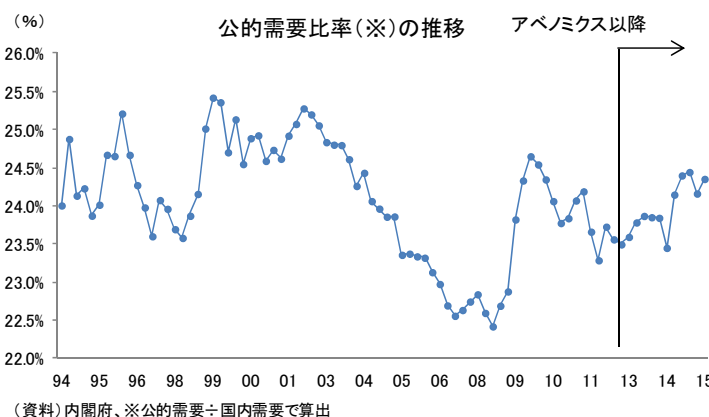
ところで昨日公表された本邦 7～9 月期 GDP(一次速報値)は前期比▲0.2%(前期比年率で▲0.8%)と 2 四半期連続でマイナスとなり、テクニカルな意味ではリセッションに陥っている状況が確認された(以下、特に明記の無い限り前期比とする)。とはいえ、こうしたヘッドラインが示すほど、中身は弱いものではない。需要項目別に見れば、個人消費が+0.5%と前期の▲0.6%から大きく回復した一



方(寄与度は+0.3 ポイント)、設備投資が▲1.3%と前期の▲1.2%から下落幅を拡大させ(寄与度は▲0.2 ポイント)、政府最終消費支出も+0.6%から+0.3%へ減速するなど成長を下押しした(寄与度は+0.1 ポイント)。しかし、寄与度で見れば全体を最も下押ししたのは民間在庫であり、▲0.5 ポ

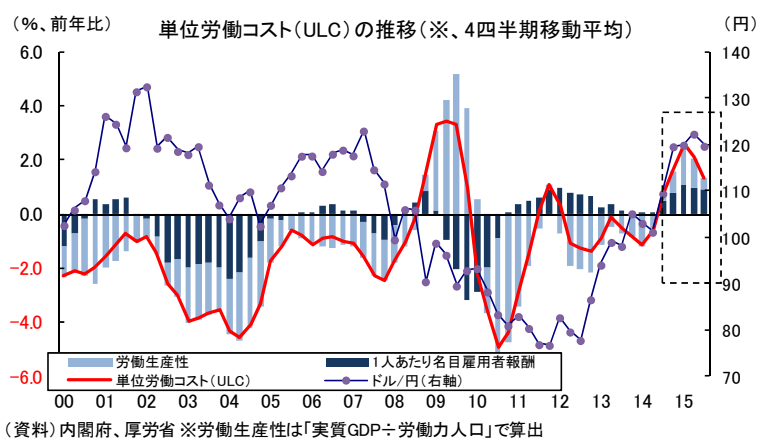
イントと、これが全体感を規定した。この点、在庫調整の進展が一気に進んだという評価になり、もう1つの下押し要因が輸入増であったことを踏まえれば、最終需要は強く、過度な悲観は不要だろう（在庫投資を除いた最終需要で見れば、+0.4%という底堅い仕上がりになる）。甘利経済財政相もこの点を強調しており、「トレンドとして悪いことではない」と述べている。

最終需要が強く、在庫調整も進展したことを踏まえれば10～12月期は3四半期ぶりにプラス成長に復帰する公算が大きい。しかし、高収益が続いているにも拘わらず民間企業設備投資は2四半期連続でマイナスであり、日銀短観9月調査で示された強気の設備投資計画からは齟齬を感じる。この点、夏場以降の中国を筆頭とする新興国経済の失速を受けて計画を先送りする企業が増えているものと思われるが、マインドの改善と共に消費・投資意欲が戻ってくるかどうかは依然予断を許さない。なお、既往ピークからはまだ低いものの、2013年以降、国内需要に占める公的需要の比率は上昇傾向にあり、過去2年余りの景気情勢において民間需要は主役になれていない。この点はGDPを議論する上での重要な論点として意識される必要がある。



～高まる人件費負担～

なお、付加価値生産1単位当たりの人件費である単位労働コスト（名目雇用者報酬÷実質GDP、以下ULC）を見れば、昨年来、前年比で強含む局面が続いている（図）。足許では現金給与総額は堅調さを維持しており（最新8月分は2か月連続で前年比増）、ベアに相当する所定内給与部分も6か月連続で増加するなど、賃金環境の上向きが伝えられているが、毎月勤労統計に強めの動きが見られる以前からULCの続伸傾向は続いてきた。現金給与総額を筆頭とする各種計数が示す以上に企業の人件費負担は増している可能性がある。



年初来の消費者物価指数(CPI)が生鮮食料品除くコアベースで見て強含むとなっている背景は、労働市場が完全雇用状態に到達する状況下、円安を受けた輸入物価上昇にも拘わらず、人件費切り下げで吸収することが叶わず、価格転嫁を余儀なくされているという事情があるのだろう。日銀のロジックに照らせば、企業の価格転嫁は「期待への働きかけ」が奏功した結果であり、デフレマインド終焉を表す前向きな兆候ということになる。だが、実態は人的資源が枯渇する中で、単純に「人の値段」が釣り上がり、財・サービスを供給するにあたってのコストが嵩んでいるということではない

か。図は ULC の伸びに関し、1 人当たり名目雇用者報酬(名目雇用者報酬÷労働力人口)と労働生産性(実質 GDP÷労働力人口)に要因分解したものだが、最近の ULC 上振れは名目雇用者報酬の上振れと共に、そのようなコストを生産性の改善で吸収できていないことの結果でもある。この点、安倍政権が「新三本の矢」において企業の生産性を飛躍的に高める「生産性革命」に言及していることは正しい方向性と言えるが、その具体策及びその実現性については依然、不透明な情勢である。

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

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11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～期代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分))について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリ取りの妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半年期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)