

みずほマーケット・トピック(2021年8月17日)

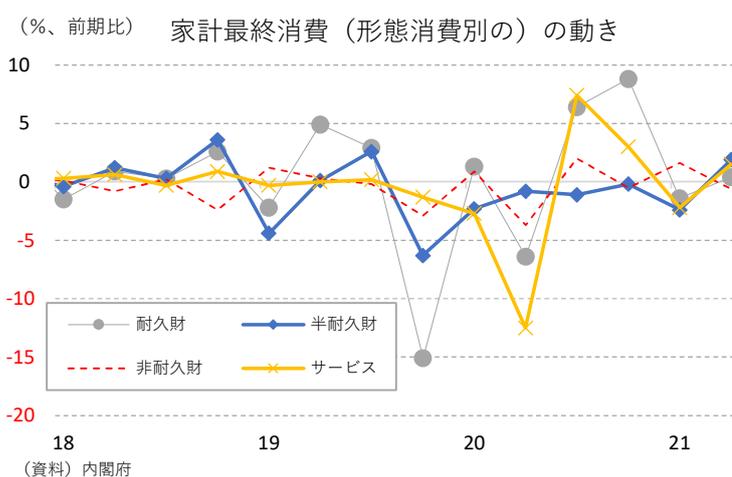
本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～

本邦4～6月期GDPは実質ベースで前期比+0.3%と予想を上回る結果。民間最終消費が予想以上に強く、特にサービス消費の伸びが目をつけた。巷で取りざたされる「緊急事態宣言の形骸化」を象徴するような動きと言える。とはいえ、消費の強さはあくまで抑圧されていた需要(ペントアップディマンド)の結果であり、日本経済の力強さを示すものではない。雇用者報酬は▲1.4%と昨年4～6月期以来、1年ぶりの大幅減少を記録。今後、行動制限が解除されたとしても消費を焚きつける雇用・賃金情勢は心許ない。マイナス成長を回避できたという事実は喜ばしいが、同期の成長率(前期比)に関し、日本は欧米の成長率の半分にも満たないのが現実。ここまで出遅れたことで「コロナ前を復元」も相当先延ばしになる。楽観的に見積もっても「コロナ前を復元」が実現するのは22年10～12月期か。23年に食い込んでも全く不思議ではない。欧米や中国との格差はあまりにも大きい。こうした事実は資産価格の見通しに反映されるはず。

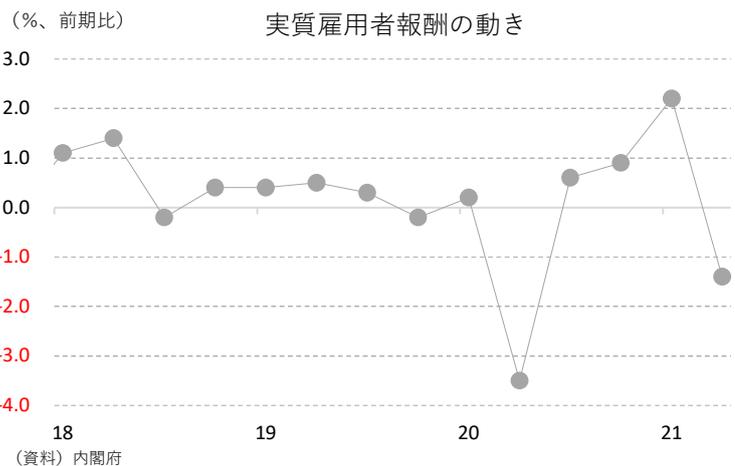
～「緊急事態宣言の形骸化」を象徴した4～6月期GDP～

昨日内閣府より発表された2021年4～6月期GDP(速報値)は物価変動の影響を除いた実質ベース(季節調整値)で前期比+0.3%、年率換算では+1.3%だった。日本経済研究センターのまとめる「ESPフォーキャスト」における予想中央値(前期比年率+0.66%)も上回っており、仕上がり自体は「強め」と評価すべきものである(以下特に断らない限り実質ベース、前期比の議論とする)。

既報の通り、最大の理由は民間最終消費が+0.9%、その中核をなす家計最終消費は+0.8%と伸びたことである。「ESPフォーキャスト」では民間最終消費に関し▲0.1%超の減少が見込まれていた。そこで家計最終消費を形態別(耐久財・半耐久財・非耐久財・サービス)に見ると、サービス消費が+1.5%と大きく伸びたことが特筆される。旅行や外食、その他娯楽などが包含されるサービス消費は緊急事態宣言やまん延防止等重点措置による影響を最も受けやすいはずだが、ほぼ緊急事態宣言下にあったはずの4～6月期で大きく伸びた。宣言対象地域が限定されていることから従前の緊急事態宣言と同様のダメージを想定するのも適切ではないものの、サービス消費の加速は巷で取りざたされる「緊急事態宣言の形骸化」を象徴するような動きと見受けられる。西村経済財政・再生大臣の「正直に言って非常に複雑な思いだ」との発言が全てを物語っている。



また、耐用年数が比較的短く、耐久財(自動車など)に比べて高額ではないものは半耐久財と分類され、衣類、履物、靴、靴などが対象となるが、これも+1.9%と大きく伸びている。半耐久財が前期比で増加したのは 2019 年 7~9 月期以来、7 四半期ぶりである。「自粛せずに外に出る」という消費者行動に伴って、それまで出番の少なかった半耐久財を求める動きが表出したのではないかとはいえ、今回



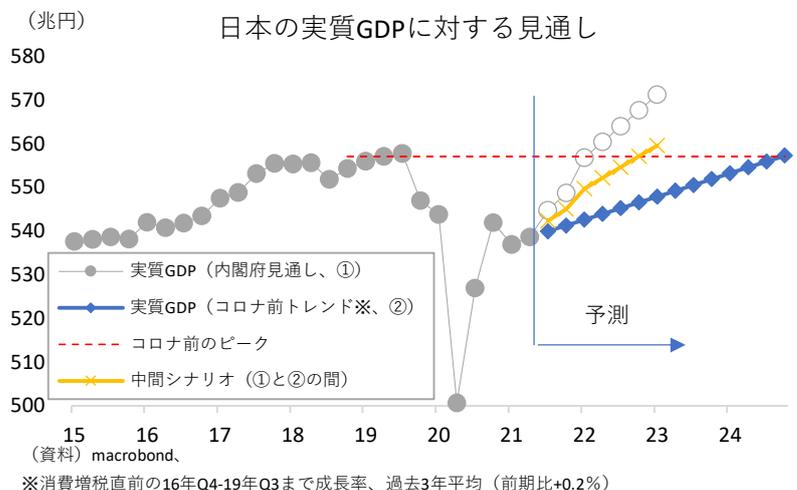
見られた消費の力強さはあくまで抑圧されていた需要(ペントアップディマンド)の結果であり、日本経済の力強さを示すものではないだろう。雇用者報酬は▲1.4%と昨年 4~6 月期以来、1 年ぶりの大幅減少を記録している。見通せる将来において行動制限が解除される雰囲気はないが、仮に行動制限が解除されたとしても消費を焚きつける雇用・賃金情勢は心強いものではない(図)。

～半導体不足によるマイナスは徐々に剥落の想定～

片や、内需のもう 1 本の柱である設備投資の伸び(+1.7%)は概ね予想通りだった。企業部門に関連して今後の動静に注目すべきは民間在庫投資である。今回、民間在庫投資は実質 GDP 成長率全体(前期比+0.3%)に対して▲0.2%ポイントとマイナス寄与を記録している。再三報じられているように半導体供給に制約がある中で自動車など生産活動にも影響が出ており、在庫取り崩しが先行していることの結果と推測される。現在報じられる材料を見る限り、半導体の供給制約は来年初頭まで続くとの見方が多そうであり、生産活動が本来の能力を発揮するまでに時間を要すると考えられる。もっとも、供給制約の度合い自体は徐々に緩和されてくるであろうから、半導体不足という要因が成長率を押し下げる度合いも徐々に小さくなっていくと考えるのが自然だろう。

～内閣府試算はもはや使えず～

マイナス成長を回避できたという事実は喜ばしいが、同期の成長率(前期比)に関し、米国は+1.6%、ユーロ圏は+2.1%である。この期に及んでも日本は欧米の成長率の半分にも満たない歩みを強いられているという事実は重く、ここまで出遅れたことで「コロナ前を復元」も相当先延ばしになる。7 月、内閣府が発表した 2021~2022 年度の経済見通し(年央試算)はワクチン接種に応じた国内消



費の持ち直しや海外経済回復に伴う設備投資および輸出の持ち直しの結果、実質 GDP 成長率に関して、2021 年度が+3.7%、2022 年が+2.6%になると試算されている。この試算通りに 7～9 月期、10～12 月期に等速で成長した場合、年末の実質 GDP は絶対額で 548.7 兆円程度まで回復する。これは 2019 年 10～12 月期の 547 兆円を超えるので、一応は「コロナ前を復元」ということになる。だが、前頁図に示すように、そもそも 2019 年 10～12 月期は消費増税や台風 19 号の影響で当時としては 5 年半の低成長(前期比▲1.9%)を経験している。名実ともに「コロナ前を復元」と言い張るには 2019 年 7～9 月期の水準(557 兆円)まで回復することを期待するのが筋である。内閣府見通しが正しければ、2022 年 4～6 月期にはこの水準を超えてくるが、変異株の感染拡大やこれに伴う緊急事態宣言の対象地域拡大を踏まえれば、もはやそうした展開になるまい。

～日本経済がコロナ前に復活するのは 2023 年以降～

2019 年 7～9 月期までの 3 年間(12 四半期)の成長率は平均+0.2%だった。仮に来期(2021 年 7～9 月期)以降、このペースで成長すると仮定した場合、557 兆円を超えてくるのは 2024 年 10～12 月期になってしまう。とはいえ、感染終息に伴うペントアップディマンドが発揮されることを思えば、こうした成長軌道は保守的な想定に過ぎるだろう。楽観的な内閣府見通しを①、そうした保守的な想定を②とした場合、その間の③の成長軌道を描くとしたら、2022 年 10～12 月期には 557 兆円を超えられそうである。とはいえ、①のシナリオがかなり楽観に傾斜している事実を踏まえれば、そうした中間シナリオもやや割り引いて受け止めるべきものだろう。とすれば、日本経済がコロナ以前の水準を名実ともに復元してくるのは 2023 年に食い込むということになるだろうか。既に復元してしまった中国や米国、年内の復元が確実視される欧州との距離はあまりにも大きく、こうした実体経済の格差がそのまま株や為替など、資産価格の見通しに反映されるというのが筆者の基本認識である。

市場営業部兼金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	「人負け」が鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は?
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツと党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーパリングが必要なのは財政政策?～
2021年5月19日	ECBのテーパリングはあるのか?
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか?
2021年5月12日	運動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイェレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか?
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってでもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イェレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に広がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しに示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに?
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(実質金利ゼロ)が次の節目?～ハイライトは4～6月期か?～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)