

みずほマーケット・トピック(2021 年 11 月 10 日)

欧米 7～9 月期 GDP について～大きすぎる日本との格差～

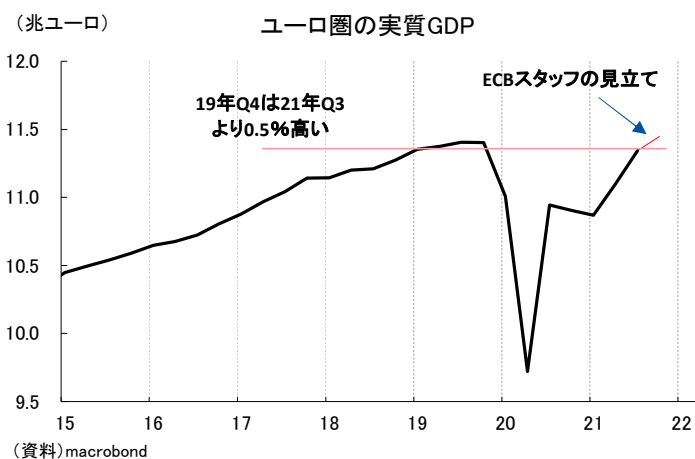
7～9 月期の GDP 成長率に関してユーロ圏および米国の数字を整理する。ユーロ圏に関しては実質ベースで前期比年率+9.1%と 4～6 月期から加速。7～9 月期は一部加盟国でデルタ変異株の感染拡大が騒がれた時期と重なるが、高いワクチン接種率の下で死者・重症者が抑えられていることを背景に安直な行動規制には至らなかった。潜在成長率(+2%前後)を踏まえれば、4 月以降の半年間はその約 4 倍のペースで走ってきたことになる。片や、米国は前期比年率+2.0%と 4～6 月期から大幅に減速。デルタ変異株の感染拡大もあるが、やはり供給制約による諸活動の停滞は大きそう。とりわけ実質所得環境の悪化は目を引く。とはいえ、ここまで米国の個人消費が尋常ではない増勢を維持してきた。過度に悲観視する必要はない。日本の数字は来週発表されるが、前期比年率で+1.0%前後との声が多い。年初 3 四半期の成長率(前期比年率)を平均すると、米国が+5.0%、ユーロ圏が+5.5%であるのに対し、日本が▲0.4%程度か。この圧倒的格差が資産価格に表れており、年明け以降も類似の展開を懸念したい。

～ユーロ圏、ほぼコロナ前の水準を回復～

筆者が休暇中の 10 月末から 11 月初頭にかけては 7～9 月期の GDP 成長率に関してユーロ圏および米国の数字が公表されている。日本の数字は 11 月 15 日まで待つ必要があるが、先んじて欧米の数字を整理しておきたい。まず、ユーロ圏に関しては実質ベースで前期比+2.2%、前期比年率+9.1%と 4～6 月期(それぞれ同+2.1%、同+8.7%)から加速している。7～9 月期は一部加盟国(フランスやスペインなど)でデルタ変異株の感染拡大が騒が

れた時期と重なるものの、高いワクチン接種率の下で死者・重症者が抑えられていることを背景に安直な行動規制には至らなかった。ユーロ圏の潜在成長率が+2%前後であることを踏まえれば、4 月以降の半年間についてはその約 4 倍のペースで走ってきたことになる。文字通り、ウィズコロナが体現されており、本来は日本もこうした姿を目指すべきであったと痛感させられる。

なお、7～9 月期の実質 GDP の水準はコロナ前(2019 年 10～12 月期)と比較して▲0.5%ほど低いものの、概ね復元が完了したと言えるところまで来ている。目下、ドイツを中心として感染再拡大が進行しているものの、高いワクチン接種率を背景に経済正常化を進めるという基本姿勢は今後も継承される公算が大きい。成長へのリスクは感染再拡大よりも、解消の見通しが立たない供給



制約であり、これを理由に10～12月期のペースダウンは必至だろう。もっとも、これはユーロ圏固有の問題ではなく、後述する米国も含むグローバルな問題意識である。

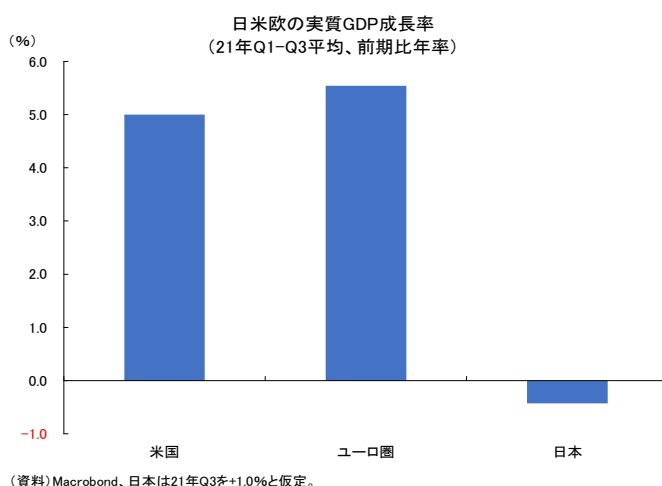
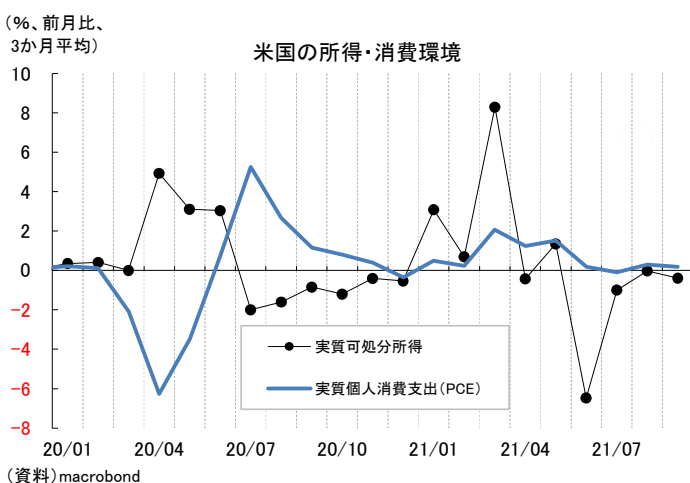
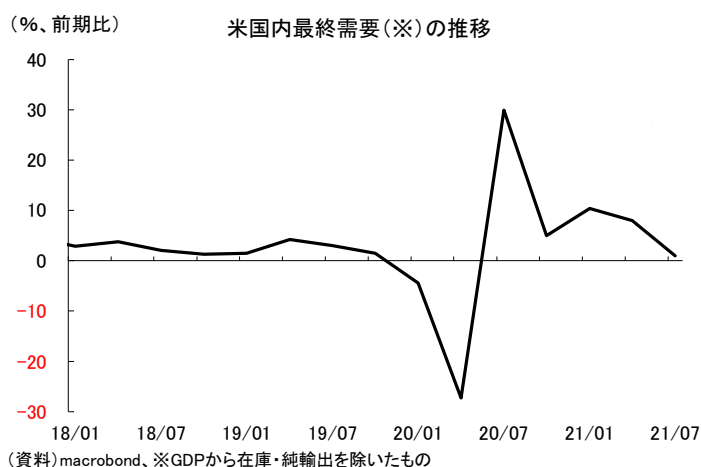
～個人消費の急ブレーキはやむを得ず～

片や、米国の実質GDP成長率に関しては前期比年率+2.0%と4～6月期(同+6.7%)から大幅に減速している。デルタ変異株の感染拡大を背景に外食や旅行などを筆頭に個人消費が鈍化したとの解説は目立つ。しかし、やはり人・モノの双方から供給制約が極まり、物価上昇を受けて実質所得環境が蝕まれているというのが主因であろう。今春以降のインフレ高進によって実質可処分所得は減少傾向が続いており、株高が維持され資産効果が期待できる市況とはいえ、個人消費を取り巻く環境は厳しいと言わざるを得ない(図)。また、供給制約により、そもそも消費すべき財・サービスが不足しているという論点もある。とはいえ、個人消費に関して言えば4～6月期は同+11.4%、7～9月期は同+12.0%と尋常ではない増勢を維持してきた経緯もある。今回、同+1.6%まで減速したことを過度に悲観視する必要はないだろう。米国経済全体を見渡せば、国内最終需要(GDP から在庫・純輸出を除いたもの)は7～9月期は同+1.0%まで減速しているものの、3

四半期平均で見れば同+6.5%と堅調である。コロナ前の2019年通年で国内最終需要は平均+2.6%程度の伸びだったのだから、巡航速度に戻りつつあるという見方も可能だろう。

～日米欧三極比較、圧倒的な格差～

日本の7～9月期GDPは未公表だが、日本経済研究センターの「ESPフォーキャスト調査」によれば前期比+0.3%、前期比年率+1.0%と4～6月期(+0.5%/+1.9%)から減速が予想されている。結果に幅はあろうが、7～9月期はほぼ全て緊急事態宣言中だったので顕著な改善は期待すべくもない。仮に、「ESPフォーキャスト調査」通りの数字だったとして年初3四半期の成長率平均(前期比年率)を計算すると、米国が



+5.0%、ユーロ圏が+5.5%であるのに対し、日本が▲0.4%となる。本欄では繰り返し論じているが、この圧倒的な劣後は日本の防疫政策の失敗に帰責する部分が大いと考えられる。デルタ変異株、供給制約、資源高などは全世界共通の景気停滞要因であり、日本の劣後を説明する材料にはならない。2019年10月の消費増税の存在を指摘する声もあるが、2年間にわたって足枷になるはずもない。根拠薄弱な行動規制が慢性化したことで、実体経済がアフターコロナに移行する機会を失ったことが日本経済の現状に繋がっているのだろう。一言で言えば、「日本だけコロナが終わらない」を地で行っている。

年初来の日経平均株価や円の名目実効相場が1人負けの構図になっている要因は複数あろうが、GDP統計に見られる圧倒的格差という至極単純な事実は重要だと筆者は考えている。政府のコロナ分科会は11月に入り新規感染者数に拘泥しない基本姿勢を新たに発表しているが、本当にそれを貫けるかどうかはこれから分かる話である。実際に感染が再拡大し始めてからの挙動を見なければ予断は許さない。ここに至るまでの経緯を踏まえる限り、安直な行動規制が成長率を奪い、それが円建て資産の劣後を招く展開は2022年以降も十分懸念されるものである。

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11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～現実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
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～
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～実現に近づくウォーラー想定～
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	1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与党～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