

みずほマーケット・トピック(2021年11月15日)

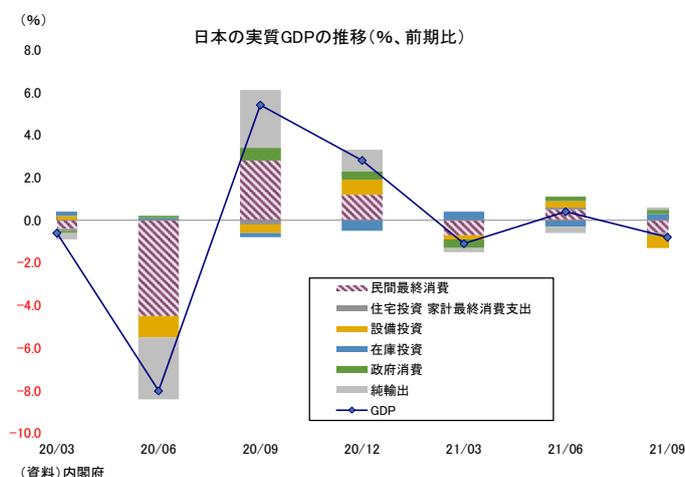
今年2度目のマイナス成長となった日本

本邦7~9月期実質GDP成長率は市場予想を上回る落ち込み。マイナス成長は2四半期ぶり、今年2度目である。需要項目別に見れば、個人消費および設備投資、すなわち民間需要の弱さが際立つ。7~9月期のほぼ全てを対象とした緊急事態宣言は社会の人流を抑制し、消費・投資意欲の抑制を暗に企図しているのだから必然の帰結でもある。なお、欧米は供給制約で成長率を落としているが、今期の日本では在庫投資が積み上がった。すなわち、問題は供給制約ではなく単なる需要不足だろう。日本は世界と悩みを共有できていない。また、今回の落ち込みをもって年内にコロナ前の水準を回復するという政府目標の実現は絶望的になった。もはや欧米との格差は取り返しがつかないほど拡大しているが、その理由は防疫政策の差以外何物でもない。引き続き新規感染者数に拘泥して、行動規制に勤しむのであれば、2022年も日本経済は同様の停滞を余儀なくされるはずである。第二次岸田政権下の日本経済が過去3四半期と同じ轍を踏まないで済むかどうか。その真価は今冬に問われる。

～供給制約ではなく単なる需要不足でマイナスへ～

今朝発表された本邦7~9月期のGDPによれば、実質成長率に関し、前期比▲0.8%、前期比年率▲3.0%と市場予想を上回る落ち込みとなった。マイナス成長は2四半期ぶり、今年2度目である。7~9月期のほぼ全てを緊急事態宣言で過ごしているのだから当然だが、後述するように海外経済との格差はあまりにも大きい。確かに、同期のデルタ変異株拡大やインフレ高進、供給制約などは世界的問題であり、英国や米国のGDPも7~9月期に減速している。しかし、4~6月期を見れば英国は前期比年率+22%（前期比+5.5%）、米国は同+6.7%（同+1.7%）と極めて大きな成長だった。日本は前期比年率+1.5%（前期比+0.4%）だ。稼いできた糊代が全く違う。

需要項目別に見れば、個人消費および設備投資、すなわち民間需要の弱さが際立っている。緊急事態宣言は社会の人流を抑制し、消費・投資意欲の抑制を暗に企図しているのだから必然の帰結でもある。米国では部品や商品の供給制約が景気下押し要因として指摘されていたが、今期の日本では民間在庫投資が積み上がり、+0.3%ポイントのプラス寄与を記録している。すなわち、供給制約ではなく需要不足が露呈したと考えざるを得ない。世界と悩みを共有できない



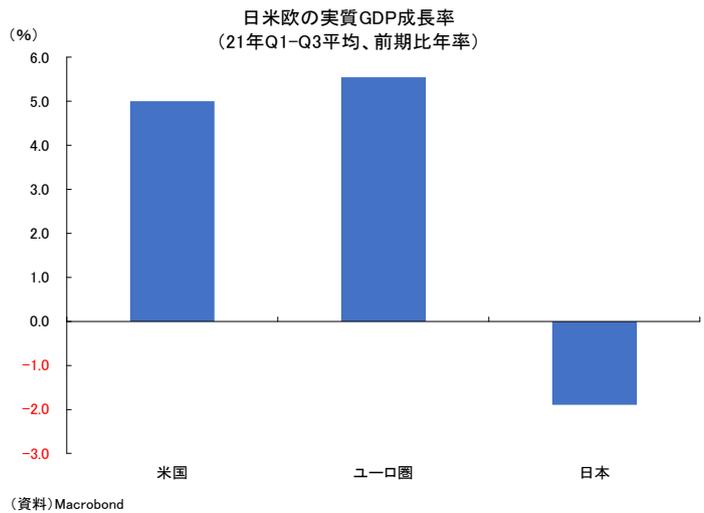
ない日本経済の実情をよく表しているように思う。なお、名目ベースでは前期比年率▲2.5%（前期

比▲0.6%)と名実ともにマイナスを記録している。名目ベースでは3四半期連続のマイナスとなる。

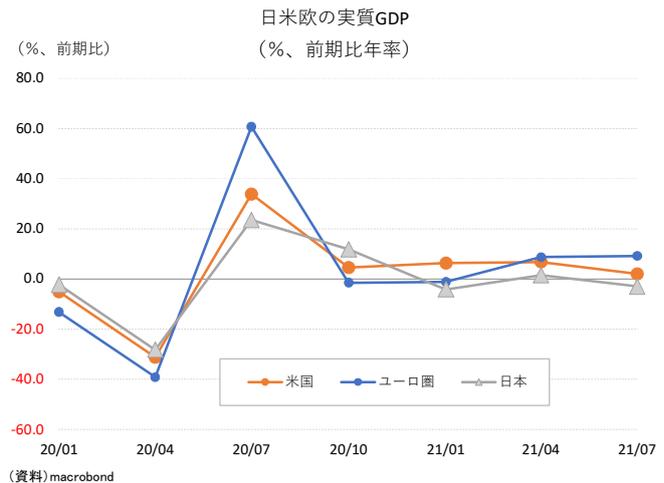
また、今回の落ち込みをもって年内にコロナ前(2019年10~12月期)の水準を回復するという政府目標の実現は絶望的になった。実質GDPの水準に関し、今期は19年10~12月期より▲2.2%低い。この差をあと1四半期(21年10~12月期)で埋めるのはもはや無理である。さらに言えば、日本にとってコロナ前の水準とは19年10~12月期ではなく、消費増税前の同年7~9月期と考えるのがフェアだ。これと今期を比較すれば▲4%以上低い。年度内の復元も難しくなっている。

～成長率の差≒防疫政策の差～

右図は1~3月期から7~9月期までの3四半期に関し、日米欧三極の前期比年率の成長率を平均したものである。もはや彼我の差に関し、詳述の必要はないだろう。こうした実体経済の差が日本株や円のパフォーマンスの現れていることは過去の本欄でも執拗に議論した通りであり、筆者はそれが2022年以降も続くのではないかと危惧している。その原因は10月のIMF「世界経済見通し」で緊急事態宣言による行動規制と指摘されたが、その乱発に象徴される防疫政策の不味さにあったことは論を待たない。デルタ変異株の感染拡大、ヒト・モノに係る供給制約、資源高などは景気の下押し要因に違いないが、それは世界共通の話である。2019年10月の消費増税を足枷として指摘する向きも未だにあるが、2年以上にわたって成長率を引き下げるはずがない。



行動規制(≒人流抑制)による感染防止効果について筆者は詳しい知見を持たない。だから、その是非を論じることも控える。しかし、少なくとも成長率の格差に関しては「新規感染者数に拘泥せずに経済を走らせた欧米」と「それに一喜一憂し続けた日本」の差異が出たのは間違いない。例えば、7~9月期のユーロ圏はデルタ変異株の感染拡大に見舞われたフランスやスペインという大国を抱えながら前期比年率+9.1%(前期比+2.3%)と潜在成長率の4倍以上の仕上がりを実現している。



同じ時期の日本は毎日のように新規感染者数を大々的に報じ、期中のほぼ全てを緊急事態宣言で過ごした。期中の付加価値を積み上げた結果であるGDPに差が出るのは当然である。日本は新型コロナウイルスの犠牲が世界的にも少ない先進国だが、こと成長率に関し言えば、基本的には欧米の後塵を拝する構図が続いてきた(図)。その理由は防疫政策の差以外何物でもない。

～今冬に問われる岸田政権の真価～

11月11日時点で東京都の実効再生産数(ある期間における1人の感染者が感染させる人数の平均値)が1を優に超えており、経験則に倣えば、恐らくここから新規感染者数は底打ちの上、増勢に転じることが予見される。従前の為政者の立ち回りを参考にすれば、新規感染者数の増加がメディアで取りざたされ、これにコロナ分科会が反応の上、何らかの行動規制を打ち出し、政府もこれに応じるという展開がこれまでのパターンである。第5波と呼ばれた感染拡大について、人流と感染拡大の因果が相当怪しいものになったという説もあるが、「事態を放置した」と言われないためにも、引き続き新規感染者数のヘッドラインこそが防疫政策のアクセルを踏む合図になるのではないか。本来、英国のようなロードマップがあればそうした一喜一憂はしないはずだが、今になってもそれは存在しない。結局、従前の対応が繰り返される懸念は残る。第二次岸田政権下の日本経済が過去3四半期と同じ轍を踏まないで済むかどうか。ワクチンパスポートの活用や病床増強といったコロナ対策に含まれる文言に期待を寄せたい。分配のための高成長を遂げることができるのか。その真価は今冬に問われる。

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12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安 & 資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの幅幅は大相場の前兆か?
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～
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～「目先の生活」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～真実味帯びる「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～