

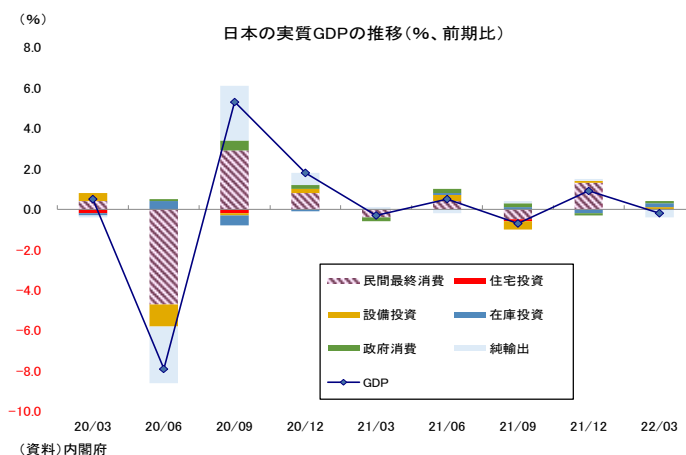
みずほマーケット・トピック(2022 年 5 月 19 日)

本邦 1～3 月期 GDP を受けて～「成長を諦めた国」～

22 年 1～3 月期の日本の実質 GDP 成長率は 2 四半期ぶりのマイナス成長に転落。21 年 1～3 月期から 1 四半期ごとにプラスとマイナスを繰り返しており、日本経済がパンデミック局面から抜け出せずに足掻いているという様子がよくわかる。過去 2 年間、「経済より命」路線は確実に経済を破壊し続けており、岸田政権の支持率から判断する限り、この状況を大多数の国民が受け入れてしまっている。今やコロナ前の GDP 水準を回復できていないのは主要国では日本くらいだが、「成長を諦めた国」は日本国民が選んだ結果でもある。世論が付いている以上、政府・与党が既存方針を修正する理由がなく、今後も似たような展開が予想される。なお、実質 GDP は政府・与党の政策次第で落ち着きを取り戻すことが期待される一方、実質 GDI の悪化は止まる気配がない。「悪い円安」論が幅を利かせやすいのも結局のところ、実質 GDI に象徴されるような購買力低下を実感する向きが多いからだろう。資源高という海外環境は日本からではどうしようもないだけに、せめて国内において要らぬ足枷を嵌めることがないように願うばかりである。

～国民が望んだ「成長を諦めた国」～

昨日、内閣府から公表された 2022 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率(1 次速報値)は前期比年率▲1.0% (前期比▲0.2%)と、高成長(前期比年率+3.8%)の同期から一転して 2 四半期ぶりのマイナス成長に転落した。2021 年 1～3 月期から 1 四半期ごとにプラスとマイナスを繰り返しており、日本経済がパンデミック局面から抜け出せずに足掻いているという様子がよくわかる。もっとも、足掻いているという表現は適切ではないかもしれない。未だに新規



感染者の絶対水準に拘泥し、マスクの手放せない生活が続いている。世界的に見れば異様な光景も日本では日常になっている。マスクがあるから低成長だという話ではない。それが象徴する過剰な防疫意識が消費・投資意欲を削いでいることが重要である。過去 2 年間、「経済より命」路線は確実に実体経済を破壊し続けており、岸田政権の支持率から判断する限り、この状況を大多数の国民も肯定している。悪化ペースが緩やかゆえに今を生きる人々が実感しにくいのかかもしれないが、後述するように、日本経済が置かれている状況は客観的に見て先進国の中で相当不味いと言わざるを得ない。「成長を諦めた国」は国民が望んだ結果とも言える。

～堅調な個人消費は行動制限への達観？～

説明するまでもないが、1～3 月期のマイナス成長はオミクロン変異株の感染拡大を受けて再び行動制限に踏み切ったことに由来する。しかし、個人消費がマイナスではなく横ばいにとどまったことは意外であり、それが今期の落ち込みを大分抑制した。オミクロン変異株の感染拡大は 1～2 月がピークであり 3 月以降は行動制限解除を視野に個人消費が回復したことが寄与している可能性もあるが、正確な理由は判然としない。もう「ポーズだけの行動制限措置」と達観



した人々が以前より自粛に協力しなくなっているという可能性もあろう。まん延防止等重点措置の期間、人手が減らないという報道は散見されたが、実際、内閣官房デジタル田園都市国家構想実現会議事務局が提供する地域経済分析システム(RESAS)のデータを見ても、これは確認できる。図示されるように、オミクロン変異株の感染者数急増と共にまん延防止等重点措置を発出したにもかかわらず、人流が顕著に抑制されたという印象はない。今後、感染拡大の新しい波が到来することがあっても、効果的な行動規制をどのように構築すべきかに関し、新たなインセンティブ設計は必要になるはずである。なお、5 月 17 日には大手飲食チェーン店が時短命令を巡り、東京都に損害賠償を求めている裁判において「命令は特に必要と認められず、違法」との判決が出ている。飲食店への時短命令も行動制限措置の一環だが、違法な命令を下してまで効果の薄い防疫政策を打つことはもう自重すべきであろう。感染対策のアップデートをする時期である。

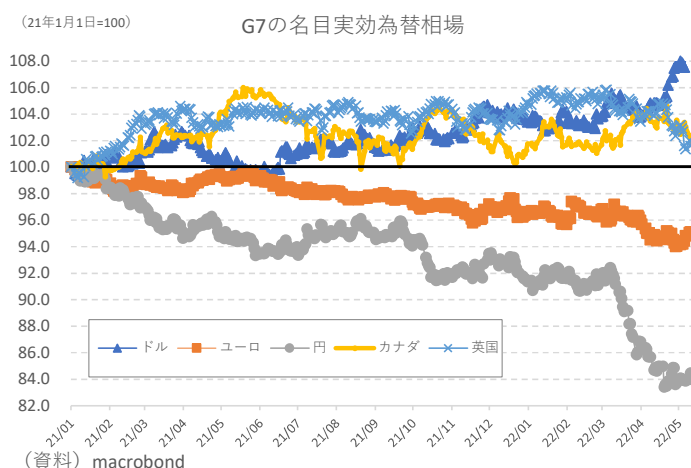
～完全に取り残された日本～

周知の通り、まん延防止等重点措置は 3 月下旬に全面解除され、5 月 GW 中の人出は相当程度回復している。GW 前に警告が見られた「2 週間後の感染拡大」は現時点では見られておらず、人流と感染拡大の因果関係はかなり怪しいものと言わざるを得ない。このままいけば 4～6 月期は個人消費にけん引され、高い成長率に復帰できるだろう。日本経済研究センターの「ESP フォーキャスト」によれば 4～6 月期は前期比年率 +5.18%まで加速する予想である。

しかし、日本の過剰な防疫意識を前提にすれば、成長軌道は引き続き安定しない。過去 2 年のパターンに従えば、仮に



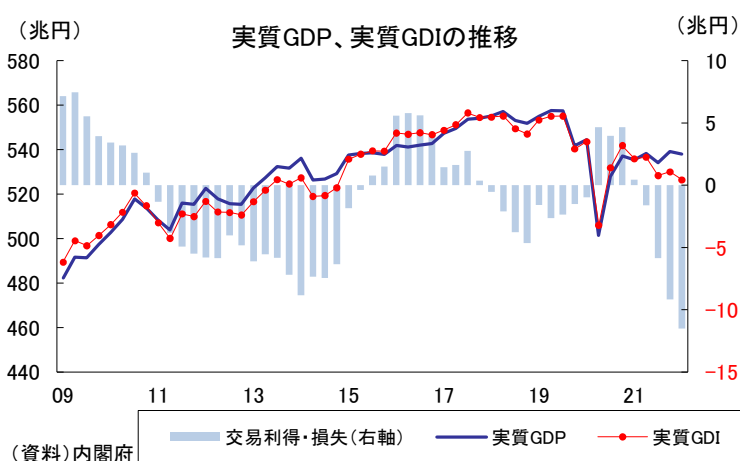
7～9 月期以降に感染拡大が見られた場合、4～6 月期の高成長を「気の緩み」と指差す流れが目に見えかねない。そこで再び自滅的な低成長（行動制限）を選択することになる。その悪循環を脱却すべく現実的な政策を打つべきだろうが、「経済より命」路線に対する根強い国民の支持を踏まえれば、政府・与党もこの方針を変える理由がなく、同じことが再び起きる可能性は否定できない。人々は感染対策のために生きているわけではないはずだが、日本ではそうなってしまう。前頁図は主要国



の実質 GDP 水準に関し、2019 年 7～9 月期を 100 とした場合の推移を見たものだ。10～12 月期ではなく 7～9 月期としているのは消費増税と台風 19 号による大きな下押し圧力（共に 2019 年 10 月の出来事）を受ける前で比較したいためだ。日本は当時の水準に対して依然として▲4%ほど届いていない。これが如何に異様な姿ペースなのかは図を一瞥すれば多くの説明を要しない。「成長を諦めた国」というのは大袈裟な形容ではなく、純粋な事実である。円が実効ベースで急落し、日経平均株価がその他主要指数にはっきり劣後している状況と無関係とは思えない（図）。

～見るべきは実質 GDI が示す購買力悪化～

なお、今の日本経済の実情をより正確に映し出すのは実質 GDP に交易条件の変化（＝交易利得・損失）を加えた実質 GDI（国内総所得）である。1～3 月期の実質 GDP が前期比年率▲1.0%であったのに対し、実質 GDI は同▲2.7%と3倍弱の落ち込みになっている。それだけ資源価格の高騰および円安によって海外への所得流出が進み、日本経済としての購買力が失われたことを意味している。これまでも述べてきたように、



実質 GDP はプラスとマイナスを交互に繰り返しており「停滞」という形容が当て嵌まるが、実質 GDI は「悪化」の一途を辿っている。この間、円の実質実効為替相場（REER）が半世紀ぶりの円安を記録し「安い日本」の象徴として取りざたされたことは周知の通りだが、実質 GDI も「安い日本」ないし「貧しい日本」の一端を示す計数と言える。巷間言われる「悪い円安」論は結局、家計部門のコスト負担を端的に言い表す議論と言えるが、その意味では国内の生産実態を捕捉する実質 GDP よりも所得実態を捕捉する実質 GDI の方が現状把握に向いていると言える。

問題は、過剰な防疫政策が修正され、何の行動規制も入らない状態になれば実質 GDP は相応

に回復しそうだが、高止まりする資源価格に起因する実質 GDI の低迷は出口が見当たらないということだ。少なくともウクライナ危機に伴う資源価格上昇は 2 月下旬以降であり、交易損失拡大がフルに転嫁されるのは 4～6 月期以降になる。その間、実質 GDI は低迷し、家計部門の消費・投資意欲はどうしても委縮しやすくなる。結果、実質 GDP も伸び悩む懸念がある。不可抗力である国外環境に強い逆風が吹く中、せめて国内環境は政策的に足枷を嵌めるような行為は避けて欲しいと願う。

市場営業部
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
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERIは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常態なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～