

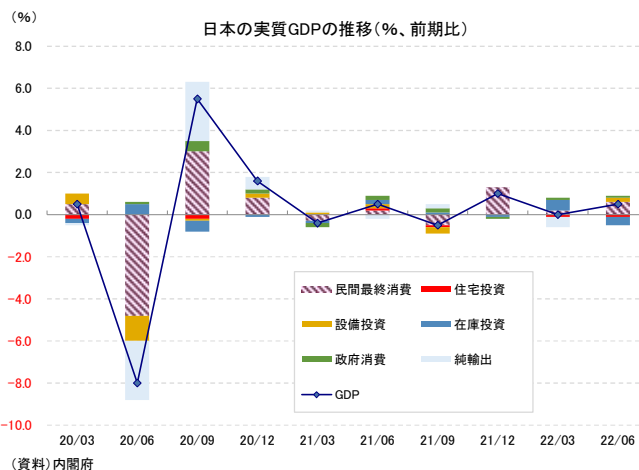
みずほマーケット・トピック(2022 年 8 月 16 日)

## 本邦 4～6 月期 GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～

2022 年 4～6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%(前期比+0.5%)と 2 期ぶりのプラスだった。なお、今回の結果を受けてヘッドラインでは大々的に GDP 水準が「コロナ前」を回復したことが取りざたされている。しかし、この解釈は相当にミスリーディングである。「コロナ前」の目安として多用される 19 年 10～12 月期は消費増税および台風 19 号の影響によって大崩れした時期だ。22 年 4～6 月期の実質 GDP の水準は、19 年 7～9 月期、19 年 1～3 月期から 7～9 月期までの 3 四半期平均、2019 年暦年、いずれと比較しても大きく下回っている。19 年 10～12 月期を「コロナ前」として定義し、正常化を強調するのはあくまで大本営発表だろう。そもそも入国制限を残したまま正常化を謳うのは不可思議である。大多数の国民は名目賃金が上がらない一方、物価が騰勢を強める現状に満足していないだろう。こうした日本経済の現状を最も的確に把握するのは生産「量」の概念である実質 GDP ではなく、「購買力」を把握する概念である実質 GDI。実質 GDP と実質 GDI を合わせ見ることで日本経済の実相に迫ることができる。

### ～「コロナ前」回復は大本営発表～

昨日内閣府から公表された 2022 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%(前期比+0.5%)となった市場予想の中心(前期比年率+2.5%)をやや下回った。個人消費が想定ほど伸びなかったこともあるが、在庫投資の寄与度が▲0.4%ポイントと大きかったことが響いている。供給制約の厳しさから在庫取り崩しの動きが予想以上に進んだ実情が透ける。それでも政府が行動制限をかけなければ民間の消費・投資(個人消費や設備投資)主導でプラス成長を維持



できるという姿が改めて確認された格好といえる。図に示されるように、過去 1 年以上、日本の GDP はプラスとマイナスを交互に行き来しているが、これは感染拡大に合わせて行動制限を設定したり解除したりしている動きと符合している。世界的には独特の成長軌道と言って良い。

なお、今回の結果を受けてヘッドラインでは大々的に GDP 水準が「コロナ前」を回復したことが取りざたされている。しかし、本欄では繰り返し論じているように、この解釈は相当にミスリーディングである。「コロナ前」の目安として多用される 2019 年 10～12 月期は消費増税および台風 19 号の影響によって前期比年率▲14.3%(前期比▲2.80%)と大崩れした時期だ。実質 GDP の水準に関し、2022 年 4～6 月期を 2019 年 7～9 月期と比較すると▲2.7%、2019 年 1～3 月期から 7～9 月

期までの 3 四半期平均と比較すると▲2.6%、2019 年暦年と比較しても▲1.9%と依然としてその差はかなり残っていることが分かる。主要国・地域を見渡しても、仮に 2019 年 7～9 月期を基準とした場合、これを下回っているケースはやはり目立っており、この特異性こそ今見るべき点だろう(図)。2019 年 10～12 月期を「コロナ前」として定義し、正常化を強調するのはあくまで大本営発表であり、額面通りの受け入れは難しい。そもそも未だに水際対策と称し

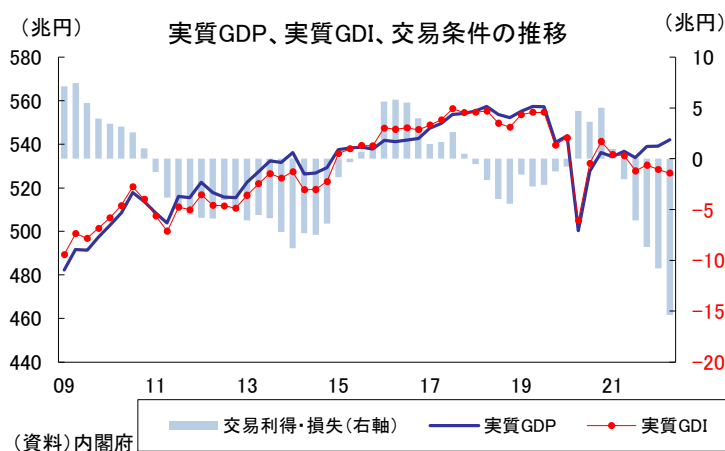
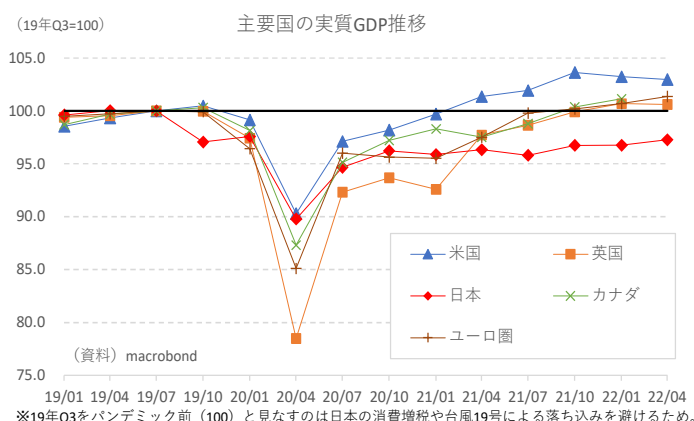
て入国制限をかける状態で「コロナ前」を謳うことに無理がある。本稿執筆時点で日本の新規感染者数は 3 週連続で世界最大なのだから、どちらかと言えば水際対策を「する側」ではなく「される側」である。現状を恥じた上で即刻修正されるべきだと思われる。

### ～本当に見るべきは実質 GDI～

大多数の国民は名目賃金が上がらない一方、物価が騰勢を強めている現状に満足していないはずであり、これは各種世論調査などにも表れる。当然、「実体経済が正常化を果たした」とは感じていないだろう。過去の本欄<sup>1</sup>でも強調したように、実質 GDP は生産「量」の概念だ。これに交易条件の改善・悪化(交易利得・損失)を加味し日本経済の「購買力」を把握できるようにした概念が実質国内総所得(GDI)である。実質 GDP は生産「量」を把握するが、交易条件の変化に伴う日本経済の「購買力」の変遷までは把握できない。直感的に実質 GDI が改善しない経済で景況感も改善しないことは想像に難くない。そうした込み入った議論をせずとも資源高と円安の同時進行で望まぬ物価高が発生していることを国民は体感していると思われる。その体感を数値化したものを実質 GDI と考えて貰っても差し支えない。

実質 GDP と実質 GDI の乖離が非常に大きくなっていることは右図を一瞥すれば明らかである。実質 GDP は極めて緩やかながら水準を回復しているが、実質 GDI ははっきりと水準の切り下げが進んでいる。リーマンショック以降を振り返っても、資源高や円安が顕著に進む局面はあり、その都度、両者の乖離は問題視されたが、今次局面のそれは突出して大きい。ちなみに GDP に対する交易損失の比率を見ると、今期は▲2.8%に

達している。過去 1 年を振り返ってみれば、2021 年 4～6 月期の▲0.4%以降、▲1.1%、▲1.6%、



<sup>1</sup> 本欄 2022 年 5 月 19 日号『本邦 1～3 月期 GDP を受けて～「成長を諦めた国」～』をご参照下さい。

▲2.0%、▲2.8%と改善どころか悪化ペースが加速している。本来、一国の経済活動は生産(付加価値=GDP)、分配(所得=GDI)、支出(需要=GDE)のいずれで評価しても規模が等しくなる「三面等価の原則」が成り立つはずだが、日本でははっきりとそうになっていない。これは原油を筆頭とする鉱物性燃料やその他素原材料を輸入し、これを加工し、輸出するという徹底した加工貿易体制によって輸入物価の上昇が交易条件の悪化(すなわち GDI の悪化)に直結しやすいという事情などが推察される(この点は諸説あるが、議論は別の機会に譲りたい)。輸入物価の上昇に合わせて輸出物価も引き上げることができれば交易条件の悪化は起きないが、日本ではそうになっていない。価格を引き上げてしまうと輸出が難しくなるという事情、端的に言えば輸出競争力の低下などが頻繁に指摘される。海外を見渡せばドイツも資源輸入国で輸出大国だが、交易条件の悪化はさほど話題にならない。これは域内貿易比率が高いという事情や輸出物価の引き上げ(≒コスト上昇の価格転嫁)に踏み切りやすいという事情が考えられる。

いずれにせよ、日本経済の現状がヘッドラインで取りざたされる実質 GDP の動きからでは把握できない困難な状況に直面しているのは間違いなく、それは実質 GDI の悪化(端的には購買力の悪化)を見た方がよく分かる。実質 GDP と実質 GDI を合わせ見ることでしか、今の日本経済の実相は見えてこないと言って差し支えない。

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](mailto: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](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8月15日 | 独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～                            |
| 2022年8月12日 | 週末版                                             |
| 2022年8月10日 | 独ライン川の水位低下とユーロ安リスク                              |
| 2022年8月9日  | 2022年上半期の国際収支統計を受けて                             |
| 2022年8月8日  | ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？                           |
| 2022年8月5日  | 週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)        |
| 2022年7月29日 | 週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)                 |
| 2022年7月27日 | IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて                            |
| 2022年7月25日 | ドル/円相場の近況をどう評価するか？                              |
| 2022年7月22日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～) |
| 2022年7月20日 | ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか                          |
| 2022年7月19日 | パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～                            |
| 2022年7月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)                     |
|            | 週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)            |
| 2022年7月14日 | 米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも                            |
| 2022年7月12日 | やはり顔を出し始めた新規感染者主義                               |
| 2022年7月11日 | リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～                           |
| 2022年7月8日  | 週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスクープゴートにされる可能性～)          |
| 2022年7月7日  | ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～                     |
| 2022年7月5日  | やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～                           |
| 2022年7月4日  | 世界の外貨準備状況～22年3月末時点～                             |
| 2022年7月1日  | 週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～)      |
| 2022年6月28日 | 家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～                         |
| 2022年6月27日 | 世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～                         |
| 2022年6月24日 | 週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)                |
| 2022年6月22日 | 「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況                          |
| 2022年6月21日 | タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～                        |
| 2022年6月20日 | 疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営                             |
| 2022年6月17日 | 週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)                |
| 2022年6月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)                     |
|            | FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～                          |
| 2022年6月14日 | 悲惨指数を感じなかった日本人                                  |
| 2022年6月13日 | 米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来                     |
| 2022年6月10日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)                    |
| 2022年6月9日  | 黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～                      |
| 2022年6月8日  | 金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～                      |
| 2022年6月7日  | 要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～                        |
| 2022年6月6日  | ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～                     |
| 2022年6月3日  | 週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)            |
| 2022年6月2日  | 変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望                           |
| 2022年5月31日 | 31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方                         |
| 2022年5月27日 | 週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)      |
| 2022年5月26日 | ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～                         |
| 2022年5月25日 | ブログで政策修正を図ったECBの真意                              |
| 2022年5月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)                     |
|            | 週末版(円安相場は終わりののか？～先行きは夏場以降の政治次第～)                |
| 2022年5月19日 | 本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～                       |
| 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REER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」のブレイクが重要～)            |
| 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～ルーブルにも負ける円～                        |
| 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～「三步進んで二歩下がる」～                          |
| 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～                      |