

みずほマーケット・トピック(2023年2月15日)

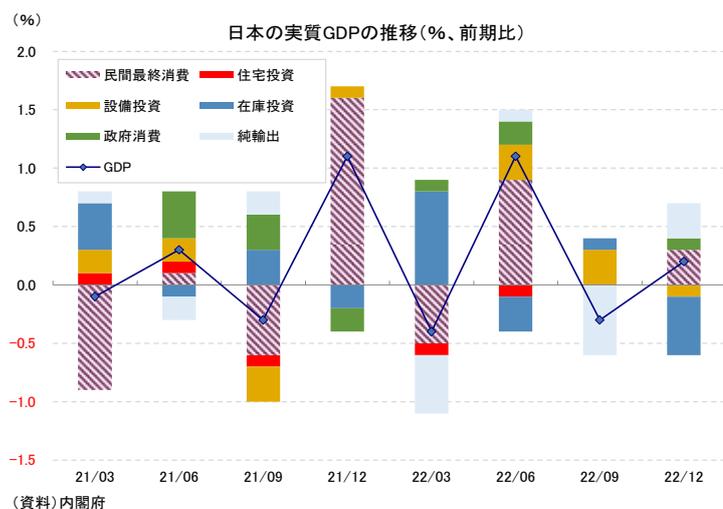
本邦 10～12 月期 GDP～3 年経ってもコロナ前～

22 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.6%と市場予想の中心を下回った。2 四半期ぶりのプラス成長とはいえ前期(7～9 月期)の落ち込み(▲0.3%)すら取り返せていない。内需全体の寄与度が▲0.2%ポイントと勢いに乏しかったが、インバウンド需要拡大と原油価格・円安のピークアウトで外需が何とかプラス寄与となったことで辛うじてプラス成長に漕ぎつけた格好。内需の落ち込みは在庫取り崩しに起因している。これは今後の在庫積み上げを通じて復調のバネになり得るが、そもそも冴えない実体経済を前に企業が投資行動を抑制し、生産活動が細った可能性を孕んでおり、前向きな評価は困難。また、每期注目される「コロナ前を復元できたか」という視点では未だ残念な状況。22 年 10～12 月期は 19 年 7～9 月期と比較して▲1.8%、19 年平均と比較して▲0.9%、依然下回っている。パンデミック発生から 3 年が経過してもマスク着脱可否が社会的議論となっている現状は、今一つ盛り上がり欠ける内需の現状と整合的。なお、実質 GDI の改善が見られたことは数少ない前向きな材料だが、これまでに負った傷が深過ぎるため、その動きが個人消費を焚きつけるというストーリーまでは描きにくい。

～企業の慎重姿勢を映す在庫取り崩し～

昨日、内閣府から公表された 2022 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率(1 次速報)は前期比年率+0.6%(前期比+0.2%)と、市場予想の中心(前期比年率+2.0%、以下特に明記しない限り前期比年率とする)を大きく下回った。2 四半期ぶりのプラス成長だが、前期(7～9 月期)が▲1.0%だったのだから、その分は取り返せていないことになる。10 月と言えば、水際対策の大幅緩和や全国旅行支援などが着手されたタイミングであり、ヘッドライン上の勢いはもっと強い仕上がりが期待された。

需要項目別(前期比)にみると、上述した全国旅行支援の開始などを筆頭にサービス消費が▲0.1%から+1.4%と急増しており、この影響もあって民間最終消費は横ばい(+0.0%)だった前期から+0.5%へ復調が見られている。片や、民需のもう 1 つの柱である設備投資は前期の+1.5%から▲0.5%へ、3 期ぶりにマイナスに転じている。そのほか政府消費も+0.1%から+0.3%へ、なにより民間在庫(寄与度)も▲0.5%ポイントと全体感を規定している。在庫取り崩しは今後の在庫積み上げを通じて復調のバネになり得るが、そもそも冴えない実体経済を前に企業が投資行動を抑制し、生産活動が細った可能性を孕んでおり、

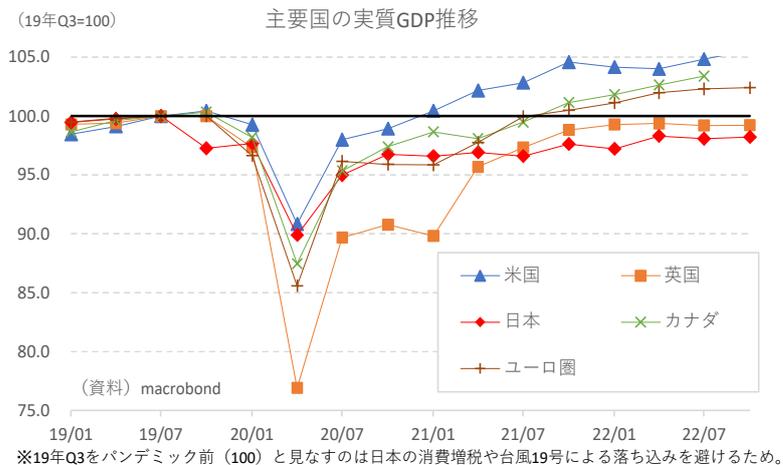


前向きな評価は難しい。過去の本欄でも論じたように、昨秋以降、海外経済環境の悪化が輸出減速に及んでおり、生産調整を図りながら在庫を圧縮する動きは先行しやすい兆候はある。今回のような在庫投資主導の成長率鈍化は警戒を要する。

なお、上述したような内需は合計すると▲0.2%ポイントのマイナス寄与である。それでも成長率全体がプラスを維持できたのは外需(+0.3%ポイント)の伸びによるものだが、上述したように財の輸出が増えているわけではない。増えているのはサービスの輸出であり、これが10月以降の水際対策緩和の成果として指摘できる。

～2 四半期ぶりプラスでも「コロナ前」～

ちなみに每期注目される「コロナ前を復元できたか」という視点では未だ残念な状況が続いている。日本にとってのコロナ前とは消費増税と台風19号の影響で下押しされる2019年10～12月期の前期である2019年7～9月期、もしくは2019年平均と定義するのが妥当である。この点、2022年10～12月期は2019年7～9月期と比較して▲1.8%、2019年平均と比較して▲0.9%、依然として下回っている。



主要国の中では日本と英国だけが2019年7～9月期の水準を下回っている(図)。しかし、2021年12月以降で合計+275bpsの利上げを敢行している英国と緩和路線を堅持してきた日本という構図を踏まえれば、やはり日本の仕上がりは残念である(しかも日本の方が負けている)。パンデミック発生から3年が経過してもマスク着脱可否が社会的議論となっている現状は、今一つ盛り上がり欠ける内需の現状と整合的と言えるだろう。米国もユーロ圏もインフレ高進に悩みつつ、かなり前にコロナ前の水準に回帰し、加速を続けている。昨年来、内外金利差が円安相場の一因と指摘されているが(筆者はそれだけが原因とは思わないものの)、仮にそうだとすれば現状の成長率格差が金利差に直結するのは必然で、円安相場は簡単には終わらないように思える。

～懸案の実質GDIは漸く底打ち～

精彩を欠く10～12月期のGDPにおいて唯一、前向きに評価できるのが実質GDI(国内総所得)の動きだ。過去1年、GDP統計が出るたびに議論される点だが、現状では実質GDPよりも実質GDIの方が景気情勢を図る尺度として適切である。実質GDPが生産「量」の概念であるのに対し、実質GDIは「購買力」の概念である。実質GDPに交易条件の改善・悪化(交易利得・損失)を加味することで実質GDIになる。市井の人々の景気実感に近いのは実質GDPではなく実質GDIと考えられる。周知の通り、原油価格は2022年半ばに、円安相場は2022年10月にピークを迎えている。これまで日本の実質所得環境を苦しめてきた交易条件(輸出デフレーター÷輸入デフレーター)に関し、ようやく輸入デフレーターが低下に転じることで改善が期待できる局面に入ってきている。

具体的に見ると、日本から海外への所得流出である交易損失(％、対GDP)は前期の▲3.5％から10～12月期は▲3.3％へと2020年4～6月期以来、10期ぶりに縮小している。この結果、実質GDIの成長率は+1.6％で前期の▲3.9％から大幅に改善しており、ようやくトレンドが変わる兆しを確認できる。もともと、実質GDIに関してはここまでに負った傷が深過ぎるという現実を直視する必要がある。



この点は右図を一瞥しても分かる話だが、例えば2020年1～3月期からの成長率(ここは前期比とする)を累積すると、実質GDPが計+1.5%ポイント、実質GDIが計▲1.6%ポイントとかなり乖離がある。それだけ国民の体感する実質所得環境が悪化した状態が残存しているのであり、交易条件の改善がそのまま個人消費を押し上げるような世相に至るにはまだ相当の時間が必要と言える。また、本稿執筆時点では円安・ドル高はやはりぶり返しており、原油価格も大して下がらないという状況に直面している。果たして実質GDIがこのまま浮揚していくのどうかは確証が持てず、内需に勢いを欠いた状態が続いてしまうようにも思われる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分) 日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見直し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見直しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか?
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
2023年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分) 懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分) FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか?
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているのか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか?
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
2022年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分) 通貨高競争の足音～G20議長総括から何を学ぶか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか?
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分) 円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はここまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について