

みずほマーケット・トピック(2023年5月18日)

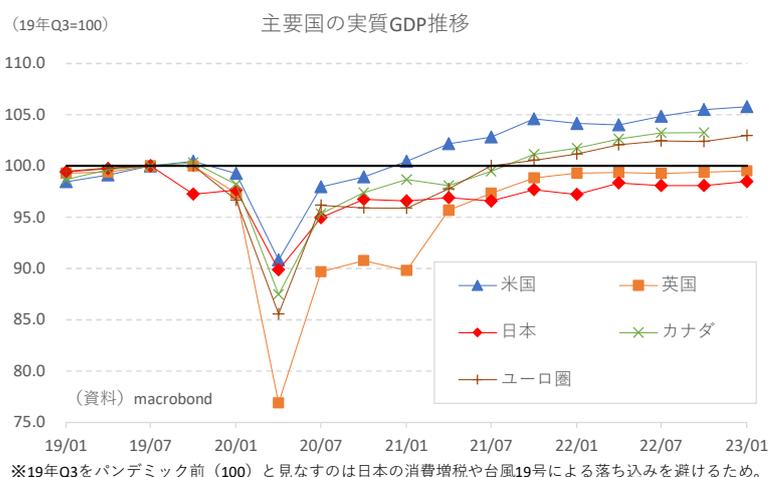
1～3月期 GDP を受けて～ペントアップ需要を阻む円安～

23年1～3月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.6%(前期比+0.4%)と市場予想を上回った。総じて「外需の下押しを内需の上振れが相殺した」という構図であり、4～6月期も似たような動きになる公算が大きい。長期化してきた防疫政策の反動が内需に出てくるのは必然とも言える。もっとも、毎度注目される「コロナ前への回帰」という視点では未だに達成されておらず、23年1～3月期の実質 GDP は2019年暦年平均よりも▲0.6%低い。これまで悪化の一途を辿ってきた実質所得環境は改善が継続中。まだ実質 GDI と実質 GDP の乖離は大きいものの、交易条件の改善は個人消費の追い風になっていそう。5月8日の5類引き下げを契機として4～6月期以降も正常化の動きが消費・投資意欲を焚きつけるだろう。しかし、資源価格や円相場の動きを見る限り、交易条件の改善やこれに伴う実質所得環境の改善は頭打ちも近そう。23年上半期はアフターコロナの幕開けという起爆剤があるとしても、その持続性には疑問符が付く。

～まだ見えてこない「コロナ前への回帰」～

昨日内閣府から公表された2023年1～3月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.6%(前期比+0.4%)と市場予想の中心(前期比年率+0.8%)を上回った。日本以外の国々が金融引き締めに取り組む中、外需停滞は鮮明であり、輸出が前期比▲4.2%と大幅に減少したことが目に付いた。だが、アフターコロナを見据えた社会の正常化がようやく進捗したことで個人消費が前期比+0.6%と2022年4～6月期以来、3期ぶりの大幅な伸びを示しており、市場予想を超える堅調な仕上がりに着地している(以下、特に明記しない限り前期比で議論)。総じて「外需の下押しを内需の上振れが相殺した」という構図であり、4～6月期も似たような動きになる公算が大きそうである。

もっとも、毎度注目される「コロナ前への回帰」という視点では未だに達成されていない。絶対額で見た場合、2023年1～3月期の実質 GDP は2019年暦年平均よりも▲0.6%低く、消費増税直前の2019年7～9月期よりも▲1.5%低い。増税直前では駆け込み需要の影響もあるため、参考までに2019年1～3月期から7～9月期の平均と比較しても▲1.3%低い。コロナ前の水準として政府やメディアが引用しがちな2019年10～12月期よりは+1.3%高いものの、同時期が消費増税と台風19号で特別に押し下げられていたことを思えば、その時期に回帰することを「コロナ前への回帰」



とは呼べない。根拠薄弱な防疫政策で負った傷跡は思いのほか深いものと言わざるを得ない。

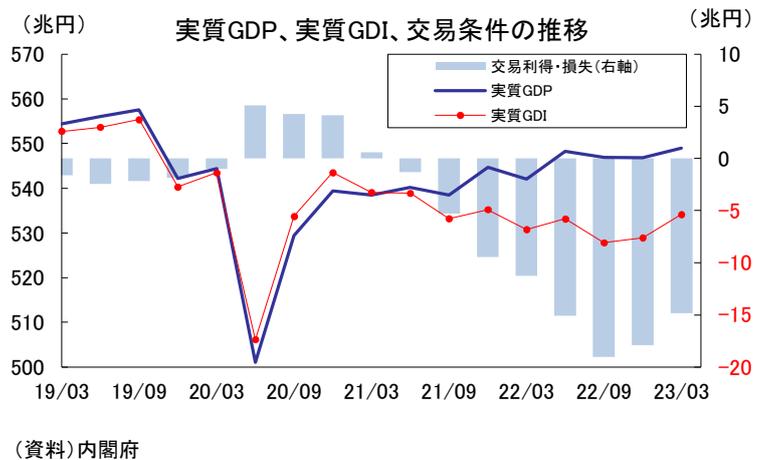
～実質所得環境の改善は続く～

悪化の一途を辿ってきた実質所得環境は改善に転じている。過去1年、生産「量」の概念である実質GDPに対し「購買力」の概念である実質GDI(国内総所得)は顕著な劣後が続いてきた。言うまでもなく実質GDIの悪化は資源高と円安が慢性化してきた結果であった。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。コストプッシュ型の物価上昇を受けて悪化する景気実感を正確に表現する



のは明らかに実質GDPよりも実質GDIである。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おり、交易条件(輸出デフレーター÷輸入デフレーター)は、ようやく輸入デフレーターが低下に転じることで改善に振れ始めている(図)。

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2022年7～9月期の▲3.5%をボトムとして同10～12月期には▲3.3%へ10期ぶりの改善となっていたが、2023年1～3月期も▲2.7%と顕著な改善が続いている。成長率を見ても実質GDIの成長率は+1.0%と実質GDP(+0.4%)の倍速以上で巻き返している。もっとも、理論的に一致するはずの実質GDIと実質GDPは依然として大きく乖離している



(図)。2020年1～3月期からの成長率(前期比)を累積すると、実質GDPが計+1.8%ポイント、実質GDIが計▲0.7%ポイントと開きはある。それだけ国民の体感する実質所得環境が悪化した状態は残存していることになる。今期見られたような旺盛な個人消費はあくまでペントアップ需要の結果であり、皮肉って言えば、長引いてきた感染対策の結果とも言える。

～早くも頭打ちが近づく交易条件の改善～

交易条件の改善とこれに伴う個人消費の復調は4～6月期以降も日本経済の原動力になることが期待される。5月8日に新型コロナウイルス感染症法上の分類が従来の2類相当から季節性インフルエンザと同じ5類に引き下げられたことを皮切りに、今後も正常化の動きが消費・投資意欲を焚きつけるだろう。例えばコロナに感染しても街の医療機関で受診が可能になるし、濃厚接触者を

縛っていた外出制限もなくなる。様々な形で「感染することのコスト」が下がっていくことは個人消費の追い風となるはずだ。しかし、交易条件の先行きはあくまで資源価格や円相場などの動きに依存する。少なくとも昨年来の本欄や『中期為替相場見通し』で睨んできた通り、円高は全く進んでおらず、足許の円相場は慢性的に軟化している。ドル/円相場は既に1月の年初来安値(127円)から+8%弱上昇しており、この動きが続くのだとすれば年央以降は「円安の揺り戻し」で交易条件が改善するような動きは期待できない。また、原油価格も1~3月期で1バレル75ドル程度と昨年10~12月期の80ドル程度からやや下落しているものの、4月以降は70~75ドル程度と概ね横ばいである。2023年上半期はアフターコロナの幕開けという起爆剤があるとしても、実質GDIの改善とこれに伴う個人消費の復調が日本経済を駆動するという昨年来の動きを当然視するのはやはり危うい。

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

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
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合レビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合レビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見直しへの影響はあるか?～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合レビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見直しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基礎的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
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～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	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ビ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～