

みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 17 日)

本邦 4～6 月期 GDP の読み方～冴えない内需～

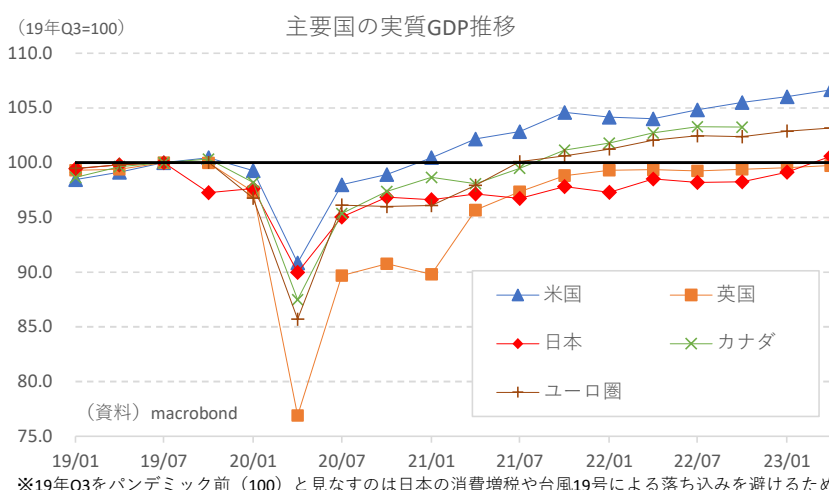
円安地合いが勢いづく中、一昨日は内閣府から 2023 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率が公表され、その高成長が耳目を引いた。欧米に遅れること約 2 年という大変な時間を要したが、日本もようやくコロナ前の GDP 水準を回復しており、ようやくアフターコロナと言える状況に漕ぎつけたことは喜ばしい。しかし、今期の高成長は相当に問題含み。あくまで内需ではなく外需、しかも輸出増加よりも輸入減少に駆動されたものであり、成長の 7 割強を輸入減少で説明できる。「冴えない内需」により統計上の押し上げが実現したに過ぎない。5 類変更にもかかわらず個人消費がマイナスになったことは失望だ。日本では曖昧な行動規制が続けられてきたため、そもそもペントアップ需要が思ったほど存在しなかった可能性。だが、ポジティブな材料もあった。それは GDP デフレーターが大きく伸びたこと。GDP デフレーターは国内主導のインフレ状況を掴む「ホームメイド・インフレ(国内主導の物価上昇)」の尺度として用いられる。直近 3 四半期の上昇が持続性を伴うものかどうかは日本経済の先行きを占う上で重要な論点になる。

～ようやくコロナ前を回復～

ドル/円相場は年初来高値となる 146 円台に突入している。FOMC 議事要旨(7 月 25～26 日開催分)を受け、改めてタカ派色が確認された格好だが、元より FRB が利上げ停止を示唆した状況にはない。結局のところ、現状以上の内外金利差が緩やかに持続するというキャリー取引にとってはもっとも適した地合いが目先に予想される以上、円を積極的に買い戻すのは難しい。

円安地合いが勢いづく中、一昨日は内閣府から 2023 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率が公表されている。結果は前期比年率+6.0%(前期比+1.5%)と、市場予想の中心(前期比年率+3.1%)を大きく凌駕する仕上がりとなった。前期(前期比年率+3.7%)からも大幅に加速しており、名目 GDP 成長率に関して言えば前期比年率+12.0%と 2 ケタ成長を実現している。

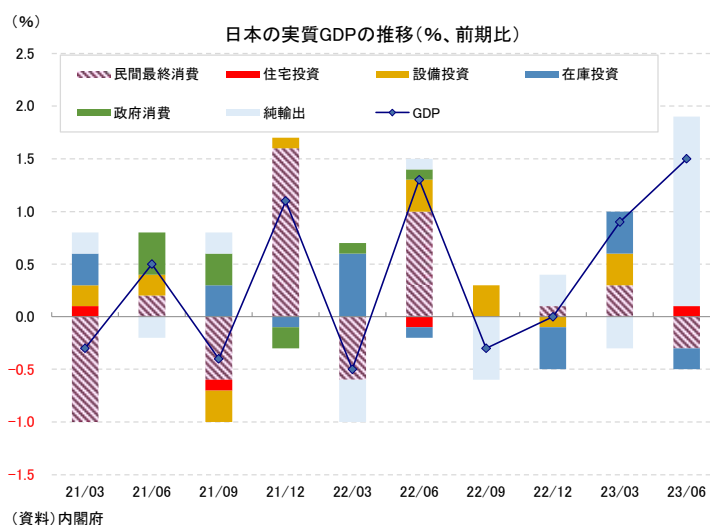
これらを踏まえる限り、2023 年上半期の日本経済が本格的な回復軌道にあったのは間違いなく、常に揶揄の対象となってきた「未だコロナ前の GDP 水準」も 2023 年 4～6 月期の実質 GDP が 2019 年通年に対して+1.5%程度上回るに至っている(図)。欧米に遅れること約 2 年という大変



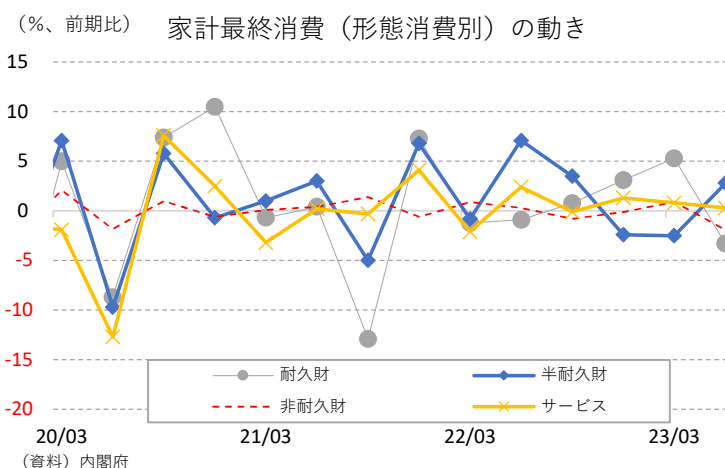
な時間を要したが、ようやく日本経済もアフターコロナと言える状況に漕ぎつけたことは確かだろう。

～「冴えない内需」の結果～

しかし、今期の高成長は相当に問題含みである。既報の通り、今回の成長は内需ではなく外需、しかも輸出増加よりも輸入減少に駆動されたものである。一言で言えば、「冴えない内需」により統計上の押し上げが実現したという印象が強い。これは右図を見れば一目瞭然だろう。前期比+1.5%に対し、外需寄与度は+1.8%ポイント、このうち輸入減少に起因する部分は+1.1%ポイントである。つまり、成長の 7 割強を輸入減少で説明できる。後述するように、これは個人消費が減少に転じたことと平仄が合う結果である。



内需に目を向けると、個人消費は前期比▲0.5%と2022年1～3月期以来のマイナスを記録している。これに対する失望は非常に大きいと言わざるを得ない。というのも、5月8日以降、新型コロナウイルスの感染法上の分類が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踏まえ、サービス消費を中心とした回復が期待されていたからだ。現実にはそうはならなかった。結局、サービス消費は2021年10～12月期をピークとして減少傾向にある(図)。5類引き下げは象徴的な節目ではあったが、日本では曖昧な行動規制が続けられてきたため、そもそもペントアップ需要が思ったほど存在しなかったのかもしれない。消費形態別に見ると耐久財や半耐久財がそれぞれ前期比で▲3.3%、▲1.9%と減少している。財・サービス価格の引き上げが消費意欲を抑制している可能性が推測されるところだ。

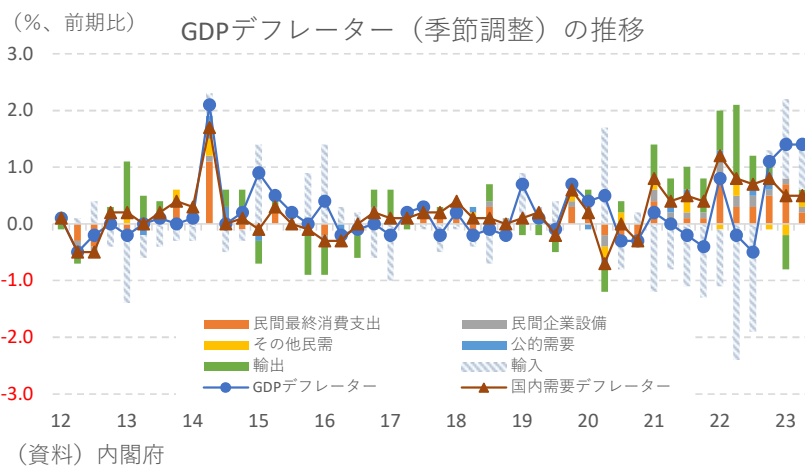


また、民間企業設備投資も前期比横ばいとゼロ成長だった。内需の2本柱が全く冴えない結果、内需寄与度は前期比▲0.3%ポイントとマイナス寄与にとどまった。上述したように、これはそのまま輸入減少の原因と読み替えられる。もちろん、半導体を始めとする供給制約緩和に伴う自動車産業の好調やインバウンド需要に伴うサービス消費増加が輸出を押し上げた部分(前期比+3.2%、寄与度は+0.7%ポイント)もあるが、輸入減少の迫力の方が大きかったと言わざるを得ない。ちなみにインバウンド需要に伴う消費増加は「非居住者家計の国内での直接購入」に相当するが、これは2022年10～12月期から2023年4～6月期の3期について前期比+343.6%、同+60.9%、同

+8.1%と入国規制緩和後の反動が明確に減衰している。インバウンド需要への過度な期待は今後危ういようにも感じられる。

～「ホームメイド・インフレ」の兆しも～

このように高成長とその背景だけに焦点を当てればネガティブな印象が強かったものの、ポジティブな材料もあった。それは GDP デフレーターが大きく伸びたことだ。GDP デフレーターは「名目 GDP ÷ 実質 GDP」で算出される。その定義上、GDP デフレーターは GDP を構成する各需要項目に対応したデフレーターの積算であり、国内需要デフレーターに輸出デフレーターを足して、輸入デフレーターを引くことで求められる。控除項目である輸入デフレーターの低下は GDP デフレーターの押し上げに効く。言い換えれば、交易条件(輸出デフレーター ÷ 輸入デフレーター)が改善すれば、それ自体が GDP デフレーターの押し上げとして現れる性質を持つ(図)。GDP デフレーターの上昇は日本経済にとってはポジティブな現象と理解して差し支えない。



経済分析の世界では GDP デフレーターは資源高や円安など輸入物価上昇に伴うインフレの影響は除外し、国内主導のインフレ状況を掴む「ホームメイド・インフレ(国内主導の物価上昇)」の尺度として用いられることが多い。例えば、輸入デフレーターが+10%上昇しても、国内需要デフレーターが+10%上昇すれば、差し引きゼロ%、GDP デフレーターは動かない。輸入物価上昇分を国内物価に転嫁しただけでは GDP デフレーターの上昇(ホームメイド・インフレ)は実現しないのである。GDP デフレーターがプラスということは、輸入デフレーター経由の物価上昇も価格転嫁された上でなお、国内需要主導で物価上昇が起きている可能性を示唆する。2022 年 10～12 月期以降、前期比で+1.1%、+1.4%、+1.4%と加速が続いており、この持続性については期待が集まる。

もちろん、上述したような算式から導かれるため、昨年までの GDP デフレーターは資源高と円安などを背景に輸入デフレーターの急騰に伴う大きなマイナスが慢性化していた。よって今年に入ってからのプラス転嫁はあくまで過去の輸入物価上昇がラグを伴って価格転嫁されているだけで、過

去 1 年半程度で見れば然るべき動きに過ぎないという解釈もある。実際、今のところはその可能性を疑うべきであろう。いずれにせよ、こうしたホームメイド・インフレの機運は名目賃金上昇にフォローされて初めて持続するだろうから、「いよいよ日本でも継続的な物価・賃金の上昇局面に入ったのか」という命題を考える上で GDP デフレーターの足許の強さには大いに注目である。内需の弱さがクローズアップされた今期の GDP にも一筋の光を見出せないことは無い。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか……)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とボジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」に進むキャリア取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠くの年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがれる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～イベントアップ需要を阻む円安～
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、初会合プレビュー～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月会合プレビュー
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～円安見通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プレビュー～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)