

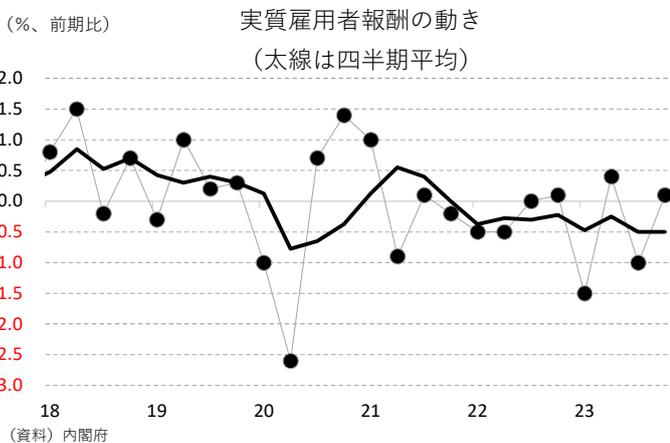
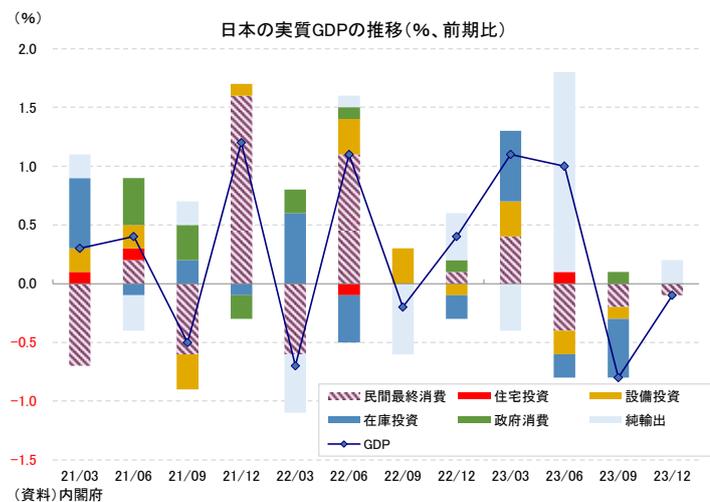
みずほマーケット・トピック(2024年2月15日)

本邦 10～12 月期 GDP を受けて～総崩れ～

本邦 23 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%と 2 四半期連続のマイナス成長。市場予想の中心はプラス成長であったため、ネガティブサプライズである。内需総崩れと言って差し支えなく、円金利上昇を支持するような内容では全くない。民間最終消費が冴えない背景に物価上昇に追いつけない所得環境の苦しさが透ける。ちなみに今回、純輸出はプラス寄与を確保したが、これは財の輸出ではなくサービスの輸出に押し上げられた結果。日本の外需は財と同じかそれ以上の重要度を持ってサービスを評価する時代に入っている。問題は金融市場への影響をどう読むか。マイナス金利解除後、連続的な利上げはないという方針は正副総裁発言からほぼ既定路線だったが、今回の GDP が駄目押しとなった印象。為替市場の観点からは「マイナス金利解除は材料出尽くしで円売り材料になる」というシナリオが現実味を帯びる。

～3 四半期マイナス成長が視野に入る状況～

内閣府が今朝発表した 2023 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率(速報)は前期比▲0.1%(年率▲0.4%)と 2 四半期連続のマイナス成長となった。市場予想の中心はプラス成長であったため、ネガティブサプライズと言える。2 四半期連続のマイナス成長ゆえ、テクニカル・リセッションという表現も当てはまる情勢だ。後述するように、こうした結果を受けて、マイナス金利解除を皮切りに日銀の正常化プロセスのスイッチが入るという、海外投資家による拙速な期待はこれで小康を得るだろう。需要項目別に見ると、内需総崩れと言って差し支えなく、円金利上昇を支持するような内容では全くない。具体的には民間最終消費が前期比▲0.2%と 3 期連続でマイナスとなったほか、設備投資(同▲0.1%)、住宅投資(同▲1.0%)、政府消費(同▲0.1%)と軒並みマイナスとなる一方、辛うじて純輸出がプラス寄与(+0.2%)が

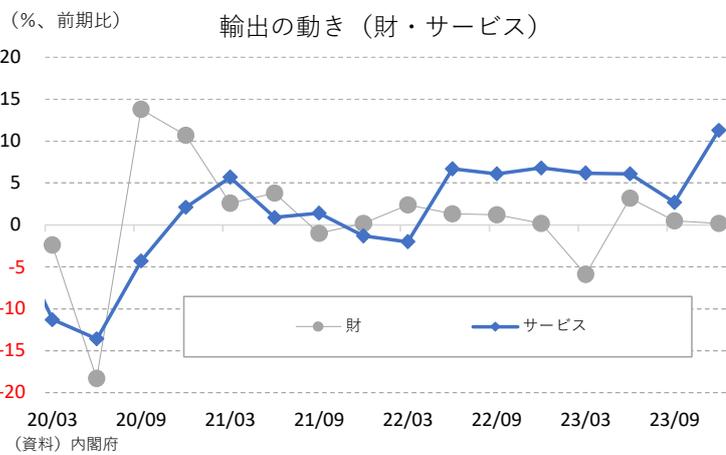


イント)を確保している(前頁図・上)。冴えない民間最終消費は所得環境が物価上昇に迫いつけていないことで勢いが削がれている可能性が推測され、実質雇用者報酬のトレンドが下向きであることからこの点は確認できる(前頁図・下)。

1～3 月期に関しては、能登半島沖地震および一部大手自動車企業の生産停止が重なるため、マイナス成長を予想する声が既に大勢である。つまり、現在の日本経済は 3 四半期連続のマイナス成長の最中にあるという理解になる。かかる状況下、改めて日銀が賃金・物価の好循環を謳うには厳しい情勢と言わざるを得ない。なお、ヘッドラインとなる実質 GDP とは裏腹に名目 GDP は前期比+0.3% (年率+1.2%) であり、現在目の当たりにする市況変動(株高や円安)とは平仄が合う。

～サービス輸出依存が鮮明～

ちなみに今回、純輸出がプラス寄与を確保できたのは輸出が前期比+2.6% (年率+11%) と極めて高い伸びを記録したことによる。これは財の輸出ではなくサービスの輸出に押し上げられたもので、前者が前期比+0.2%とほぼ横ばいであるのに対し、後者は同+11.3%と異様な伸びを記録している。言うまでもなくインバウンド需要(旅行輸出)の結果であり、これを反映する非居住者家計の国内での



直接購入は同+14.1%と突出した伸びを記録している。かねて本欄で論じているように、今や日本の外需は財と同じかそれ以上の重要度を持ってサービスを評価する時代に入っている。

もともと、こうしたサービス輸出の強さが持続性を伴うとは限らない。2023 年 10 月の国際収支統計の際、その他サービス収支赤字が縮小した理由として知的財産権等使用料の黒字が拡大したことが指摘された。これは知的財産権等使用料の構成項目である産業財産権等使用料について、一時的に大きな受取が発生していたことが原因だと言われていた。つまり今回のサービス輸出急伸には一時的な押し上げが織り込まれているため、1～3 月期以降、同じ伸びを期待するのは難しい。

～金融市場への含意～

問題は金融市場への影響をどう読むかである。端的には今回の GDP がマイナス金利解除およびこれに続く利上げを正当化する内容かどうかという読み方になる。そもそも「マイナス金利解除は引き締めではない」という方便も想定されるため、従前の情報発信を踏まえてもここまでは既定路線だろう。しかし、海外市場参加者が想像しがちな「マイナス金利解除は連続利上げの号砲」といった未来を予想するには日本の実体経済は脆弱性が大きいと言わざるを得ない。この点は 1 月 31 日に植田日銀総裁が「大きな不連続が発生する政策運営は避けられる」と述べたこと、2 月 8 日に内田日銀副総裁が「マイナス金利解除でも緩和的な金融環境を維持する」と述べたことなどから元々明らかではあるが、今回の GDP が駄目押しとなったのではないかと考える。

となると、従前から懸念している通り、為替市場の観点からは「マイナス金利解除は材料出尽くしで円売り材料になる」というシナリオが現実味を帯びる。円売りで収益を上げたい向きからすれば「マイナス金利解除さえ済んでしまえばもう日銀発の円高材料は無い」という未来が分かっているのであれば、これほど簡単な状況は無いだろう。

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

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|-------------|---|
| 2024年2月14日 | 「新時代の赤字」と原油と同質性 |
| 2024年2月13日 | 投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～ |
| 2024年2月9日 | 週末版 |
| 2024年2月8日 | 仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～ |
| 2024年2月7日 | PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～ |
| 2024年2月2日 | 週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～) |
| 2024年2月1日 | FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～ |
| 2024年1月29日 | 日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～ |
| 2024年1月25日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～) |
| 2024年1月24日 | 日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～ |
| 2024年1月23日 | ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～ |
| 2024年1月22日 | 「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い |
| 2024年1月19日 | 週末版 |
| 2024年1月18日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) |
| | 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～ |
| 2024年1月17日 | 「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ |
| 2024年1月16日 | マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～ |
| 2024年1月15日 | マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～ |
| 2024年1月12日 | 週末版 |
| 2024年1月11日 | ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～ |
| 2024年1月10日 | 震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～ |
| 2024年1月9日 | 米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～ |
| 2024年1月5日 | 週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～) |
| 2024年1月4日 | 24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」 |
| 2023年12月22日 | 週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雷」のイメージで～) |
| 2023年12月20日 | 日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～ |
| 2023年12月18日 | 2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～ |
| 2023年12月15日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～) |
| 2023年12月14日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) |
| | FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～ |
| 2023年12月13日 | 最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～ |
| 2023年12月12日 | 12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～ |
| 2023年12月11日 | 24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～ |
| 2023年12月8日 | 週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～) |
| 2023年12月7日 | ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～ |
| 2023年12月6日 | 対内直接投資の胎動と今後への展望 |
| 2023年12月4日 | 24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～ |
| 2023年12月1日 | 週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～) |
| 2023年11月28日 | ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望 |
| 2023年11月24日 | 週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～) |
| 2023年11月21日 | 円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～ |
| 2023年11月20日 | 過去最安値に肉薄する円の目名実効相場(NEER) |
| 2023年11月17日 | 週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～) |
| 2023年11月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) |
| | 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか |
| 2023年11月14日 | ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか |
| 2023年11月13日 | 24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～ |
| 2023年11月10日 | 週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～) |
| 2023年11月9日 | 「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～ |
| 2023年11月2日 | 週末版 |
| 2023年10月30日 | 150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～ |
| 2023年10月27日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～) |
| 2023年10月26日 | ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～ |
| 2023年10月23日 | サービス収支に透ける製造業の行動変化 |
| 2023年10月20日 | 週末版 |
| 2023年10月19日 | 本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～ |
| 2023年10月18日 | 再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～ |
| 2023年10月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分) |
| 2023年10月13日 | 週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても…～) |
| 2023年10月12日 | カネ関連収支でも広がるサービス赤字 |
| 2023年10月11日 | 赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引 |
| 2023年10月10日 | 円安シナリオを延命させる中東リスク |
| 2023年10月6日 | 週末版 |
| 2023年10月5日 | 「底打ち懸念」も濃う米経済～米金利上昇の考え方～ |
| 2023年10月4日 | 続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～ |
| 2023年10月3日 | ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について |
| 2023年10月2日 | インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～ |
| 2023年9月29日 | 週末版 |
| 2023年9月26日 | 円安シナリオを長続きさせる貿易赤字 |
| 2023年9月25日 | 日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～ |
| 2023年9月22日 | 週末版 |
| 2023年9月21日 | FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～ |
| 2023年9月20日 | 23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～ |
| 2023年9月19日 | 「欧州の病人」は戻って来たのか？ |
| 2023年9月15日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～) |
| 2023年9月14日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分) |
| 2023年9月13日 | ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～ |
| 2023年9月12日 | 日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～ |
| 2023年9月11日 | 7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～ |
| 2023年9月8日 | 週末版 |
| 2023年9月7日 | 日本の貿易収支が直面する2つの想定外 |
| 2023年9月6日 | 海外出張で体感した内外価格差について |
| 2023年9月4日 | BRICS共通通貨は「いつか来た道」 |
| 2023年9月1日 | 週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～) |
| 2023年8月30日 | 夏を終えても変わらなかつた円の独歩安 |
| 2023年8月28日 | ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感 |
| 2023年8月25日 | 週末版 |
| 2023年8月24日 | ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状 |
| 2023年8月23日 | なぜ購買力平価は使えなくなっているのか |
| 2023年8月22日 | 力強さが続ユーロ圏の雇用・賃金情勢 |
| 2023年8月21日 | 「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門 |
| 2023年8月18日 | 週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～) |
| 2023年8月17日 | 本邦4～6月期GDPの読み方～湧えない内需～ |