

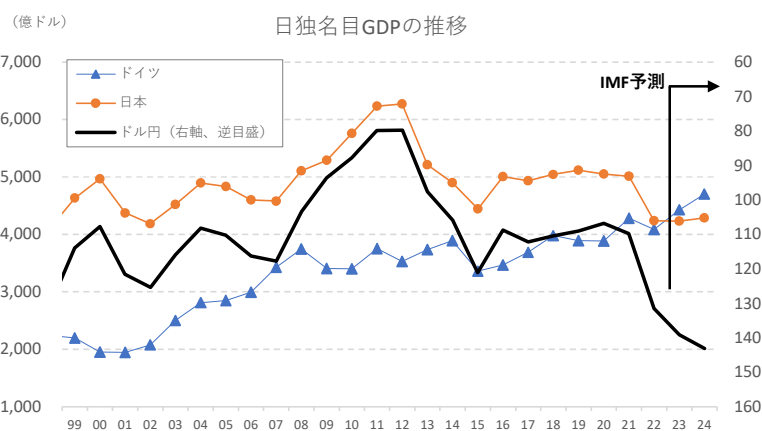
みずほマーケット・トピック(2024 年 2 月 20 日)

日独 GDP 逆転の本質～為替要因だから良いのか？～

先週末、23 年のドル建て名目 GDP に関し、日独逆転が発生したことについて大々的に騒がれている。本テーマはちょうど 1 年前の本欄から繰り返して議論している話であり、予想されていた未来を統計で追認したに過ぎない。しかし、テーマが周知される中、「円安による為替要因であり、4 位転落は騒ぎ過ぎである」といった論調も目にするようになってきている。「為替要因ゆえの逆転なのだから問題は無い」と言わんばかりの論調にどう考えるべきか。日独経済の比較分析については拙著「アフター・メルケル『最強』の次にあるもの」を参照頂くとして、為替変動に責任転嫁した上で安堵感を得ようとする風潮について見解を示しておきたい。結論から言えば、「為替要因ゆえの逆転なのだから問題は無い」といった発想は現実逃避であろう。著しく切り下がった水準が円の新常态だとした場合、ドイツを下回る名目 GDP もまた、日本経済の新常态である。また、そもそもドイツの人口は日本のその 7 割弱しかないことも忘れてはならない。

～為替要因だから 4 位で良いのか？～

先週末、2023 年のドル建て名目 GDP が確定したことを受けて、日本がドイツに次ぐ第 4 位の経済大国へ転落したことが大々的に騒がれている。本テーマはちょうど 1 年前の本欄から何度も繰り返して議論している話であり、予想されていた未来を統計で追認したに過ぎない。しかし、テーマが周知される中、「円安による為替要因であり、4 位転落は騒ぎ過ぎである」という斜に構えた論調や、「普段は見る



ことのないドル建て名目 GDP での比較に意味はあるのか」といった根本的な論点を問う論調なども散見されている。図示されるように、基本的にドル建て名目 GDP を規定するのはドル/円相場ゆえ、為替要因で逆転したという認識に大きな間違いはない。しかし、だからどうだというのだろうか。

「為替要因ゆえの逆転なのだから問題は無い」と言わんばかりの論調にどう考えるべきか。日独経済の比較分析については拙著「アフター・メルケル『最強』の次にあるもの」を参照頂くとして、今回は為替変動に責任転嫁した上で安堵感を得ようとする風潮について筆者なりの見解を示す。

～円高に戻る保証はない～

結論から言えば、「為替要因ゆえの逆転なのだから問題は無い」といった発想は現実逃避でしか

ない。まず、そのような論調は「いずれ円高に戻る」ことを自明の前提としていそうだが、その勝算はどこにもない。もはや本欄では議論を尽くした感があるが、過去 2 年にわたって持続している円安局面の背景について日本固有の要因を微塵も疑わないというのは無理がある。これはドル/円相場ではなく名目実効相場ないし実質実効相場を一瞥すれば分かる話で、あらゆる主要貿易相手国の通貨に対して円はかなりまとまった幅で売られている。対ドルで売られているのではなく、為替市場で忌避されているという表現の方が近い。端的に日本の弱さゆえに円安が大幅かつ長期化しており、その結果としてドイツに追い抜かれているのであれば、楽観視できる要素はどこにもないはずである。著しく切り下がった水準が円の新常態だとした場合、ドイツを下回る名目 GDP もまた、日本経済の新常態ということになる。ちなみにドイツが使っている共通通貨ユーロは確実にドイツの自力と比較すれば割安なのだから、本来はもっと日本とドイツの格差は大きくなっていてもおかしくはない。

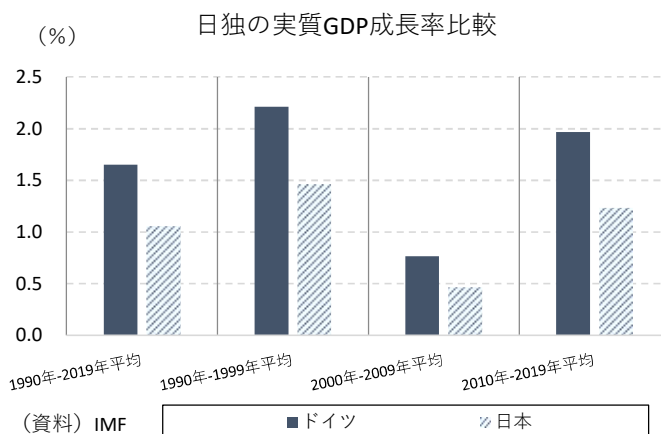
～ドル建て名目 GDP で見る意味～

なお、「普段は見ることのないドル建て名目 GDP での比較に意味はあるのか」という論調に絡めて「日本で生活している以上、ドル建て名目 GDP の国際比較に意味は見出しにくい」といった主張も目にした。これは正視に耐えかねる主張である。この主張は少なくとも 2 点から退けられる。第一に、経済規模を国際比較するにあたってドル建て名目 GDP 以外の尺度はあり得ないこと、第二に日本人の生活は現に円安で苦しくなっていること、だ。

前者に関しては議論の余地が乏しい。敢えて言えば、対案として「国際比較に際し、理論的には購買力平価 (PPP) ベース GDP を見るべきであり、その場合、日本より上には米国、中国そしてインドといった人口で大きく勝る国しかおらず、5 位のドイツとはまだ大きな差がある」という事実が持ち出されることもある。しかし、本欄では執拗に論じているように、そもそも円の PPP 自体が信憑性を欠いている。その原因が恐らくは円ひいては日本経済の構造変化にあると推測される以上、PPP ベース GDP を用いることの是非も多分にある。既に通貨安が輸出増加を通じて貿易収支黒字を積み上げ、需給調整機能を焚きつけることが無くなった日本において、実勢よりも大幅な円高水準にある PPP (例えば IMF の conversion rate だと 91 円台) を使うことがフェアと言えるだろうか。もちろん、ドル建て名目 GDP が万能とは思わないが、単に「経済規模を国際比較する」ということに徹した場合、金融市場が評価する名目為替相場で算出した GDP 規模を使う以外に良い方法は思いつかない。もちろん、「経済規模を比較することに意味はあるのか」という争点はあり得るが、本欄はそのような禅問答をする場所ではないので別の機会に譲りたい。

～元々の成長実績が異なる～

為替レートに責任を求めるのは自由だが、そもそも現在は過去の積み上げでもある。この点、成長率に関し日本はドイツに劣後し続けてきた。過去にも紹介した事実だが、前項図で示す通り、1990 年代後半以降、日本のドル建て名目 GDP がはっきりと拡大したのは 2008～2012 年の 5 年間に限られており、リーマン



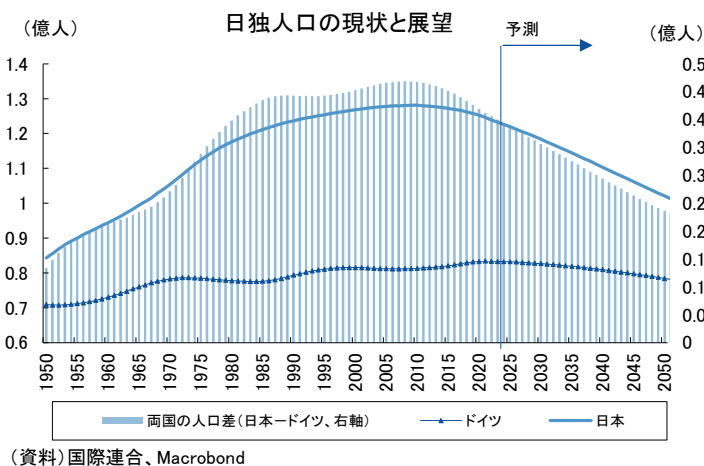
ショック後の超円高局面と完全に符合する。つまり、為替変動がなければ日本の GDP は横ばいが基本だった。一方、ドイツは着実に右肩上がりて規模を積み上げてきた。そうして積み重なった「地力の差」に 2022 年以降の歴史的な円安相場が加わったことで、たまたま 2023 年というタイミングで逆転に至ったというだけの話だと筆者は理解している。前項で図示されるように、1990 年以降、欧州債務危機の局面ですら、実質 GDP 成長率に関して日本はドイツの後塵を拝してきた。結局、大きな円安局面がなかったとしても両国の差は徐々に縮小する傾向にあったことは忘れてはならない。

～人口格差は今後縮まる～

繰り返しになるが、日本とドイツの成長率格差については諸説あって、とても本欄では議論が尽くせないで、冒頭の拙著をお読み頂きたいと思う。しかし、シンプルな論点として、人口動態の議論は重要である。2 月 15 日付の毎日新聞で筆者は「中国に追い抜かれるのは『時間の問題』」だった。しかし、人口が 7 割程度のドイツに逆転されることは必然ではなかった」とコメントしているが、為替云々以前に、今回の問題の要諦はやはりそこにあると考える。

繰り返し論じている点だが、経済成長の源泉は①労働力、②資本、③全要素生産性(TFP)に尽きる。③が容易に変わらない以上、①と②で成長率格差は規定されやすく、人口で圧倒的に勝る国に抜かれること自体、「来るべき時が来た」という文脈で読める。この点、日本の人口は 1 億 2404 万人であるの対し、中国は 14 億 1000 万人、米国は 3 億 3669 万人と日本より経済規模の大きな国は人口規模も遥かに大きい(数字は IMF の最新版を使用)。これがそのまま①労働力の格差になるのだから、名目 GDP の規模で競うこと自体、中国や米国に勝つのはそもそも難しい。しかし、ドイツの人口は 8389 万人と日本の 7 割弱にとどまる。それほど人口差を持ちながら経済規模で抜かれてしまうという事実がショッキングなのである。

上述の①～③で言えば、近年の日本は①の縮小が低迷の主因と指摘されてきた。それでも人口が多い分、①で優位にあるはずの日本がドイツに抜かれてしまったということはやはり②や③の劣化が著しいという可能性を示唆する。ちなみに、日本とドイツの人口格差が縮小し始めたのは 2009 年頃であり、そこから徐々に、しかし確実に両国の人口は接近している。円安の大幅修正が無い以上、一過性の逆転では終わらず、人口の面でも相対的な追い上げが期待されるドイツとの格差は拡大方向が予見される。



～「円安をカードとして何ができるか」を考える時～

もちろん、過去の本欄¹でも論じたように、今やドイツも「戻って来た病人(the sick man returns)」と言われるほど凋落しており、中国やロシアにベットし過ぎたツケを払うという厳しい状況に突入しつ

¹ 本欄 2023 年 9 月 19 日号『「欧州の病人」は戻って来たのか?』をご参照下さい。

つある。それが日本よりも深刻な状況かどうかはさておき、ドイツの長期停滞説を唱える声は強まっている。とすれば、日独逆転を「為替による一過性の問題」とすり替えた上で再逆転を期待する胸中も分からなくはない。しかし、確実に言えることは、かつては 7 割以上も日本が上回っていた状況から、両者の差は為替変動次第でいつでも入れ替わるものになってしまったという事実は動かしがたいという点である。少なくとも米中に次ぐ「世界第 3 位の経済大国」というステータスはもう日本の定位置ではなくなっており、その背景に著しく切り下がった円の水準という論点がある。

「為替問題だから」と蓋をするのではなく、「円安が常態であれば世界 4 位もまた常態」という視点を持ち、その円安の背景に筆者が常々論じているような需給構造の大変化があることをまず直視すべきだと思う。その上で日本がやるべきことは「円安をカードとして何ができるか」という論点に知恵を尽くすことであり、例えば岸田政権が推し進めようとしている有形・無形資産を対象とした対内直接投資の拡大などは方向性としては正しい一手と考えられる。もっとも、それらの施策が花開き、円安相場を根底から修正するほどの変化をもたらすには 10 余年の月日がかかることを覚悟しなければならないだろう。日本の対外直接投資が活発化し、貿易収支赤字を定着させるに至った年月を思えば、当然、対内直接投資の効果も遅行性を伴うと考えるべきではある。

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
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分) 本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
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～外貨性資産比率は「根雪」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名目実効相場(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」も漂う米経済～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った円の独歩安
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	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢