

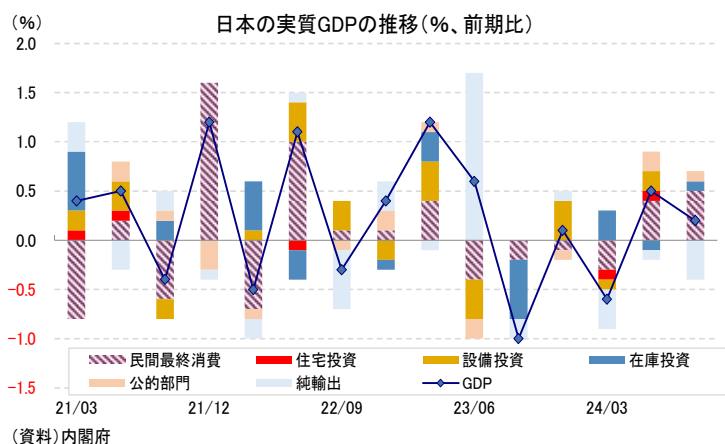
みずほマーケット・トピック(2024 年 11 月 18 日)

日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費

24 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は意外にも堅調な個人消費で増勢が維持された。定額減税や自動車販売の再開といった一過性の追い風が指摘されており、今回の勢いが続く保証は全くない。なお、今回の GDP の仕上がりをもって日銀が「堅調な内需」を主張する可能性はある。現在織り込みつつある 12 月利上げによって、格好のエクスキューズか。既に円安経由でインフレの上方リスクが増している以上、7 月と同じロジックで利上げする誘因は存在している。表立って為替を理由にしたいとすれば、今回の個人消費の数字は「渡りに船」かもしれない。GDP をより詳しく見れば、頼みの綱でもあったインバウンド消費が弱含み、名実 GDP の乖離が実態の弱さを示唆する中で日本経済の堅調を主張するのは難しい。しかし、今期はとにかく、近年の個人消費を抑圧してきたインフレに対し、利上げが処方箋になることは事実である。

～12月利上げによって「渡りに船」～

先週 15 日、内閣府から公表された 2024 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率(1次速報値)は前期比年率+0.9% (前期比+0.2%)で、市場予想の中心である前期比年率+0.7%を上回った。成長をけん引したのは個人消費で前期比+0.9%と2022年4～6月期以来、9 期ぶりの高い伸び幅を記録し、成長率全体に対する寄与度は+0.5%ポイントに達した。背景として指摘されるの



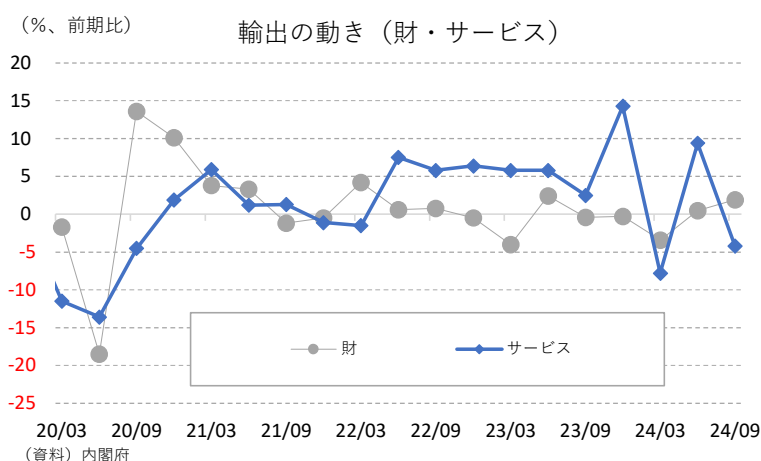
は 3 兆円超の定額減税だが、前半は自動車販売が認証不正問題で抑制されていたという経緯もあり、それも含めた一時的要因の剥落が消費を押し上げているとの解釈が腑に落ちる。言い換えれば、そうした一過性の追い風が個人消費を押し上げているのだとすれば、今回の勢いが続く保証は全くない。片や、個人消費と共に民需の柱である設備投資は前期比▲0.2%と 2 期ぶりに減少に転じている。しかし、これに関して言えば、前期が大きめの伸び(前期比+0.9%)であったこと、台風を受けて操業が停止された工場があったことを踏まえると、過度に不安視する必要は無いという見方もある(季節調整前原系列では前年比+5.4%、年初来 3 期平均でも+5.0%の増勢が維持されている)。日々報じられている通り、少なくとも今期の企業収益は好調が維持されている。個人消費で好調が維持され、設備投資も大きく腰折れたわけでもないのに成長率が精彩を欠いているのは後述するように純輸出が大幅なマイナス寄与となったためである(この点は後述する)。

なお、金融市場にとって今回の結果は看過できない。成長率自体に大きなサプライズは無くとも、日銀が「堅調な内需」を主張するのは十分可能な数字だからだ。現在利上げを織り込みつつある

12月18～19日の日銀金融政策決定会合にとって、格好のエクスキューズになった可能性はある。さらに細かい話をすれば、今回、内需を支えたのは個人消費だけで、民間在庫変動と政府消費（それぞれ寄与度は+0.1%ポイント）を除いた最終需要は前期比+0.1%とほぼ伸びていない。よって、利上げの正当性に疑義を呈する向きも当然あるだろうが、既に円安経由でインフレの上方リスクが増している以上、7月と同じロジックで利上げする誘因は存在している。表立って為替を理由にしたくないとすれば、今回の個人消費の数字は「渡りに船」となる可能性がある。

～インバウンド消費、「終わりの始まり」なのか？～

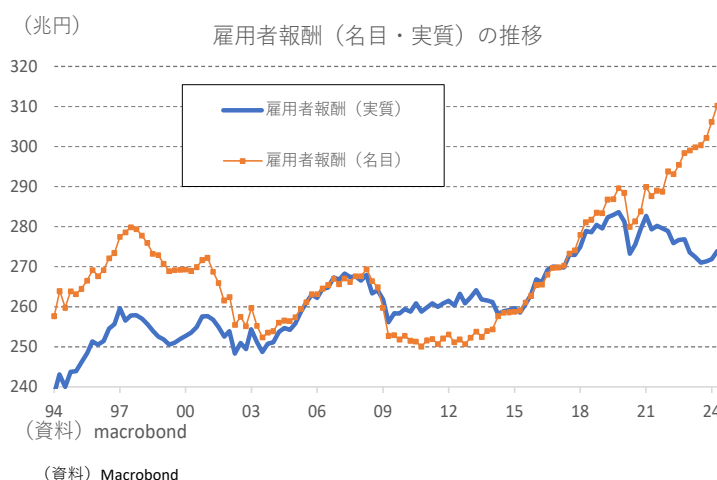
個人消費とは裏腹に今回、弱さが目立ったのが外需だ。特にインバウンド消費を示す「非居住者家計の国内での直接購入」は前期比▲13.3%と2022年4～6月期以来、8期ぶりのマイナスに陥っている。なお、2桁マイナスはパンデミック発生を受けて世界の国境が閉ざされた直後である2020年4～6月期(前期比▲81.0%)以来だ。7～9月は円相場が急騰したことや複数の台風が上陸したことなど旅行需要



の抑制を強いる要因があったものの、果たしてそれだけなのかだろうか。筆者はかねて人手不足などに起因するインバウンド消費の頭打ちを懸念してきた。今回のマイナスが「終わりの始まり」の予兆なのかどうかは気にしたいところである。インバウンド消費の減退を背景としたサービス輸出の押し下げもあって、輸出全体では前期比+0.4%と極めて小さな伸びにとどまっている。一方、輸入全体では前期比+2.1%と伸びており、純輸出の寄与度は▲0.4%ポイントと成長を抑制している。

～拡がる名実 GDP の乖離～

上述したように、今回の結果を日銀がどう汲み取るかが最大の関心事となる。これで実質 GDP 成長率は2四半期連続のプラスであり、堅調と言い張れないことは無い。しかし、過去2年間の円安を通じ、家計部門を中心としてインフレの痛みが浸透しつつあるのも間違いない。右図に示すように、GDP の名実格差は拡大の一途を辿っている。名目 GDP に対する実質 GDP の規模は着実に小さくなっている。定額減税を受けた今期の仕上



りはさておき、インフレ税により可処分所得が目減りし、基本的には個人消費が思うように伸びて

いないというのが近年の日本で起きていることだろう。円安を背景としてインバウンド需要が高まり、外国人の消費・投資意欲に近い財・サービスから値段が押し上げられ、日本人の消費・投資意欲がクラウドアウトされているという側面もある。円安を通じて日本はインフレを輸入している状態であり、そのインフレに見合った名目賃金の上昇が確保されていないので実質 GDP は思うように伸びていない。雇用者報酬を見れば名目で伸びている一方、実質で減っているのだから必然の帰結である。10～12 月期は定額減税や自動車販売にまつわる一時的押し上げ効果が剥落するため、個人消費は減少に転じる可能性もある。

もちろん、だから「日銀は利上げすべきではない」という話ではない。7～9 月期 GDP における個人消費は非常に強いものであったが、そのスナップショットを理由に利上げを強弁するのは無理筋だという話だ。利上げがあるとすれば 7 月同様、「想定外の円安によるインフレリスクの高まり」と整理する方が腑に落ちるし、その可能性が高まっているのは間違いない。今後、個人消費が弱含むとしても、それは恐らく円安経由でインフレを輸入していることに起因しているはずであり、どの道、利上げは処方箋として検討せざるを得ない。日銀プレビューは別途行うが、展望レポートを待たず、12 月に利上げが行われる可能性は高いと考えている。

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/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
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」 vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘」のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～