

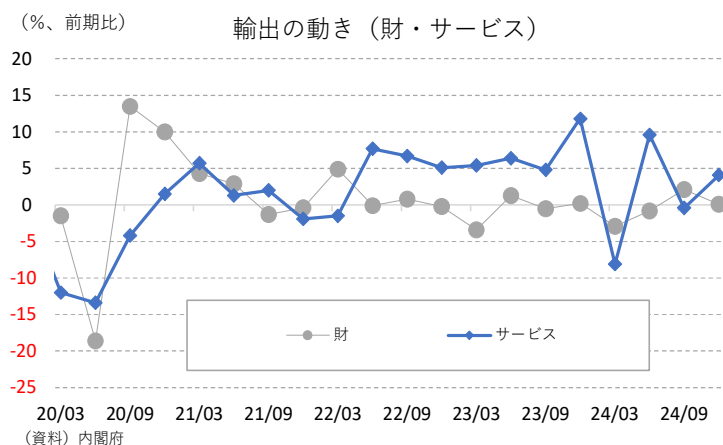
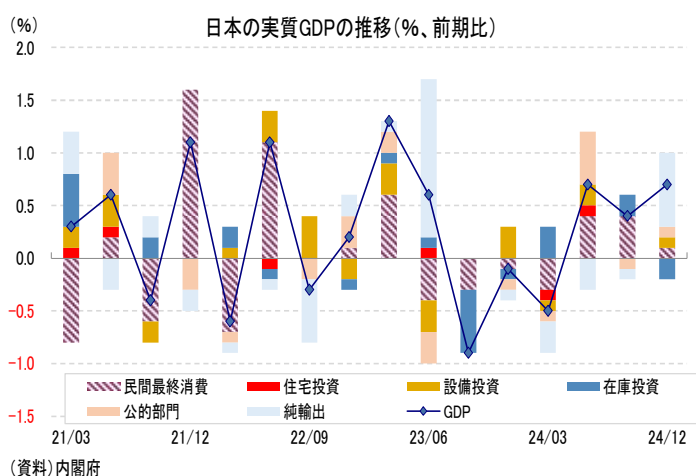
みずほマーケット・トピック(2025 年 2 月 17 日)

本邦 10～12 月期 GDP を受けて～鮮明になるインフレ税～

24 年 10～12 月期の実質国内総生産(GDP)は前期比+0.7%、年率+2.8%。成長率の増勢が定着しつつあるのは前向きな材料だが、成長の中身を見る限り、今期の成長は全くポジティブに評価できない。基本的には外需にけん引された成長であり、内需は冴えないままだった。しかも、その外需をより細かく見れば、①輸出よりも輸入が減っていること、②輸出も増えているが、あくまでインバウンド需要にけん引された姿であることも分かる。①の背景には冴えない内需があり、冴えない内需の背景には②に象徴されるようなインバウンド需要でクラウドアウトされている家計部門の存在がある。居住者の代わりに非居住者が消費を増やしているだけの話ではないのか。絶対額で見ると、24 年の実質 GDP は約 557 兆円でパンデミック前の 2019 年(約 553 兆円)とほとんど変わっていない。つまり、成長していない。一方、実質 GDI(国民総所得)を見ると、2019 年から 2024 年にかけて減少している。より景気実感に近そうな実質 GDI や実質雇用者報酬を見る限り、今夏の参院選も政府・与党にとって厳しい結果が予見される。

～輸入減少の結果～

今朝、内閣府が発表した 2024 年 10～12 月期の実質国内総生産(GDP)は前期比+0.7%、年率+2.8%だった。2024 年通年の仕上がりでは前年比+0.1%とかなりうじて 4 年連続のプラス成長を維持している。四半期のパスとしても増勢が定着しつつあるのは前向きな材料と言える(以下、四半期の議論は全て前期比とする)。また、在庫投資が▲0.2%ポイントだったので、これを考慮した最終需要(GDP から民間および公的在庫変動を控除して算出した値)は+0.9%とヘッドラインよりは少し高いことも留意したい。もっとも、成長の中身を見る限り、今期の成長は全くポジティブには受け止められない。前期比成長率に対する寄与度で見ると、純輸出が+0.7%ポイント、個人消費(≒民間最終消費)と設備投資が+0.1%ポイントずつとなっており、ほぼ外需にけん引された成長だったことが分かる。しかも、その外需をより細かく見れば



ば、①輸出よりも輸入が減っていること、②輸出も増えているが、あくまでインバウンド需要にけん引された姿であること、が分かる。

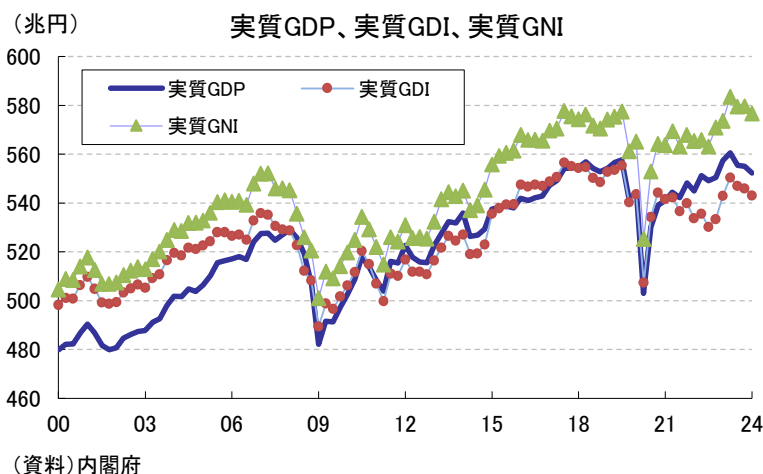
まず、①に関して言えば、10～12月期の輸入は前期比▲2.1%と3期ぶりのマイナスに転じており、財(同▲2.4%)もサービス(同▲1.1%)も減っている。既報の通り、昨年10～12月期は記録的な気温の高さが話題となっていた。暖房需要を抑制されたことなどから鉱物性燃料の輸入が抑制されたという経緯がある。そもそも他の需要項目を見れば分かるように、冴えない内需ゆえに輸入が減っているという側面もあるだろう。輸入減少の成長率全体への寄与度は+0.5%ポイントと10～12月期では最大である。この時点で当期のプラス成長を前向きに評価するのは難しい。

次に②も重要だ。10～12月期の輸出は前期比+1.1%と3期連続のプラスであった。財は同+0.1%とほぼ伸びていないが、サービスは+4.1%と顕著に伸びている。旅行サービスの輸出すなわちインバウンド需要にけん引された結果である。インバウンド消費の代理変数として注目される「非居住者家計による国内での直接購入」は前期比+4.3%と個人消費全体の仕上がりは低迷(前期比+0.1%)する中、気を吐いている。もちろん、この部分だけを評価すれば、統計上はGDPを押し上げているため何も悪いことは無いが、後述するようにインバウンド需要が日本人の消費をクラウドアウトしている状況が懸念される。居住者の代わりに非居住者が消費を増やしているだけの話であり、この状況を手放しで評価するのは難しいだろう。

～実質 GDP、実質 GDI、実質 GNI のおさらい～

なお、絶対額で見ると、2024年の実質GDPは約557兆円でパンデミック前の2019年(約553兆円)とほとんど変わっていない。つまり、成長していないとも言える。一方、実質GDI(国民総所得)を見ると、2019年の約551兆円から2024年は約550兆円となっており、なんと減っている。ヘッドラインで4年連続のプラス成長が取りざたされる中、今一度、GDPの測度を確認した上で正しい数字を正しく解釈する姿勢を整えたいところである。

現状、日本のGDP統計は「実質GNI>実質GDP>実質GDI」という構図が続いている(図)。2022年3月以降、円安と資源高の併発に伴う海外への所得流出が争点化してきたが、この事実はヘッドラインとなる実質GDPでは捕捉できず、実質GDIを通した評価が必要となる。文字通り、実質GDPは生産面から、実質GDIは所得面から一国の経済活動を捕捉する。定義上は「実質



GDP+交易利得(or 損失)=実質GDI」となる。あくまで生産面から経済の数量変化を捉える実質GDPでは輸出入金額の変動に起因する購買力の増減を考慮することができないため、円安の慢性化が輸入インフレを焚きつけ、家計や企業の購買力を奪い、それが政治・経済的に重要な意味を持つ中、実質GDPよりも実質GDIに着目する重要性は明らかに高まっている。説明するまでも

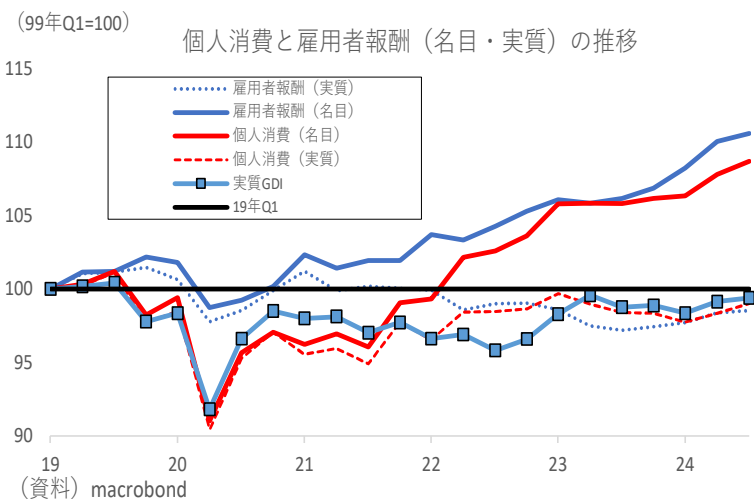
なく交易損失拡大を背景として実質 GDI は実質 GDP に劣後している。

なお、本欄では国際収支統計を用いて繰り返し議論を重ねている通り、日本経済全体としては海外で稼得する所得(第一次所得収支黒字)は年々拡大している。よって、「国内」で一定期間内に生産されたモノやサービスの付加価値の合計額である GDP ではなく、日本の「国民」が一定期間内に獲得した所得として日本企業の海外支店等の所得も対象とする GNI(国民総所得)に着目すべきという見方もある¹。莫大な第一次所得収支黒字の存在から想像されるように、実質 GNI は実質 GDP よりも遥かに大きく、2024 年と言えば、前者は後者よりも約 5% も高い水準にある。

しかし、本欄では繰り返し論じているように、第一次所得収支黒字の国内還元が乏しいと考えられる以上、筆者は GNI よりも GDP の方がより実態に即しているように考えている。少なくとも国民の景気実感は実質 GDP や実質 GNI よりも実質 GDI が近いだろう。

～透けるインフレ税、高まる政治リスク～

GDP 統計に中で家計部門の景気実感に最も近そうなのは実質 GDI だが、実感という意味では賃金や賞与などを対象とする実質雇用者報酬の方がより近いだろう。厳密には企業が支払う社会保険負担(厚生年金・健康保険・雇用保険など)もここに加算されるため、国民の手取りという意味では雇用者報酬よりもさらに小さくなる。右図に示すように、円安発・輸入物価経由の一般物価上昇がインフレ税として実質雇用者報酬を抑制



し、実質個人消費を抑制している姿が実質 GDI の低迷と符合する。伸び続ける名目ベースの雇用者報酬や個人消費を見ても実体経済の実情がほぼ掴めないことは明らかである。

こうした状況を背景として一国の政治情勢が流動的になることは昨秋の衆院総選挙でも見た通りである。米価の高止まりに代表される生活必需品価格の騰勢が消費性向の高い相対的に貧しい層の景況感を悪化させ、その怒りは時の政府・与党へ向かう。衆院選挙では特に都市部で政府・与党が大いに苦戦することになった。これは都市部のインフレが相対的に高く、またインバウンドに象徴される外国人の経済活動も可視化されやすいからではなからと思われる。実際、インバウンド需要が大きいエリアでは必然的に外国人の消費・投資意欲に近い財・サービスから価格が押し上げられやすくなり、結果として日本人の消費・投資はクラウドアウトされている。上述したように今期の GDP でも居住者の代わりに非居住者の消費が成長を支えるような構図が見受けられた。日本人にとって国内旅行すら高価になっているのは海外旅行の代替財としての国内旅行に需要が集まっていることもさることながら、外国人の購買力に合わせて国内の宿泊施設のプライシングがなされるケ

¹ なお、1993SNA の導入に伴い、GNP(国民総生産)の概念はなくなり、同様の概念として GNI が新たに導入されている。両者はほぼ同じものだが、定義上、海外の「所得」を加えるのだから所得測度として呼称すべきという経緯で変更されている

ースが増えているからに他ならない。

こうした日常生活の不満は陰に陽に体制への不満として蓄積し、選挙で表出することになる。パンデミック前の 2019 年と 2024 年で実質 GDP はほぼ変わっていない背景には需給ギャップがタイト化している中でも低金利を続け、円安インフレを誘発している結果、実質ベースで見た所得や消費が教科書通りに抑制されているということなのだろう。今夏の参院選においても、インフレ税に苦しめられた強い民意が再び政府・与党に向けられる素地が十二分に残されていそうである。

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/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
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に投えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
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～