

2015年2月19日 全5頁

# 2014年10-12月期のGDPギャップ

## マイナス幅が縮小するも、大幅な需要不足が続く

エコノミック・インテリジェンス・チーム  
エコノミスト 長内 智

### [要約]

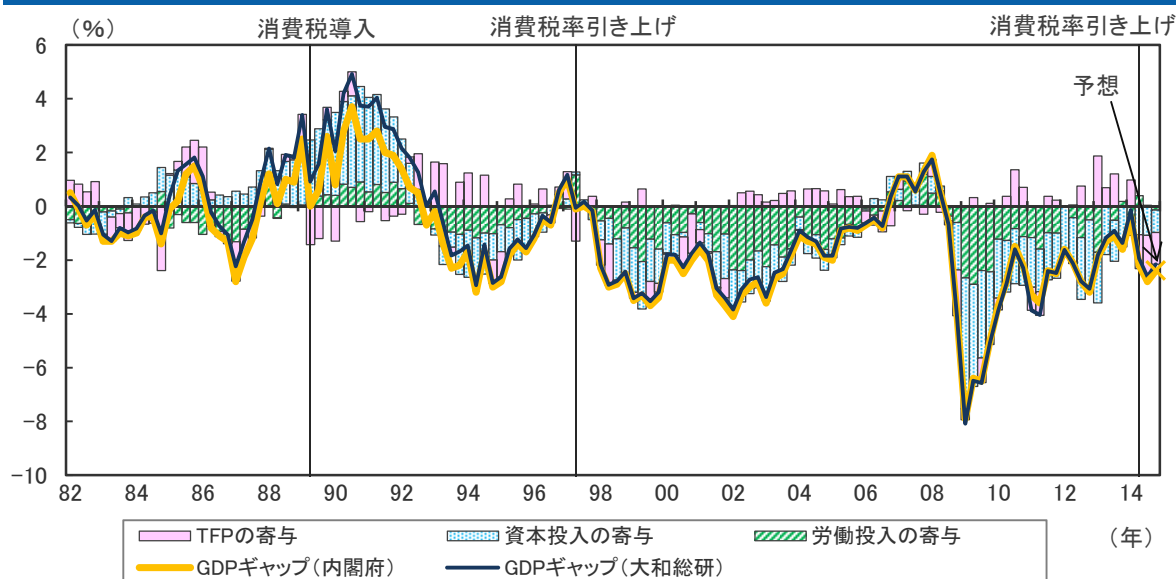
- 2014年10-12月期GDP（一次速報）の結果を反映して大和総研が試算した同四半期のGDPギャップは▲2.2%となり、7-9月期の▲2.6%からマイナス幅が0.4%pt縮小した。これは、個人消費の持ち直しの動きが続き、設備投資が3四半期ぶりの増加に転じるなど民間需要が緩やかに改善したことや、米国と中国向けとみられる輸出が増加したことによって、実質GDPがプラス成長に転じたためである。内閣府が近日中に公表する2014年10-12月期のGDPギャップは▲2.4%程度になると予想され、2014年7-9月期の▲2.8%（2015年2月12日の改定値）より0.4%ポイント程度マイナス幅が縮小する見込みである。
- GDPギャップは、①資本投入要因、②労働投入要因、③TFP（全要素生産性）要因、の3つに分解ができる。今回は、労働投入要因のマイナス寄与が拡大したものの、資本投入要因とTFP要因のマイナス寄与縮小の方が大きくなったことで、GDPギャップのマイナス幅縮小につながった。先行きの日本経済について、当社の基本シナリオでは、実質GDPは緩やかな拡大軌道をたどると考えている。この結果、実質GDP成長率は潜在GDP成長率を上回って推移することになり、GDPギャップは2015年1-3月期以降もマイナス幅を縮小する見込みである。
- GDPギャップのマイナス幅縮小が小幅に留まったことに加えて、物価の基調を示す指標が冴えない結果になったことを勘案すると、わが国では、デフレ脱却に向けた動きが足踏みを続けていると評価できる。今後の注目点は、原油価格の下落という外性的な要因が物価の押し下げ要因となっている中で、日本銀行が「物価安定の目標」の期限を延長するか否かである。さらに、今後は、原油価格だけでなく、海外中央銀行の金融政策の変更などを通じた為替レートの変化にも注意する必要がある。

## GDP ギャップのマイナス幅は小幅ながらも 3 四半期ぶりに縮小

2014 年 10-12 月期 GDP（一次速報）の結果を反映して大和総研が試算した同四半期の GDP ギャップは▲2.2%となり、7-9 月期の▲2.6%からマイナス幅が 0.4%pt 縮小した(図表1)<sup>1</sup>。これは、個人消費の持ち直しの動きが続き、設備投資が 3 四半期ぶりの増加に転じるなど民間需要が緩やかに改善したことや、米国と中国向けとみられる輸出が増加したことによって、実質 GDP がプラス成長に転じたためである。ただし、実質 GDP 成長率が市場コンセンサスを下回る伸びとなったことから、GDP ギャップの改善幅も小幅なものに留まり、GDP ギャップのマイナス幅は、消費税率引き上げ直後に落ち込んだ 2014 年 4-6 月期（▲1.9%）よりも依然として大きい状況にある。総じてみると、今回の結果は、今一つの内容だと評価できる。

なお、内閣府が 2015 年 2 月に GDP ギャップの推計方法を見直したことを踏まえて、弊社でも同様の変更を行った<sup>2</sup>。今回の推計方法の見直しでは、新たに利用する資本ストックの増加率が大幅に低下したことが重要なポイントであり、この結果、潜在 GDP 成長率の寄与度分解の内訳に大きな影響が出ることとなった。一方、GDP ギャップに対しては、増加率よりも変動幅が重要であるが、それがさほど変わらなかったため、GDP ギャップの改定幅は小さなものとなった。

図表 1 : GDP ギャップの推移



	2013年				2014年			
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
GDPギャップ(内閣府)	▲1.9%	▲1.3%	▲1.1%	▲1.6%	▲0.4%	▲2.2%	▲2.8%	(予)▲2.4%
GDPギャップ(大和総研)	▲1.8%	▲1.2%	▲0.9%	▲1.4%	▲0.1%	▲1.9%	▲2.6%	▲2.2%

(注1) GDP ギャップ = (実質 GDP - 潜在 GDP) / 潜在 GDP × 100。

(注2) GDP ギャップの推計値は、定義や推計方法によって異なるため幅を持つ必要がある。

(注3) 内閣府の 2014 年 10-12 月期の GDP ギャップは大和総研の予測値。

(出所) 内閣府、経済産業省、総務省、厚生労働省、日本銀行統計より大和総研作成

<sup>1</sup> GDP ギャップの水準は、①潜在的な水準の算出方法、②データ期間、の影響を受ける。例えば、経済の過熱感の強かった 1980 年代のバブル後のデータのみを用いて計算すると、GDP ギャップは上方にシフトする。そのため、基本的に GDP ギャップは「水準」ではなく、「方向」を重視する必要がある。

<sup>2</sup> 見直しの具体的な内容については、以下を参照されたい。荻島駿、笠原滝平 (2015) 「GDP ギャップの推計方法の改定について」、今週の指標 No. 1114、内閣府。

今回の大和総研の試算結果に基づくと、2014年10-12月期のマクロの需要不足額（名目）は11兆円となり、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要が顕在化する前の2013年10-12月期（同8兆円）と比べても、依然として3兆円程度大きい。また、内閣府が近日中に公表する2014年10-12月期のGDPギャップは▲2.4%程度になると予想され、2014年7-9月期の▲2.8%（2015年2月12日の改定値）より0.4%ポイント程度マイナス幅が縮小する見込みである。

## 消費税増税後の回復の遅れがTFP要因に悪影響

GDPギャップは、①資本投入要因、②労働投入要因、③TFP（全要素生産性）要因、の3つに分解ができる（前掲、**図表1**）。今回は、労働投入要因のマイナス寄与が拡大したものの、資本投入要因とTFP要因のマイナス寄与縮小の方が大きくなったことで、GDPギャップのマイナス幅縮小につながった。まず、資本投入要因については、非製造業の稼働率が2014年7-9月期から緩やかに持ち直す中で、前回のレポートで指摘したように、生産が9月以降に持ち直し、それに伴って製造業の稼働率も上昇に転じたことがプラスに作用した。製造工業生産予測調査を見ると、先行きの生産拡大が引き続き見込まれており、今後も製造業の稼働率は改善傾向が続くとみられる。現在、GDPギャップを押し下げている最大の要因は、製造業の実際の稼働率の水準が潜在的な水準より低いことであるため、今後のGDPギャップの動向を占う上では、稼働率が明確な上昇基調に転じるかという点にも注目したい。

次に、労働投入要因については、景気の持ち直しを背景とする就業者数の増加が押し上げに作用する一方で、所定内労働時間が一般労働者とパートタイム労働者ともに減少した影響で、マイナス寄与を拡大した。ただし、所定内労働時間の減少はデータの振れによる可能性があることや、労働投入要因の押し下げ幅が小さなものに留まっていることを勘案すると、今回の結果をネガティブに捉える必要はないだろう。

最後に、TFP要因には、資本投入と労働投入以外の様々なものが含まれており、具体的な要因を特定することは困難であるが、過去の事例を踏まえると、消費税率引き上げという一時的な制度変更の影響が押し下げに寄与していると考えられる。TFP要因は、2014年10-12月期にマイナス幅を縮小したものの、1989年や1997年と比べると改善ペースが遅い点に注意が必要だ。GDP統計の結果を鑑みると、個人消費や設備投資において、消費税率引き上げ後の回復ペースが予想以上に遅く、それがTFP要因に影響している可能性が高い。

先行きの日本経済について、当社の基本シナリオでは、家計・企業所得の改善などを背景に個人消費と設備投資の持ち直しが続き、輸出も増加基調を継続すると想定していることから、実質GDPは緩やかな拡大軌道をたどると考えている<sup>3</sup>。この結果、実質GDP成長率は潜在GDP成長率を上回って推移することになり、GDPギャップは2015年1-3月期以降もマイナス幅を縮小する見込みである。今後注目すべき点としては、市場の期待を裏切り続けている個人消費と設備投資の回復ペースである。

<sup>3</sup> 詳しくは、2月20日に公表予定の「第184回 日本経済予測」を参照されたい。

## デフレ脱却に向けた動きが足踏み

GDP ギャップのマイナス幅縮小が小幅に留まったことに加えて、後述するように、物価の基調を示す指標が冴えない結果になったことを勘案すると、わが国では、デフレ脱却に向けた動きが足踏みを続けていると評価できる<sup>4</sup>。

物価の背景を示す単位労働コスト（名目雇用者報酬／実質 GDP）は、名目雇用者報酬の増加基調が続いていることから、着実に持ち直している（**図表 2**）。消費税率引き上げ後の反動減の影響が残存していることで分母の実質 GDP の回復が弱く、それが単位労働コストに対してプラスに作用している分は割り引く必要がある。しかし、名目雇用者報酬の前年比が 1997 年以来の高い伸びになっていることなどを踏まえると、単位労働コストの結果はポジティブに捉えることができる<sup>5</sup>。なお、2015 年 1-3 月期の実質 GDP の前年比は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の裏の影響で大きなマイナスになると見込まれ、その結果、単位労働コストの前年比のプラス幅が一時的に押し上げられる可能性がある点に留意したい。

他方、物価の基調を示す GDP デフレーターとコア CPI（生鮮食品を除く総合）の前年比（消費税を除くベース）は、いずれも冴えない状況が続いている。GDP デフレーターの前年比の内訳をみると、円安と原油安の同時進行を背景に、輸出デフレーターの前年比のプラス寄与が輸入デフレーターを上回ったことで、外需要因（輸出－輸入）が全体を押し上げた（**図表 3-（1）**）。ただし、前年の裏の影響や原油価格の下落などを背景とする民間最終消費デフレーターの前年比の鈍化が押し下げに働いた結果、GDP デフレーターの前年比プラス幅の上昇が限定的となった点に留意が必要である。コア CPI は、昨年夏以降の円安進行を受けて食料のプラス寄与が継続しているものの、原油価格の下落によるエネルギー価格の押し下げの影響の方が大きく、前年比プラス幅の縮小が続いている（**図表 3-（2）**）。今後もエネルギー価格の低下が続くと見込まれることから、今年の春頃には、コア CPI の前年比がマイナスに転じる公算である。

今後の注目点は、原油価格の下落という外性的な要因が物価の押し下げ要因となっている中で、日本銀行が「物価安定の目標」の期限を延長するか否かである。期限を延長しない場合には、金融政策の物価への波及ラグを考慮すると、2015 年度の前半に追加緩和を行う必要があるが、期限を延長すれば、しばらく現行の緩和的な政策が継続されることになる。従来から指摘している通り、筆者は、原油価格の下落に対しては追加緩和でなく期限の延長を検討すべきとの立場であり、1 月下旬以降になって、政府も「物価安定目標」の達成時期に対して柔軟な姿勢を示している。

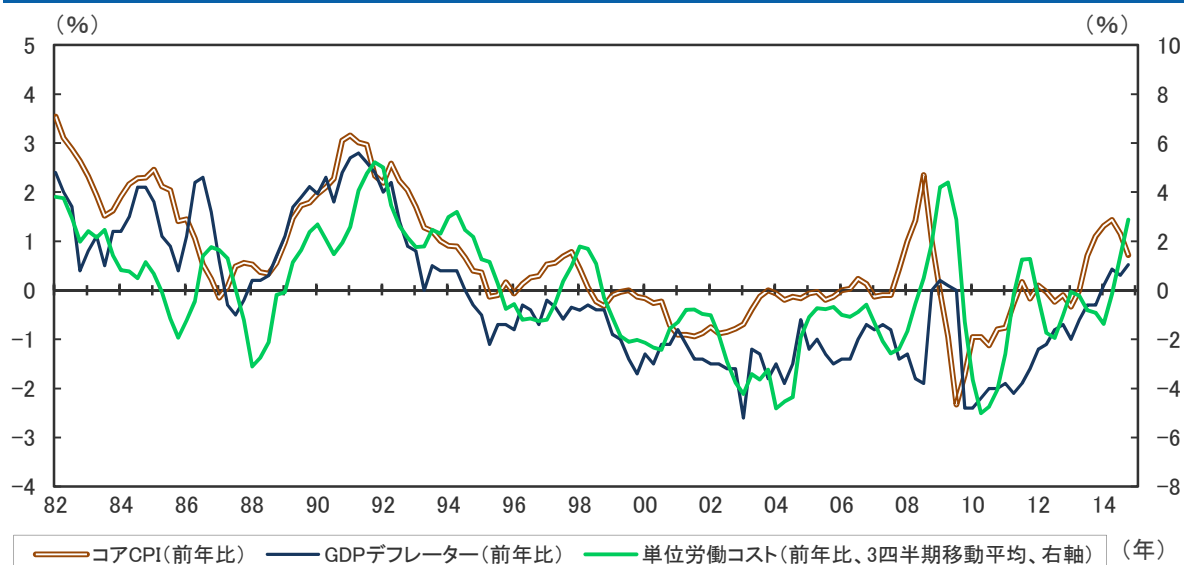
他方、海外に目を向けると、原油を中心とする資源価格の下落などを背景に利下げを行う中央銀行が相次いでおり、それによって通貨安競争の様相が強まると、為替レートが円高方向に

<sup>4</sup> 内閣府は、「デフレ脱却」とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と定義している。また、その判断に当たっては、消費者物価指数や GDP デフレーター等の「物価の基調」、GDP ギャップや単位労働コストといった「物価の背景」を総合的に考慮することとしている。

<sup>5</sup> 物価変動の影響を除く実質雇用者報酬の前年比に関しては、消費税率引き上げの影響で弱い状況が続いている点に注意が必要である。

転じるリスクがある。昨年夏以降は、「円安+原油安」という構図の中で、家計の期待インフレ率が大きく低下する事態は避けられているものの、それが「円高+原油安」という構図に変われば、家計の「デフレマインド」が再び高まることが懸念される。こうしたケースでは、期待インフレ率の低下を防ぐという観点から、追加緩和を行う必要性が出てくるだろう。今後は、原油価格だけでなく、海外中央銀行の金融政策の変更などを通じた為替レートの変化にも注意する必要がある。

図表2：デフレ脱却の判断に重視される指標の推移



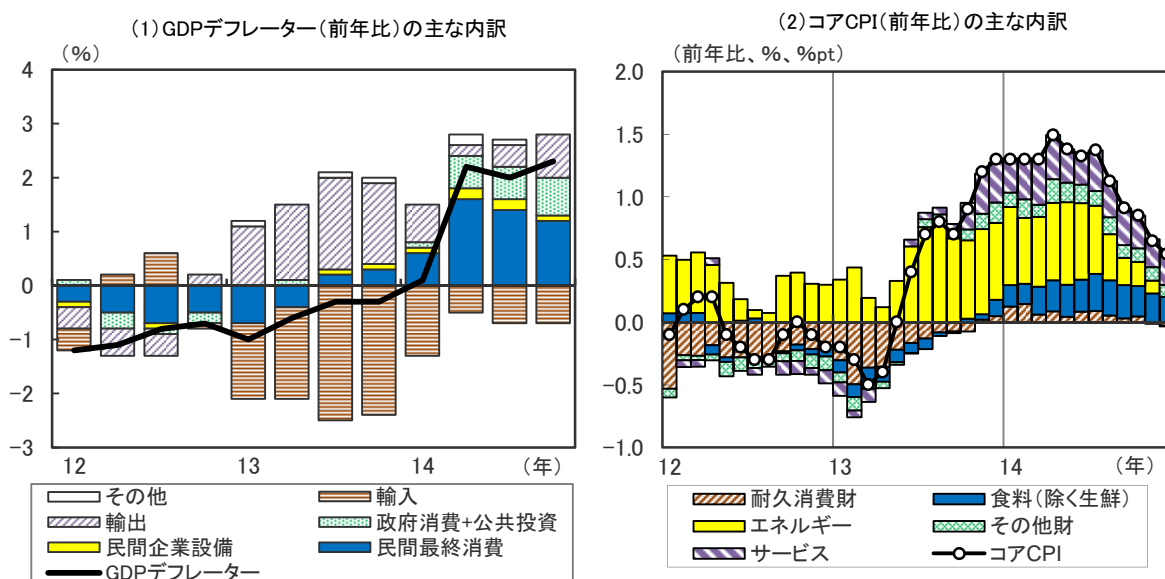
(注1) コアCPIは、生鮮食品を除く総合指数。

(注2) コアCPIとGDPデフレーターは、消費税の影響を除くベース。GDPデフレーターは、2014年4-6月期に見られた政府最終消費デフレーターの上昇は、1997年の推移を踏まえ、主に公務員給与の上昇によるもので、消費税率の引き上げの影響でないと仮定した。

(注3) 単位労働コスト=名目雇用者報酬/実質GDP。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

図表3：GDPデフレーターとコアCPIの前年比寄与度



(注1) GDPデフレーターは消費税を含むベース、コアCPIは消費税の影響を除くベース。

(注2) コアCPIは、生鮮食品を除く総合指数。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成