

2015年6月1日 全7頁

# 2015年1-3月期のGDPギャップ

## 2四半期連続でマイナス幅が縮小したが、力強さに欠ける

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]

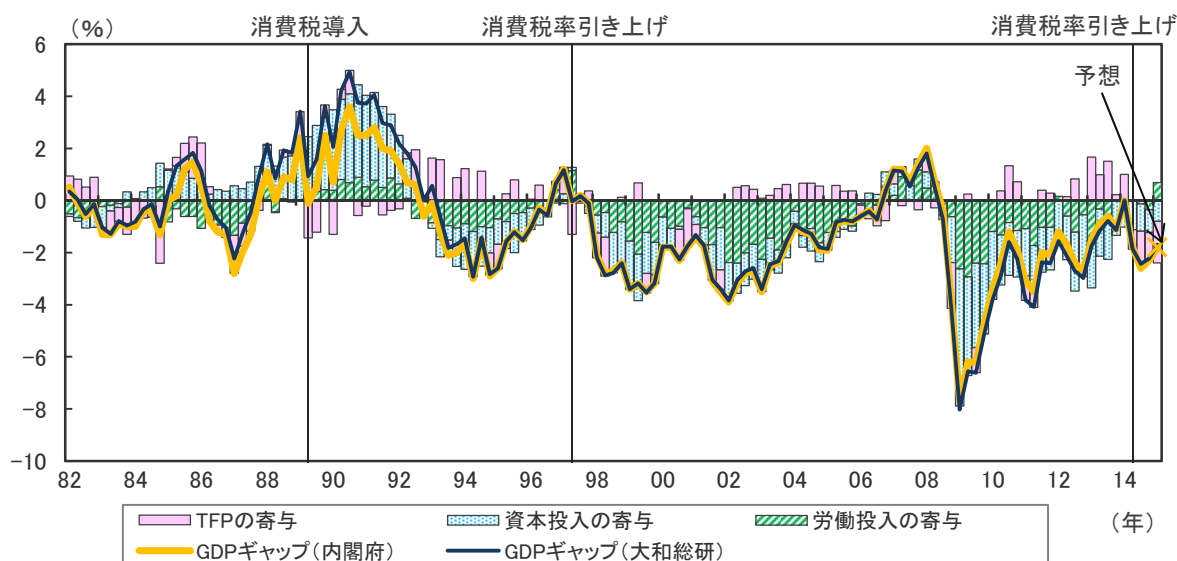
- 2015年1-3月期GDP(一次速報)の結果を反映して大和総研が試算した同四半期のGDPギャップは▲1.7%となり、2014年10-12月期の▲2.2%からマイナス幅が0.5%pt縮小した。また、実質GDPの成長ペースが加速したことから、GDPギャップの改善幅は前四半期(0.2%の改善)よりも拡大した。ただし、全体的に見ると、GDPギャップの改善ペースは依然として力強さに欠けると評価できる。
- GDPギャップは、①資本投入要因、②労働投入要因、③TFP(全要素生産性)要因、の3つに分解ができる。今回は、TFP要因のマイナス寄与が拡大したものの、労働市場の改善を背景に労働投入要因がプラス寄与に転じたことや、企業の生産活動が総じて持ち直す中、資本投入要因のマイナス寄与が小幅ながらも改善したことで、GDPギャップのマイナス幅が縮小した。
- GDPギャップの改善ペースが依然として力強さに欠けることに加えて、物価の背景や基調を示す3つの指標の中身が総じて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。物価の基調を示すGDPデフレーターとコアCPIの前年比(消費税を除くベース)は、昨年夏場以降の原油価格の下落によって方向感が大きく異なっている。
- 最近、GDPギャップに関して、内閣府と日本銀行の推計値が大きく乖離している問題が指摘されている。その原因としては、①推計方法のアプローチが異なること、②製造業の稼働率における調整方法の違い、という2点が指摘できる。両者が大きく乖離している現状を踏まえると、より詳細な推計方法を公表するなど、一段の情報開示に期待したい。

## GDP ギャップのマイナス幅は2四半期連続の縮小

2015年1-3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▲1.7%となり、2014年10-12月期の▲2.2%からマイナス幅が0.5%pt縮小した（図表1）<sup>1</sup>。これは、個人消費が堅調に増加し、設備投資が4四半期ぶりの増加に転じるなど国内民間需要が緩やかに改善したことに加え、米国と欧州向けとみられる輸出の増加によって、実質GDPが2四半期連続のプラス成長となったためである。また、実質GDPの成長ペースが加速したことから、GDPギャップの改善幅は前四半期（0.2%の改善）よりも拡大した。他方、GDPギャップのマイナス幅の水準は、依然として消費税率引き上げ直後に落ち込んだ2014年4-6月期（▲1.9%）を小幅に上回ったに過ぎない。このため、全体的に見ると、GDPギャップの改善ペースは依然として力強さに欠けると評価できる。

今回の大和総研の試算結果に基づくと、2015年1-3月期のマクロの需要不足額（名目）は8.6兆円程度となり、日本経済が大きな需要不足を抱えている点には留意が必要であろう。また、内閣府が近日中に公表する2015年1-3月期のGDPギャップは▲1.8%前後になると予想され、2014年10-12月期の▲2.3%（2015年3月25日の改定値）より0.5%ポイント程度マイナス幅が縮小すると見込まれる。

図表1：GDPギャップの推移



	2013年				2014年				2015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	1-3月期
GDPギャップ(内閣府)	▲1.5%	▲0.9%	▲0.6%	▲1.1%	0.0%	▲1.8%	▲2.6%	▲2.3%	(予)▲1.8%
GDPギャップ(大和総研)	▲1.7%	▲1.2%	▲0.8%	▲1.1%	▲0.0%	▲1.9%	▲2.4%	▲2.2%	▲1.7%

(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2015年1-3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年代のバブルより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。

## 労働投入要因の負のギャップはおおむね解消

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、TFP 要因のマイナス寄与が拡大したものの、労働市場の改善を背景に労働投入要因がプラス寄与に転じたことや、企業の生産活動が総じて持ち直す中、資本投入要因のマイナス寄与が小幅ながらも改善したことで、GDP ギャップのマイナス幅が縮小した。

まず、労働投入要因は、国内景気の持ち直しを背景に就業者数の増加傾向が続いたことに加え、総労働時間が持ち直しの動きを示したことから、3 四半期ぶりのプラス寄与となった。雇用環境の改善が続き、労働需給のひっ迫感が強い状況にあることを勘案すると、労働投入要因の負のギャップは、おおむね解消していると判断できる。ただし、今回の総労働時間の増加については、データの振れなどによって前四半期が予想以上に弱かった反動増が一定程度影響している可能性があり、その分を割り引いて評価する必要がある。このため、先行きについてはプラス寄与が拡大傾向を続けるというよりは、ゼロ近傍での推移が当面続くと考えている。

次に、資本投入要因については、生産が 9 月以降に総じて持ち直しの動きを続けたことで、製造業の稼働率が上昇傾向に転じ、マイナス寄与の縮小につながった。ただし、製造業の足下の稼働率の水準は潜在的（≒平均的）な水準に比べて低い状況が続いており、それが GDP ギャップの大きな押し下げ要因となっている。このため、GDP ギャップの先行きを占う上で、製造業の生産及び稼働率の回復ペースが今後も重要な注目ポイントになろう。特に、最近、生産の一部に弱さが見られる点については、引き続き慎重に見極める必要があると考えている。4 月の製造工業生産予測調査によると、5 月と 6 月の生産は一進一退となる見込みであり、生産波及効果の大きい輸送機械が先行きに対して慎重な見方を示している点も若干懸念される。基本的には、輸出と個人消費の増加などに支えられて、生産は腰折れせずに再び回復軌道に戻ると見込んでいるものの、生産予測調査の結果を踏まえると、資本投入要因の改善が一旦足踏みする可能性もあろう。

最後に、TFP 要因には、資本投入と労働投入以外の様々な要素が含まれており、具体的な要因を特定することは困難である。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予想以上に長引いており、それが足下でも押し下げに寄与していると考えられる。加えて、1989 年の消費税導入時や 1997 年の消費税率引き上げ時と比べて、改善ペースが遅い点にも注意が必要であろう。

当社のメインシナリオでは、先行きの日本経済は引き続き緩やかな拡大が続くと予想する。実質 GDP は、個人消費と輸出の緩やかな増加が続き、設備投資の持ち直しの動きが明確化することで、2015 年 4-6 月期以降もプラス基調で推移すると見込んでいる<sup>2</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 4-6 月期以降もマイナス幅を縮小すると考えている。

<sup>2</sup> 詳しくは、5 月 27 日に公表した「第 185 回 日本経済予測」を参照されたい。

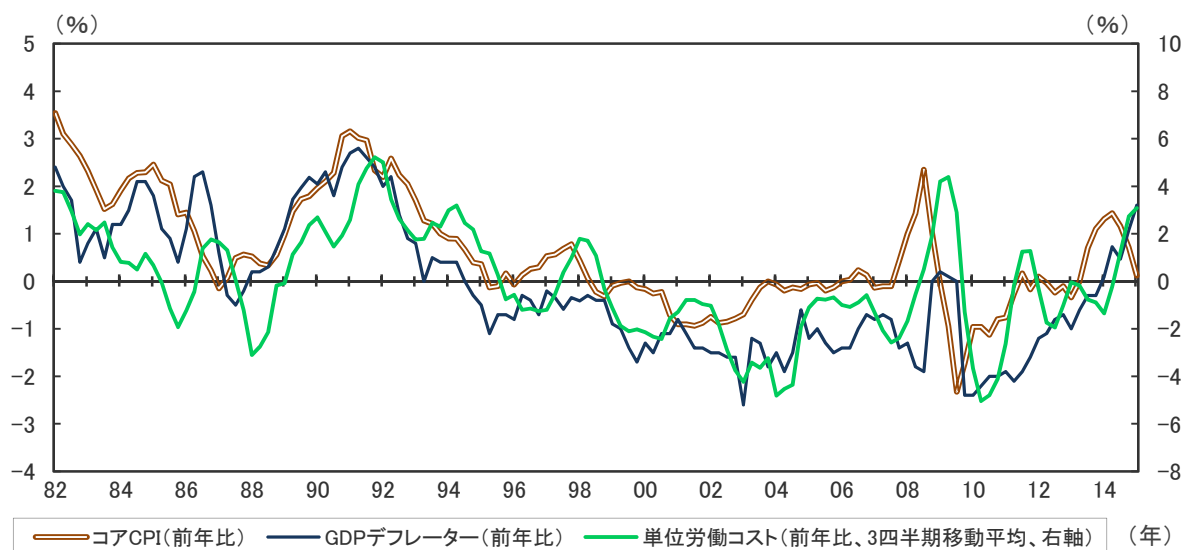
## デフレ脱却に向けた動きは足踏みが続く

GDPギャップの改善ペースが依然として力強さに欠けることに加えて、後述するように、物価の背景や基調を示す3つの指標の中身が総じて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>3</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）の前年比は、前期からプラス幅を拡大したものの、その中身は良くない（**図表2**）。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マイナス幅を拡大しており、見た目上、この一時的な特殊要因によって単位労働コストが押し上げられているためである。加えて、これまで堅調に推移してきた名目雇用者報酬に一服感が出ている点にも留意する必要があるだろう。

2015年4－6月期の実質GDPの前年比は、国内景気の回復や、消費税率引き上げ後の落ち込みからの反動もあって、5四半期ぶりのプラスに転じる見込みである。さらに、足下で一服感の出ている名目雇用者報酬も前年比プラス幅の鈍化が続く公算が大きい。その結果、2015年4－6月期の単位労働コストの前年比は、2015年1－3月期よりプラス幅を縮小すると予想される。

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デフレーターの調整では、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

<sup>3</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。

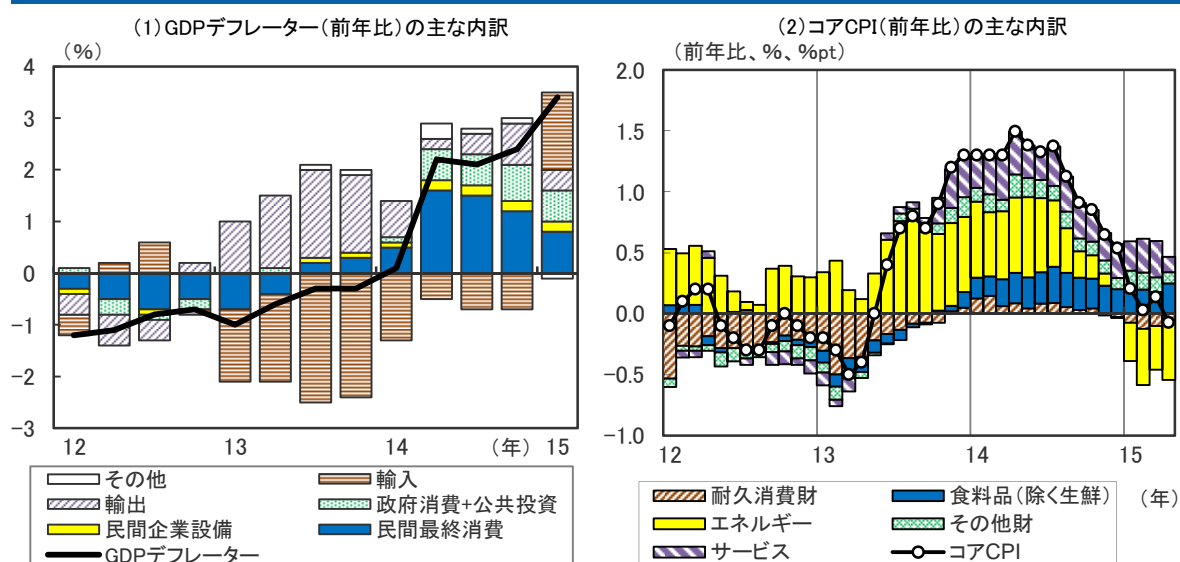
物価の基調を示す GDP デフレーターとコア CPI（生鮮食品を除く総合）の前年比（消費税を除くベース）は、昨年夏場以降の原油価格の下落によって方向感が大きく異なっている。

2015年1-3月期の GDP デフレーターは前年比+3.4%となり、前四半期（同+2.4%）より上昇幅が拡大した（**図表 3-（1）**）。その内訳をみると、民間最終消費デフレーターや輸出デフレターのプラス寄与が縮小した一方で、原油価格の急落に伴って輸入デフレーターが大幅に下落して、全体を押し上げたことが分かる（輸入デフレーターの変化は GDP デフレーターに対して逆方向に作用する）。輸入デフレーターによる押し上げ分は、原油価格の急落によるものに過ぎず、エネルギー価格を中心に今後の国内需要デフレターの押し下げ要因にもなることから、割り引いて評価する必要がある。

コア CPI は、昨年夏以降の円安進行を受けて値上げが相次ぐ食料品のプラス寄与が継続しているものの、原油価格の下落に伴う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おり、足下はゼロ近傍で推移している（**図表 3-（2）**）<sup>4</sup>。先行きのコア CPI の伸び率は、昨年夏場以降の原油安に伴うエネルギー価格の下押し圧力が残ることから、当面は前年比ゼロ近傍ながらも、小幅なマイナスでの推移が続くとみている。

基本シナリオとして、今後も物価の基調を示す指標はしばらく冴えない内容が続くと見込んでいる。ただし、原油価格に持ち直しの動きが出ていることや、イエレン FRB 議長の 5 月 22 日の発言などを受けて、円安ドル高が進行していることを踏まえると、物価の基調は今年の秋頃から徐々に上向きに転じる可能性が高い。

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

<sup>4</sup> なお、大和総研の試算値では、季節品目の調整や四捨五入による影響などもあって、2015年4月に前年比▲0.1%と2年ぶりのマイナスとなっている。

## 日本銀行は 2015 年秋口をめどに追加金融緩和に踏み切るとみられる

金融政策に関して、筆者は 2015 年 2 月 19 日に執筆したレポート（「2014 年 10－12 月期の GDP ギャップ」）において、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」（インフレ目標）の達成時期を延長するか否かが焦点であると指摘した。その後、日本銀行は、4 月 30 日に公表した「経済・物価情勢の展望」において、「2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016 年度前半頃になると予想される」とし、従来の「2015 年度を中心とする期間に 2%程度に達する可能性が高い」という表現から、2%程度に達する時期の見通しを後退させた。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ったことから、日本銀行の 4 月 30 日の修正に関しては基本的に賛同している。

他方、本稿のこれまでの議論を踏まえると、当社は、メインシナリオとして、日本銀行が想定するインフレ目標が実現するタイミング（現在、2016 年度前半頃）には無理があると考えている。日本銀行がインフレ目標の達成を順守しようとする場合、同行は 2015 年秋口をめどに追加金融緩和に踏み切るとみられる。

## 【補論】内閣府と日本銀行の GDP ギャップの乖離について

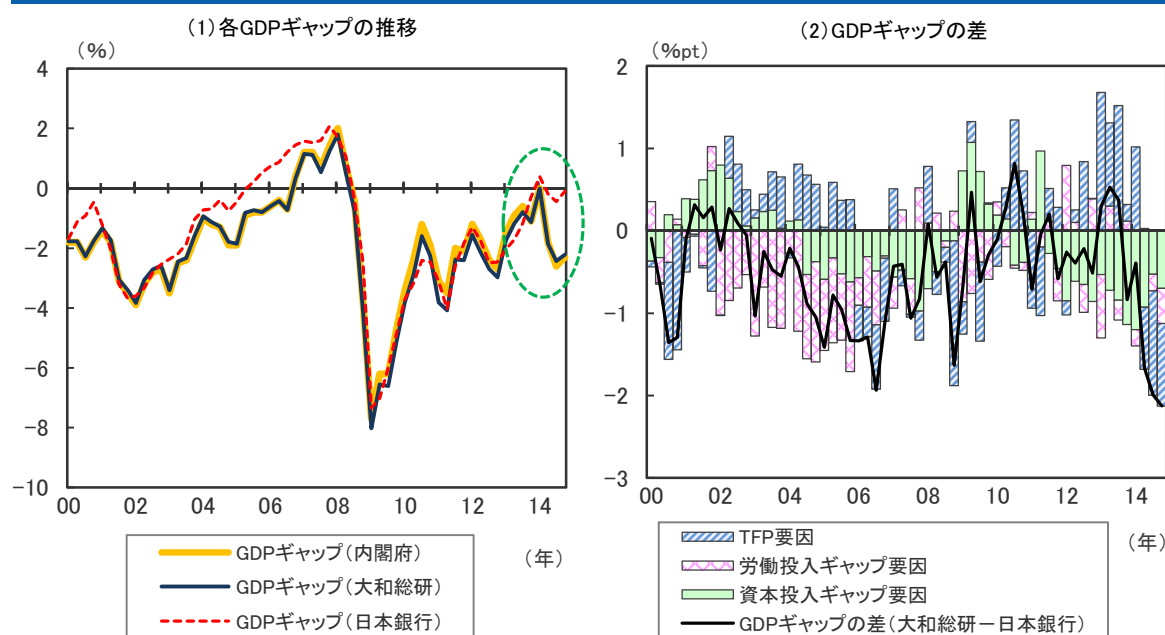
最近、GDP ギャップに関して、内閣府と日本銀行の推計値が大きく乖離している問題が指摘されている。実際に両者を比較すると、内閣府の GDP ギャップが依然として大きなマイナスであるのに対し、日本銀行の GDP ギャップはゼロ近傍で推移していることが分かる(図表 4-1)。このため、参照する GDP ギャップによって、マクロの需給バランスの評価が大きく異なってしまう、消費者物価の先行き判断にも影響を及ぼすことになる。内閣府と日本銀行の推計値が大きく乖離している原因としては、①推計方法のアプローチが異なること、②製造業の稼働率における調整方法の違い、という2点が指摘できる<sup>5</sup>。

前者については、日本銀行の推計方法では TFP 要因を含めないのに対し、内閣府の推計方法では TFP 要因を含むことが影響している。前回までのレポートで指摘してきたように、内閣府の推計方法を基にしている当社の GDP ギャップでは、消費税導入後に TFP 要因が大きな下押し要因となっている。この結果、GDP ギャップの差(大和総研-日本銀行)を分解すると、TFP 要因の有無が足下で最も大きな乖離を生じさせていることが分かる(図表 4-2)。

後者は、資本投入ギャップ要因の乖離を継続的にもたらしめていると考えられる。具体的には、日本銀行が稼働率の下方バイアスを独自に調整していることなどの影響で、日本銀行の資本投入ギャップが内閣府より上方で推移する傾向にあると推察される。

内閣府と日本銀行の推計方法には一長一短があり、GDP ギャップの推移については幅を持って見る必要があることは言うまでもない。しかし、両者が大きく乖離している現状を踏まえると、より詳細な推計方法を公表するなど、一段の情報開示に期待したい。

図表 4 : GDP ギャップの比較



(注) データは2014年10-12月まで。

(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>5</sup> なお、筆者は両者の詳細な推計方法まで確認できておらず、一部に推察を含む点には留意されたい。