

### 需給ギャップ停滞、政治的な改善努力は継続 時代遅れもデフレ脱却宣言に影響、石破政権「3年」集中

2024/10/9 (水)

国内では需給ギャップの停滞が続いているが、データとして「時代遅れ」や「実態把握への疑問」などが指摘される一方、政府はデフレ脱却宣言の判断材料の一つとしており、政治的な改善努力は継続となる。石破茂新首相はこれまで脱デフレ策のアベノミクスに否定的であったが、自らの政権では「今後3年間でデフレからの完全脱却のための集中対応期間」と位置づけた。今後はギャップ改善に向けた一定の財政出動の持続や増税の遅延、日銀の正常化を超えた利上げの抑制、程良い適度な円安などへの政策的な目配りが焦点となる。

#### 政府デフレ脱却の条件、現在も需給ギャップ含む

「(これまで日銀は超緩和策の正常化や物価2%安定化目標等に関して) 需給ギャップを重要視していたが、ここ最近は総裁から需給ギャップへの言及が減っている。注目度が低下したのか」――。

9月24日の日銀政策会合後の植田和男総裁会見では、このような質問がなされていた。それに対して植田氏は「供給サイドで大きな予期せぬ動きは考えていない」、「輸出や消費、設備投資など、需要サイドの動きを見ていくことで需給ギャップの動きは分かってくる」といった説明を行っている。

その中で10月3日には日銀が、最新4-6月期の需給ギャップ推計を取りまとめた。-0.55%と1-3月期の-0.72%からはマイナス幅が縮小となったが、2020年以降、19四半期連続でのマイナスとなっている。人口減や少子高齢化、産業空洞化、潜在成長率やイノベーション能力の低下などにより、構造的・慢性的な需要不足を含めた停滞が持続した状態だ。植田総裁を始めとした日銀からすると、需給ギャップのマイナスばかりに縛られていると、なかなか超緩和策からの正常化と中立化を進められない、というジレンマがある。

一方で最近では需給ギャップに関して、「時代遅れ」や「人手不足などによるギャップ改善が反映されていない」といった指摘もなされている。政府は現在もなお「デフレ脱却の4条件」として、消費者物価指数(CPI)、GDPデフレーター、需給ギャップ、単位あたり労働コストを挙げているが、この選択についても疑問の声が少なくない。

最近では自民党総裁選に関連した経済番組で、白井さゆり元・日銀審議委員(現・慶応大学教授)が以下のような指摘を行っている(9月末のBS-TBSテレビ)。

「需給ギャップといっても実際のGDPが潜在GDPに対してどうかということになるが、潜在GDPが低

迷している。時代に合っていないし、あまり意味がない」、「これから需給ギャップがプラスになるが、ほとんどコストプッシュ(円安・輸入物価上昇など)であり、(良い好循環につながる)需要は伴っていない」、「現在は労働生産性が落ちているのに、無理して賃上げしたから労働コストが上がっているの、本当に望んでいる姿ではない」、「こういった指標には、こだわらなくてもよい」――。

それでも新たに政権を発足させた石破茂新首相は10月4日、経済対策の策定を閣僚に指示し、「デフレからの完全脱却」を最優先課題に掲げるとともに、3年間で集中的な取り組み期間とした。過去に石破氏は脱デフレ策であるアベノミクスに否定的な見解を示してきたが、自らの政権では物価高対策や賃上げ支援と同時に、官民投資や設備投資の加速、生産性の向上などに力点を置く「成長型経済」を実現させる、としている。

政府は現在もなお、デフレ完全脱却の条件に「需給ギャップの改善」を含めている。結果、今後は政治的な要因として、ギャップ改善に向けた一定の財政出動の持続や増税の遅延、日銀の正常化を超えた利上げの抑制、程良い適度な円安等への政策的な目配りが焦点となる。

#### 過去の日銀利上げ、需給ギャップはプラスの局面

一方で現在は財政赤字の拡大や日銀による超低金利策の修正などもあり、政府の財政出動には制約が出ている。その中での需給ギャップ改善には、所得・消費の支援策や成長戦略のほか、日銀による一定の金融環境維持や、適度な円安の持続が重要になっていく。

すでにGDP統計で公共投資などが含まれる「公的固定資本形成」は実質の前年比が直近4-6月に-0.8%、1-3月は-3.7%となるなど、マイナス基調に減少してきた。コロナ対策による+5%超えや、アベノミクス初期の+10%超えなどからは、需要拡大の支援効果が減退している。

過去実績に沿うと政権・日銀による需給ギャップの改善努力や改善への目配り、実際の改善の局面では、日本株市場で内需の影響度が大きいTOPIX総合は連動での上昇となっている。今後、石破政権が3年間の脱デフレ努力を続けるとなれば、3年後にかけての株高持続が支援されやすい。

日銀との関係については、石破首相と同じ鳥取県の選出であり、関係も近い赤沢亮正経済再生相が金融政策の変更に関して、「デフレ脱却最優先という大目的と整合性が取れた形でやっていくことが大事」、

「物価以上に賃金が上がっていくと国民に確信を持ってもらわないと、デフレからは脱却できない。その点を踏まえて、日銀の利上げは慎重に判断していただきたい」とクギを刺している。

需給ギャップについては、直近4-6月期に日銀推計が-0.55%、近い意味合いの内閣府推計によるGDPギャップが-0.60%とマイナス圏で伸び悩んでいる。過去の日銀による緩和修正や利上げ局面でいえば、日銀推計の需給ギャップで、量的緩和解除の2006年3月時が+0.40%、政策金利（無担保コール翌日物）を0%から0.25%に引き上げた2006年7月時が+0.83%、0.25%から0.50%に引き上げた2007年2月時が+1.40%となっており、「需給ギャップのプラス安定化」前後での利上げとなっていた。

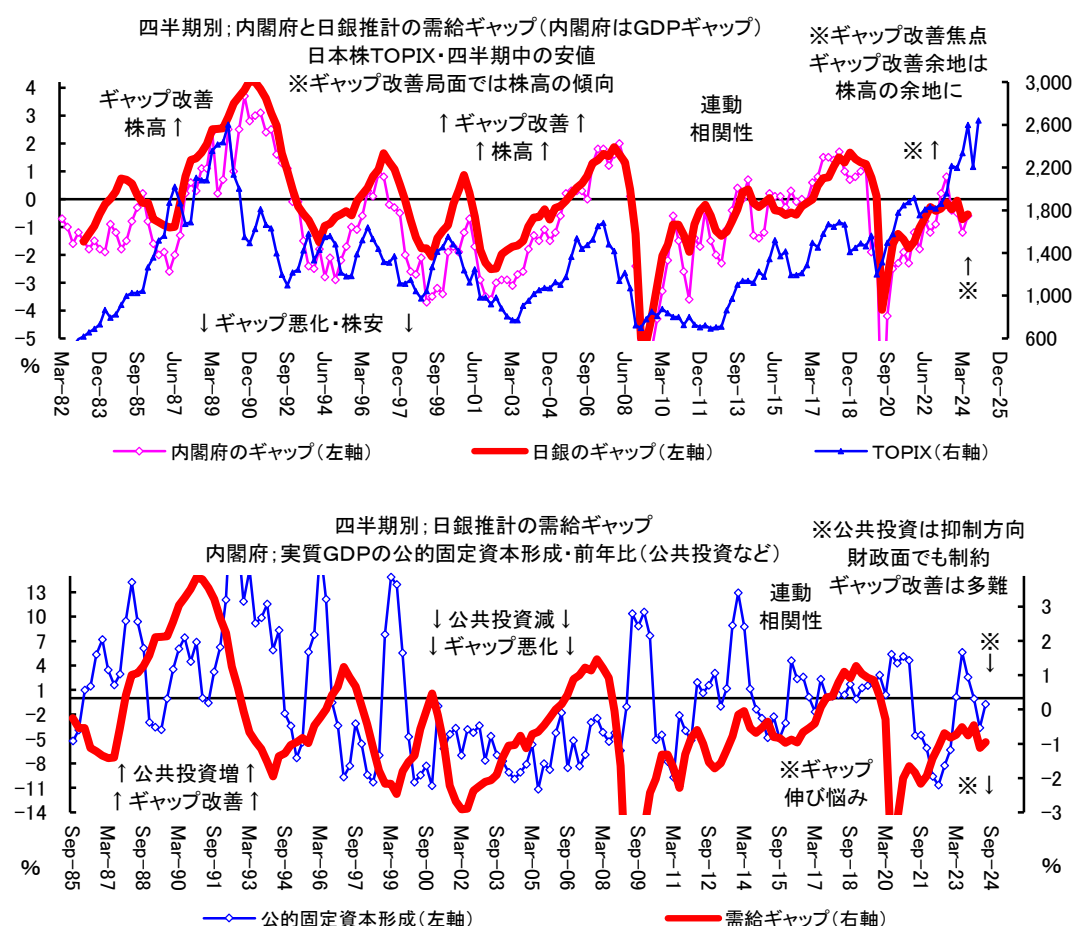
その前の2000年8月の0%から0.25%への利上げ時も、ギャップは+0.33%とプラス化していた。さらにさかのぼると日銀はバブル過熱への対処などもあり、1989年5月から1990年8月にかけて連続5回の利上げを実施した。公定歩合は2.50%から6.00%にまで引き上げられている。同時期の需給ギャップは、+2.5%から+3.9%にプラス幅が拡大と

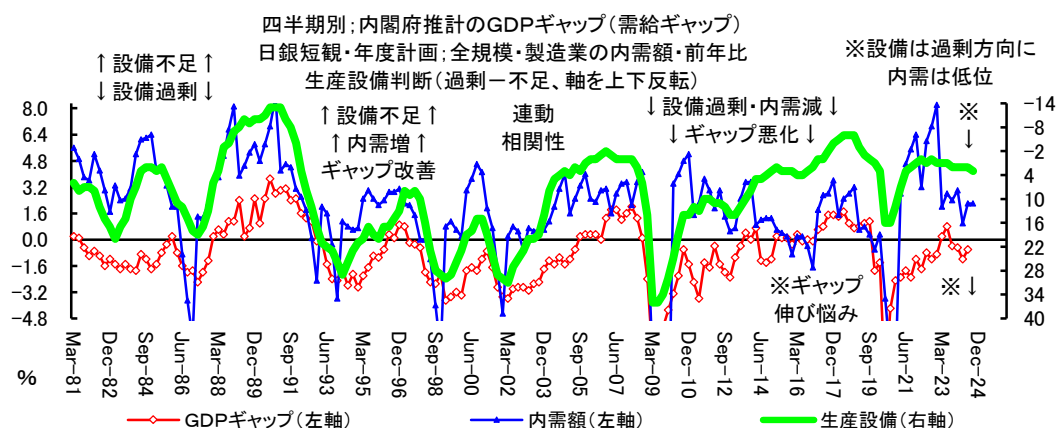
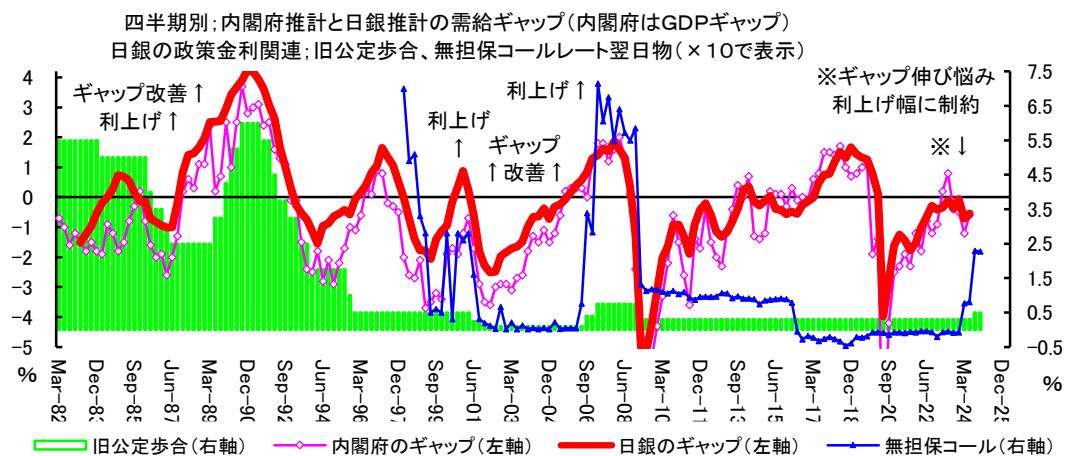
なっていた。

現在は需給ギャップという指標の重要性が低下しているにせよ、マイナス圏での低迷持続は日銀による利上げ時期の遅延や合計利上げ幅の縮小につながりやすい。

目先の需給ギャップでいえば、最新9月の日銀観で相関性のある生産設備判断（過剰-不足）で、ギャップ改善方向のタイト化と不足超過が限られていた。全規模・製造業ベースでは+3の過剰超過となり、前回の+2や直近最少である2022年9月のゼロに対し、ややダブつき方向に移行している。過去利上げ局面である2006年には-2、1989-1990年には-10という不足超過と需給の引き締まりが観測されていた。

同じく9月の短観では、国内の需要の力不足も示された。全規模・製造業の年度計画による「内需額」は、前年比で+2.2%となっている。前回と同じ小幅プラスという低調さで、直近9月短観での最高である2022年9月の+6.9%や2021年9月の+5.5%からは減速となっている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。