

## 需給ギャップがゼロに近づくと

発表日: 2014年4月17日 (木)

～完全雇用水準への接近が物価上昇を喚起～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

4月の日銀会合後の記者会見で黒田総裁は、需給ギャップはゼロに接近していると発言した。内閣府の計算では10-12月に▲1.6%の供給超過である一方、日銀の計算ではゼロないし供給超過という見立てである。筆者の計算では、今後は2%の物価上昇には到達しないが、景気回復に伴う需給改善を背景に1%台前半では推移するとみる。もしも、2%の物価上昇に達するのならば、それは完全雇用状態になる場合である。企業は人材・人員不足に苦しみ、報酬を吊り上げながら労働資源を奪い合うような世界だと想像される。

### 波紋を呼ぶ黒田発言

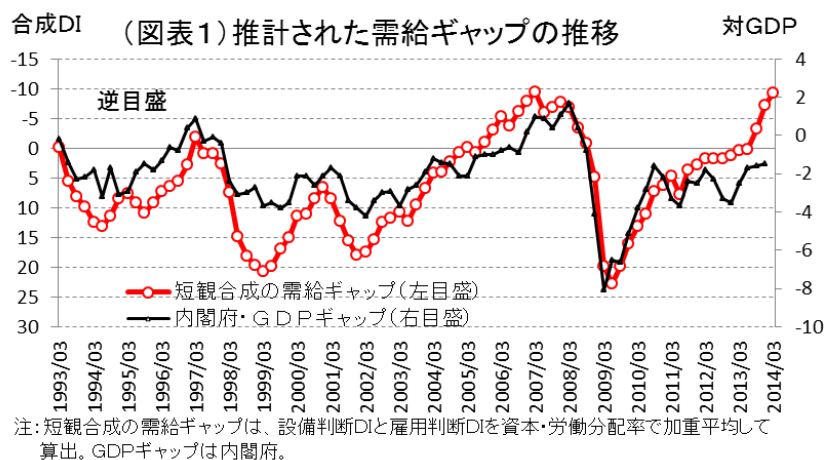
4月の日銀決定会合の後の記者会見では、黒田総裁は「需給ギャップは引き続き縮小しており、おそらく失業率や短観のいろいろなデータからみると、ほとんどゼロに近づいている」という見解を示した。この分析が正しいとすれば、デフレ脱却の前提となる需給バランスが改善して、今後は景気拡大とともに物価上昇が期待できるという展開になる。だから、黒田総裁は「2年で2%」という公約実現に向けてますます自信を深めることになっているのだろう。本稿では、需給ギャップがゼロになれば、物価が上がり始めるという前提について詳しく検討してみることにしたい。

### 日銀のいう需給ギャップとは

まず、黒田総裁が依拠している「失業率や短観のいろいろなデータからみた」需給ギャップの状況は、4月の金融経済月報に添付されたグラフとして掲載されている。3月短観では、全規模・全産業の雇用判断DIが▲12の「不足」超、生産用・営業用設備判断DIが0になっていたの、それを加重平均しても、雇用・設備が不足のエリアに入ってきたことがわかる。筆者が、財務省「法人企業統計」の資本分配率・労働分配率を使って、雇用・設備判断DIを加重平均した需給ギャップの指数を計算すると、▲9の「不足」超となっていた(図表1)。これは、

2007年12月の▲8よりも「不足」超幅が大きく、1992年9月以来の需給の引き締まりを示している。

反面、短観を用いずに、GDP統計を使ったGDPギャップの方は、必ずしも需要超過にはなっていない。内閣府が「今週の指標」というシリーズで、QE発表後に公開しているGDPギャップは2013年10-12月\*に対潜在GDP比で▲1.5%と依然としてマイナス幅が残っている。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

※短観の時点は3月であり、内閣府の2013年10-12月とは1四半期ほど差がある。ESPフォーキャスト調査を使い、仮に2014年1-3月の実質成長率が年率4.60%（エコノミストの平均予想）だったとすると、1-3月のGDPギャップは▲1.6%から▲0.7%へと縮小する（筆者の試算）。

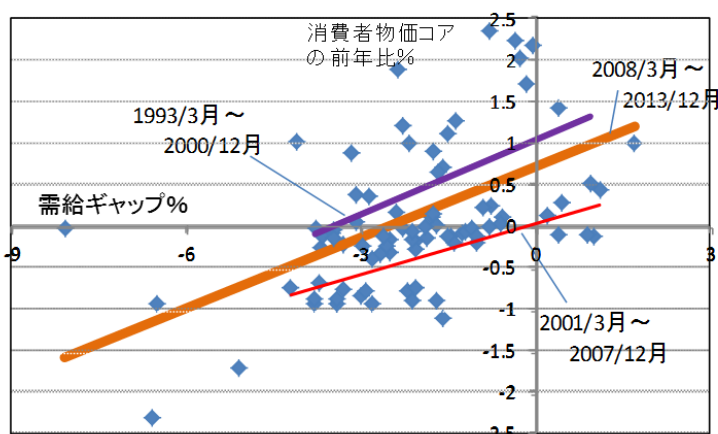
なお、日銀も独自にGDP統計を使ってGDPギャップを計算しており、そちらは2013年10-12月時点ですでに0になっていた。その状況は前述の日銀の月報のグラフに描かれている。もっとも、筆者はGDPギャップの推計に目くじらを立てるよりも、内閣府・日銀がともに趨勢として需給ギャップがゼロに向かって縮小しているという評価が重要だと考える。

### 物価に対する需給の感応度

次に、需給の変化がすぐに価格面での反応に結びつくかどうかを検討してみたい。需給の変化が必ずしも価格変動を決めるすべてではないことは、原油高騰や輸入物価上昇などの外生要因があることを念頭に置き、ばすぐに理解できる。2013年に入ってからの物価上昇は、需給よりも外生要因だとみなされることが多かった。それでも、需給改善が進んでくると、外生要因と需給要因の両面から、物価上昇が起こってきているという認識が変わっていった。問題は、今後、さらに需給が改善していき、それが物価上昇に結びつくかどうかである。

これまでのGDPギャップと消費者物価（除く生鮮食品）の関係については、散布図として対応を描くことができる（図表2）。ここでは構造変化の可能性を念頭に置き、1993年以降の3つの局面にわけて描いている。まず、デフレの初期局面として1993年～2000年の時期はGDPギャップが1%ポイント改善すると、+0.296%ほど物価が上昇するという感応度を持っていた。それが、金融不安からデフレ経済が発生した2001年～2007年の局面では、+0.205%と需給に対する感応度は低下してしまっていた。そこからリーマンショックを経て、2008年～2013年は+0.285%と再び感応度が高まってという計算結果になった。最近では、GDPギャップに対応して物価が上昇する感応度が90年代に戻っているという点で、前向きに考えてもよいのだろう。

（図表2）需給ギャップと物価上昇率



出所: 内閣府、総務省

もっとも、現在、1990年代の感応度を取り戻したとしても、物価上昇率が2%を安定的に達成するほどにはほど遠い。現在の物価上昇率が、2%を達成するためには、GDPギャップが現在よりも+2.5～3.5%ほど需要超過方向に変化する必要がある。現在のコストプッシュ要因が剥落していくことを勘案すると、もっ

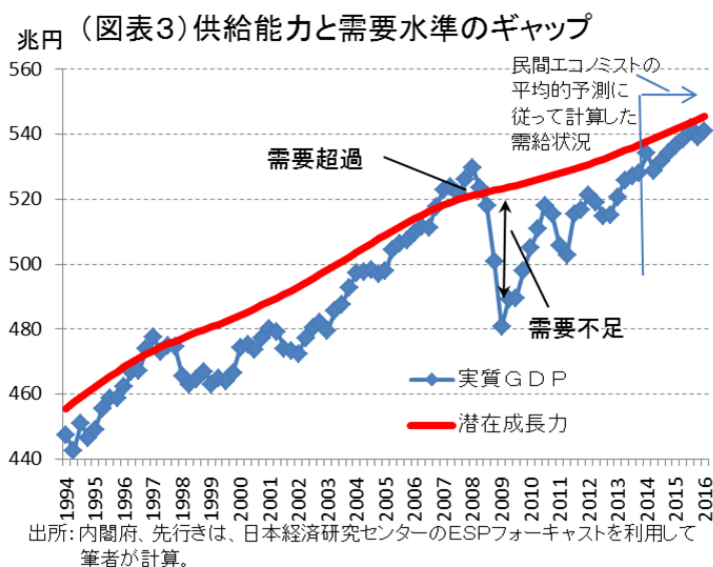
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

と需給バランスが高まっていく必要がある。これは、景気が非常に過熱した状態になることを意味する。

むしろ、筆者は、今後の景気拡大ではGDPギャップが大きく需要超過に転じなくとも、消費者物価上昇率が1.0~1.5%\*\*\*の範囲で推移する状態になると予想している。

※※ESPフォーキャスト調査（4月）を使って、今後の実質GDPの予想値の下でどのくらいのGDPギャップ、消費者物価になりそうかを計算してみた。すると、2014年7-9月~2016年1-3月まではGDPギャップが▲0.3~▲1.9%のレンジで推移することになった（図表4）。また、それに対応する消費者物価は、計算上は0.2~0.6%という穏当な数字になっていた。筆者が予想するよりも、物価のプラス幅は小さい。

おそらく、実際の消費者物価は、緩やかな円安を前提にコストプッシュ要因による押し上げがあるだろう。なお、GDPギャップがマイナスでも、資本ストックの中に技術的に老朽化・陳腐化して収益性を望めないものも多く含まれていて、見かけ上、GDPギャップのマイナスが残っていても、物価上昇圧力を働かせることになる。



## インフレ・シナリオ

今後の景気情勢が緩やかな景気回復だとして、予想外にインフレ率が上がることが起こりうるのだろうか。そして、そうしたアップサイドの変化は何が起こったときに蓋然性を増すのだろうか。

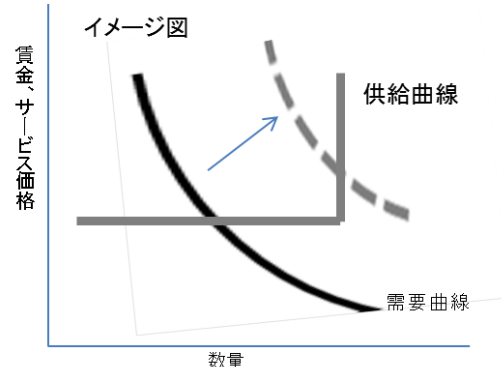
筆者が注目するのは労働市場の不足感である。雇用の逼迫感がかなり厳しい領域まで来ているという認識である。おそらく、若年人口の減少によって、若い労働力をより多く活用し、かつ定着率の悪い業種では、平均的な企業よりも、雇用の逼迫感が深刻な経営課題になっていると考えられる。わかりやすく言えば、若者が少なくなっているのだから、ちょっと景気が良くなったただですぐに人手不足に陥る状態である。現在は、供給力の天井が低くなっていて、以前よりも短期間で逼迫に陥りやすいと理解できる。

筆者は、計算上の完全雇用がどのくらいかを計算してみた。総務省「労働力調査」の求職理由別失業者数の内訳では、非自発的失業者は2014年2月時点で233万人中の76万人という結果になっているので、その人数が事実上ゼロになれば、完全雇用状態だとみなせる。この非自発的失業は、「勤め先や事業の都合」、「定年又は雇用契約の満了」という回答者で構成されている。ただし、非自発的失業は、景気が良くても悪くても常に倒産・廃業によって失業する失業者を含んでいるので、景気が相当良くなっても技術的に76万人がゼロになる訳ではない。そこで、この非自発的失業者数を倒産件数で回帰して、技術的な下限を探ってみた。筆者は1990年に最も倒産件数が少なかった時期が、非自発的失業の技術的な下限に相当すると考えることにした。その結果、完全失業率は3.1~3.3%の範囲\*\*\*であると考えられる。

※※※非自発的失業以外の失業者（自発的失業+摩擦的失業）に区分されていても、若干は景気変動によって増減する部分がある。ここでは、それを加味して完全失業率がどのくらいかを考えてみた。

ところで、なぜ、完全雇用水準を引き合いに出すのかというと、賃金やサービス価格は、労働市場が完全雇用に接近するほどに価

（図表4）価格はどこかで急上昇



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

格に対する弾性値を急上昇させることがあり得ることを念頭に置いているからだ（図表 4）。完全雇用水準近くまで需給が逼迫すると、それまでは賃金上昇が起これば非弾力的だったのに、途端に高い賃金を提示して限られた人材を企業が奪い合うような場面が起こる。これは、飽くまで可能性の低いリスク・シナリオであるが、仮に 2% の物価上昇が本当に起こるのならば、そうした状態になるのだろう。

筆者がイメージするのは、需給バランスの変化に伴って価格がリニアに動くが、その変動が完全雇用下では変わる世界である。日銀の黒田総裁が掲げる 2% の物価上昇の実現は、需給バランスだけで考えると距離は遠いが、仮に、先行きの雇用情勢が過熱して人材・人員獲得競争に火をつければ、賃金上昇、サービス価格上昇が思いのほか上がっていく。今後のひとつの注目点は、労働市場の変化である。