

みずほマーケット・トピック(2025 年 2 月 4 日)

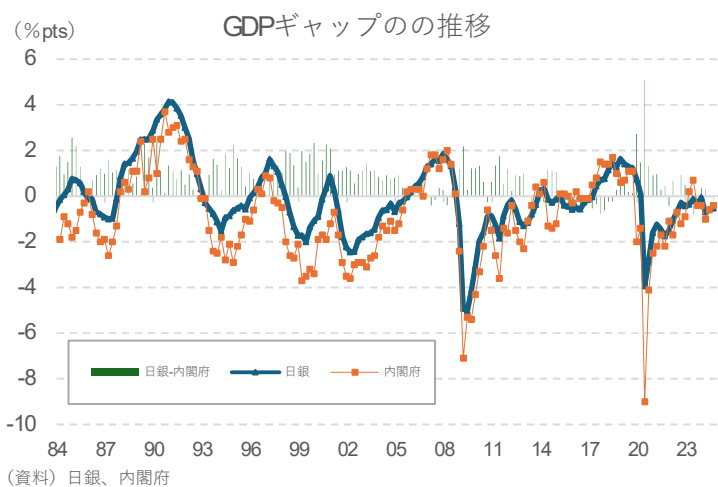
「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？

日銀の利上げ路線に関し、需給ギャップがマイナスであることを理由に反対する向きがある。これをどう考えるべきか。日銀試算の需給ギャップを見ると、労働に関しては昨今の人手不足問題から想像される通り、継続的なプラスギャップに転じている。片や、資本はマイナスギャップが続いている。結果、後者のマイナスの方が大きいため、GDP ギャップはマイナスに陥っている。これを額面通り受け止めれば、「人手は足りないが、設備はそれ以上に余っており、国全体としては需要不足」という状況になる。こうした事実は一見すれば利上げを見送る理由になるようにも見える。しかし、今の日本が考えるべき問題は「なぜ設備は使われていないのか」である。この点、1 月の展望レポートの BOX 欄が有益な視座を与えている。資本と労働の代替性(補完性)が低い(高い)非製造業などを中心として、人手不足ゆえに設備を利用できていないという実情がある。つまり、設備は使われていないのではなく、使いたくても使えないのである。展望レポートは労働需給に焦点を当てた情勢判断の重要性を強調し、利上げ路線を支持。

～マイナス需給ギャップの考え方～

1 月 24 日に行われた 0.25% から 0.50% への利上げに対し、実質賃金の低迷やマイナスの需給ギャップ(供給 > 需要)を理由に反対する論陣がある。確かに、需給ギャップは政府が掲げるデフレ脱却の 4 条件(①消費者物価指数、②GDP デフレーター、③単位労働コスト(ULC)、④需給ギャップ)の 1 つであるため、その不調を理由に引き締め的な政策運営をけん制するのは分からなくはない(そもそも現状をデフレと呼ぶことについて大きな疑義はあるものの)。ちなみに今や①から③がプラスに転じているため、④が余計にクローズアップされやすい面もありそうだ。しかし、後述するように、そもそも正確な測定が難しい需給ギャップを政策判断の要諦に置くのは危うい。

まず、需給ギャップとは何か。日銀が 2017 年 4 月に公表したペーパー「需給ギャップと潜在成長率の見直しについて」では需給ギャップについて「一国全体の財・サービス市場において、『総需要(実際の GDP)』が、景気循環の影響を均してみた『平均的な供給力(潜在 GDP)』からどの程度乖離しているかを示す指標」と定義している。要するに、経済全体に関する「潜在供給力と総需要の差」である。プラスならば総需要の方が大きく物価上昇圧力が強い、マイナスならば潜在供給力の方が大きく物価上昇圧力が弱いという解釈になる。概念として分かりやすいため、特に経済・金融知識に明るくない層にも受け入れら

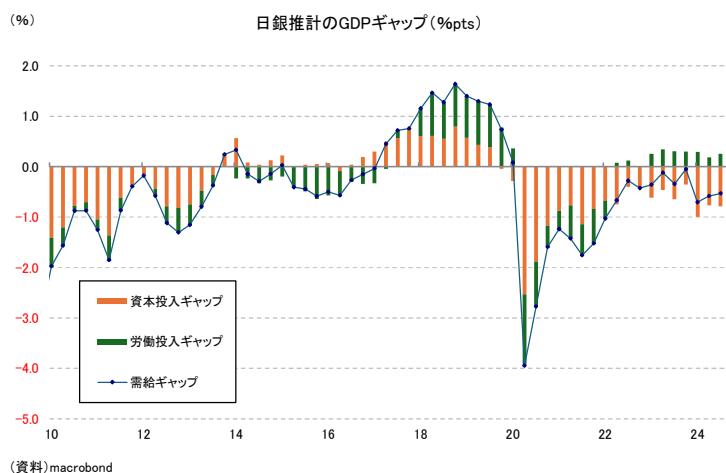


れやすく、財政・金融政策運営を議論する材料に使われやすい。しかし、ドル/円相場を語る際の日米金利差に限界があるように、需給ギャップで実体経済を把握するのにも限界はある。「分かりやすさ」は得てして万能ではない。

頻繁に指摘されるように、一国の潜在供給力ならびに潜在成長率は小さくない推計誤差を伴う概念だ。需給ギャップに関して言えば、日銀と内閣府が定期的に公表しているものの、両者の値も決して同じではなく過去 5 年(直近 20 四半期)では+0.7%ポイント、日銀の方が内閣府よりも高かった(前頁図)。相応に大きな違いである。上述の日銀ペーパーの定義を借りれば「平均的な供給力(潜在 GDP)」の水準が定まらないため、「どの程度乖離しているか」というギャップも定まらない。ちなみに最新となる 2024 年 7～9 月期に限って言えば、日銀は▲0.5%ポイント、内閣府は▲0.4%ポイントだった。いずれもマイナスであり、だからこそ利上げの反対材料として持ち出されやすい。

～設備が使われていない理由～

ここで日銀と内閣府のどちらの推計が正しいかを論じるつもりはないが、目下、金融政策運営との関係で注目されるのは日銀の推計値にならざるを得ないだろう。この点、日銀の需給ギャップは過去 4 四半期で▲0.5%ポイントとマイナスが続いており、これを理由として追加利上げに疑義を呈する向きはやはり存在する。しかし、この点は今少し踏み込んだ考察が必要になる。図示されるように、日銀の需給ギャップは、資本投入と労働投入について 2 つのギャップが計算された上で、両者の合計として表現されている。要するに、日本に存在する設備と労働について、各々がどの程度稼働しているのか(言い換えれば需給が逼迫しているのか)が推計され、可視化されている。図を一瞥すれば分かる通り、労働に関しては昨今の人手不足問題から想像される通り、継続的なプラスギャップに転じている。片や、資本に関してはマイナスギャップが続いている。結果、後者のマイナスの方が大きいため、GDP ギャップはマイナスに陥っている。これを額面通り受け止めれば、「人手は足りないが、設備はそれ以上に余っており、国全体としては需要不足」という状況になる。こうした事実は一見すれば利上げを見送る理由になるようにも見える。



しかし、今の日本が考えるべき問題は「なぜ設備は使われていないのか」である。この点、1 月の展望レポートの BOX 欄「資本と労働の代替性と労働の供給制約」が有益な視座を与えている。この BOX 欄は「生産・営業用設備判断 DI と雇用人員判断 DI の関係を見ると、過去においては、両者が概ね連動して動いていたが、最近では人手不足感が強まっても、設備判断 DI は不足超に動きにくい傾向があり、特にそうした傾向が非製造業において顕著である」との現状分析から始まる。その背景としては「需要が改善する時には、通常、資本と労働の両方への需要も増加することになるが、業種によっては、資本と労働への需要の増え方が異なるケースもある。これは、業種ごとに、生

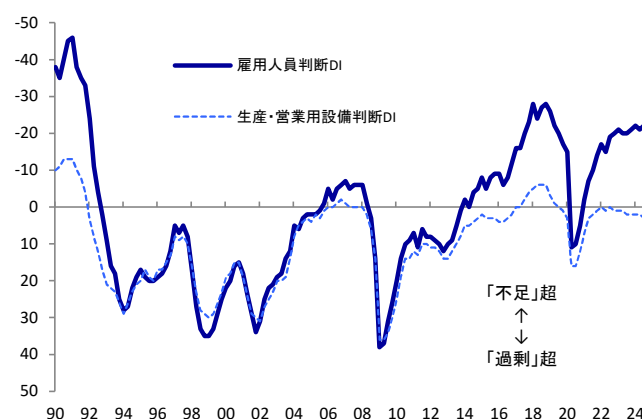
産関数における資本と労働の代替性が異なることに起因する」と指摘されている。

要するに、製造業は資本と労働の代替性が高く、人手不足による制約を機械化やAI化などによって緩和できる度合いが大きい一方、非製造業ではその代替性が低い(≡補完性が高い)ため、人手不足問題が深刻化しやすいということである。言い換えれば、非製造業に関しては人手不足と共に設備の利用すら難しくなっているという状況が推察される。人員が確保できずにランチ営業ができない飲食店や満室営業できないホテルなどを想像すれば分かりやすいだろう。

～使いたくても使えない設備～

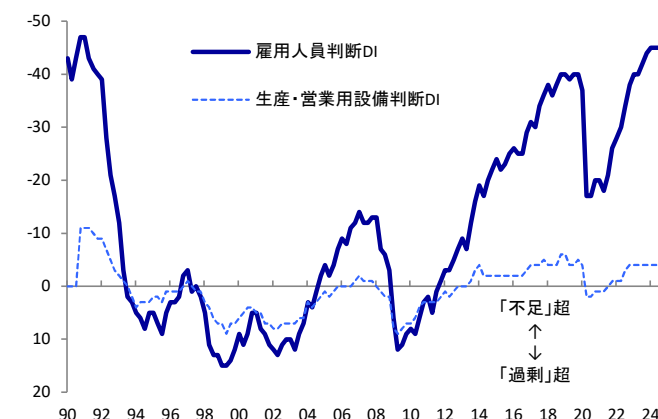
BOX 欄ではこの資本と労働の代替弾力性を業種別に試算しており、サービス業や建設業が代替性の低さから深刻な人手不足に直面している実情を指摘している。より具体的に言えば、宿泊・飲食サービス、対事業所サービス、対個人サービスが「労働供給制約業種」として分析されている。なお、対事業所サービスとは産業廃棄物処理業や土木建築サービス業やデザイン・機械設計業などが含まれ、対個人サービスは介護・福祉・教育業などが含まれる項目である。これらの業種では特に資本と労働の代替性(補完性)が低い(高い)ため、人手不足に直面すると設備を稼働できないという状況にも直面しやすくなる。結果、統計上はプラスの労働投入ギャップとマイナスの資本投入ギャップが併存することになる。今の日本の状況を踏まえれば、マイナスの資本投入ギャップから「設備が使われていない」と読むだけでは不十分であり、「設備は使いたくても使えない」という事情も読み込む必要がある。実際、直近の短観に目をやれば、製造業・非製造業ともに雇用人員判断DIが労働力の逼迫を示唆するが、生産・営業用設備判断DIは資本が大して稼働していない状況が読み取れる。こうした観測事実を踏まえ、BOX 欄は「経済活動や物価・賃金のダイナミクスも、労働需給のひっ迫に焦点を当てた情勢判断を行うことが重要な局面になっている」と締められている。当面の日銀の政策運営に関し、マイナスの需給ギャップが利上げ見送りの理由として用いられる展開は考えにくいと考えて良さそうである。

(%ポイント) 雇用人員判断DIと生産・営業用設備判断DI(製造業)



(資料) macrobond

(%ポイント) 雇用人員判断DIと生産・営業用設備判断DI(非製造業)



(資料) macrobond

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
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、バリエティ割れを視野に捉えるユーロ/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/ドルのバリエティ割れ
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～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)