

投資のレッスン（2014年4月20日）
需給ギャップを巡る政府・日銀の認識ギャップ

需給ギャップは政策担当者が考えるテーマ

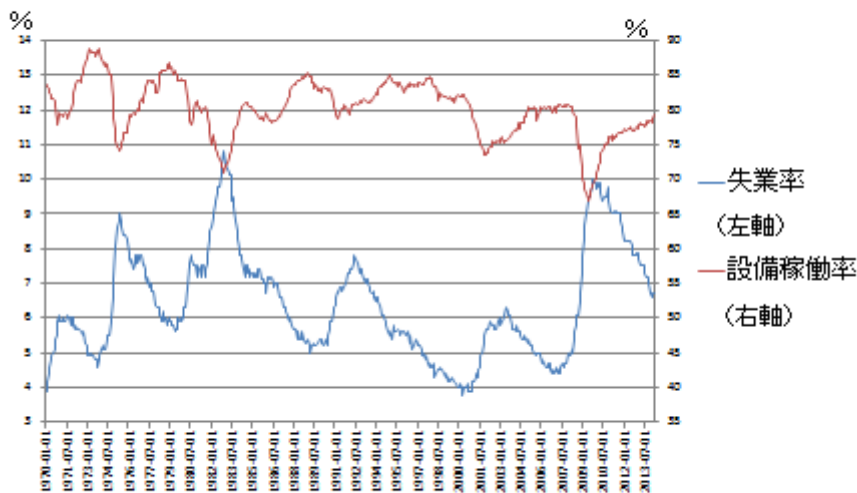
最初にお断りしておきますが、需給ギャップを巡る議論はそもそも相場を張ろうとする人々にとってはあまり重要なテーマではありません。相場を張るという行為は、経済がどちらの方向（景気の良化か悪化）に動こうとしているのかを予想し当てようという行為と同じ、あるいはその一部ですから、需給ギャップがどれくらいなのか、あるいは需給の均衡点はどこなのか（そんなものはあったとしても一瞬のうちに通り過ぎてしまうものだと思います）などと言った高尚なテーマは、考えるだけ時間の無駄です。需給ギャップが存在しようが解消されようが、そんなことにお構いなしに景気は良くなったり悪くなったりしますから、当然のことながらマーケットはそうした議論に関係なく運動を繰り返します。しかし政策担当者にしてみると需給ギャップが存在しているならば、何とか景気回復の手立てを打たねばなりませんし、逆に需給ギャップが解消されていればインフレを引き起こさないように手立てを講じることが責務となります。

需給ギャップとは何か

ではそもそも需給ギャップとは何なのでしょう。これは一般的には一国の経済全体の総需要と供給力の差のことで、GDPギャップとも呼ばれます。こう書くと、なんだ、そんな簡単なことなのか、と思われたかもしれませんが、しかし現実には正確に計測することは至難の業です。総需要は国内総生産（GDP）と同じですから、まだこれは何とか誰でもわかるものの、供給力は国内の労働力や製造設備などから推計されるのですが、これが容易ではない。専門家は七面倒くさい手法を使ってかれやこれやと推計してご丁寧に教えてくれるのですが、相場を張る人間としてみればそんなまどろっこしいことはしてられない。もっと早く結論が知りたい。

そこで現場の人間は昔から次のようなグラフを描いてこの需給ギャップをイメージしてきました。使う指標は失業率と設備稼働率です。米国を例にとって見てみましょう。

米国の需給ギャップ



景気が悪くなると失業率が増えて、設備稼働率が下がります。逆に景気が良くなると失業率が下がり設備稼働率が上がります。ただ難しいのは、需給ギャップがゼロのところはどこなのかがわからないことです。これは時代によって人によって言うことが異なるのでどれも当てになりません。

長期と短期では需給ギャップは異なる

時代によって異なるのは当たり前の話です。人間も設備も質的に変わっていくからです。そんなことから需給ギャップの定義を現実の成長率の潜在成長率に対する割合として捉える人もいますが、じゃあ潜在成長率って何よ、いくらよ、と聞かれると結局みんなしどろもどろになります。本当にそうですか？とすごむと大概の専門家が逃げていきます。まあこれもどうでもいい。

いずれにしろ色々な見方があって、それもこれも正しいのだけれど、投資の判断として使うには以下のような公式をイメージしておくのが良いのではないかと思います。

需給ギャップがマイナス＝企業の設備や人員が過剰で、物余りの状態⇒デフレギャップ
需給ギャップがプラス＝企業の設備や人手が不足で物価が上がりやすい状態⇒インフレギャップ

更に細かく場合分けすると以下のような 4 パターンが景気の循環とともに生まれてきま

す。

需給ギャップがプラスの状態【総需要>総供給】+景気良化⇒インフレ

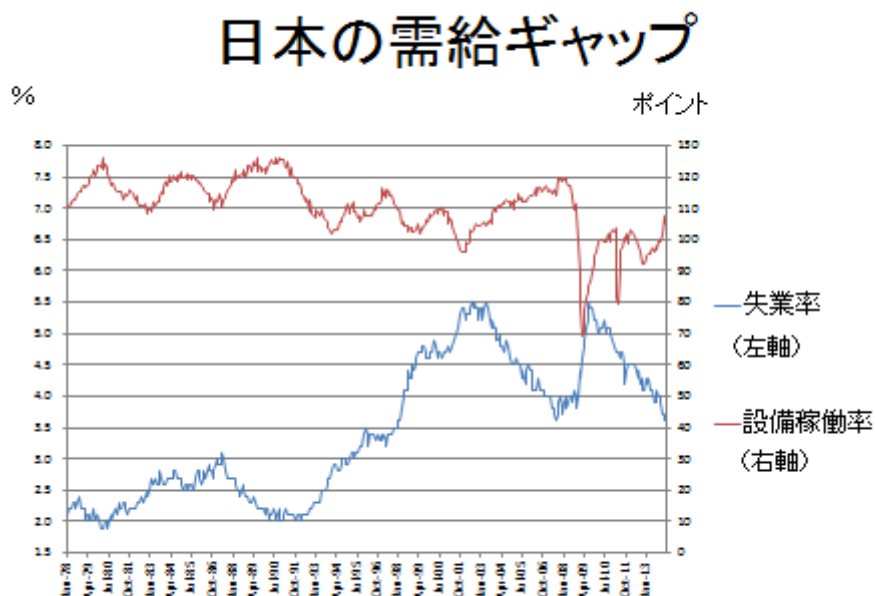
需給ギャップがプラスの状態【総需要>総供給】+景気悪化⇒スローダウン

需給ギャップがマイナスの状態【総需要<総供給】+景気良化⇒景気回復

需給ギャップがマイナスの状態【総需要<総供給】+景気悪化⇒デフレ・不況

よくわからない日本の需給ギャップ

さて問題となるのは、わが国の需給ギャップが今どうなっているのか、そしてこれからどうなっていくのか、というところです。これがよくわからない。



失業率と設備稼働率だけ見ると少なくとも 80 年代とは大きな開きがある。あれはバブルであったからというなら、わが国の今の需給ギャップゼロの水準と言うのはどこなのか。

ちなみに内閣府は需給ギャップを 2013 年 10~12 月期にマイナス 1.6% まで縮小したとの試算を発表しています。金額にして 8 兆円程度。内閣府はこの数字を計測するのに経済の巡航速度を示す潜在成長率を 0.7% 程度と見ており、長期的な視野で需給ギャップをとらえていることがわかります。先ほどの公式に従えば、今の日本経済は需給ギャップがマイナスの中での景気良化ですから、典型的な景気回復局面であるということになります。

ところがこれが日銀の試算ではマイナス 0.1% というのですから驚きです。景気回復でモノが売れるようになり、生産が増え、人手不足が強まったからだというのですが、これに

加えて日銀は、14年1～3月期は消費増税前の駆け込み購入が増えたため、プラスになる可能性が高いと見ているようです（ただ、14年4～6月期以降は消費増税で需要が弱まり、マイナスに戻るおそれがあると付け加えています）。

非正規雇用がこれだけ増えた労働市場の現状を知っているはずの日本銀行が、昔から使い慣れた短観か何かのアンケート調査をもとに、ギャップがゼロだと言うならば、世論はそんな中央銀行などいらないと反旗を翻してしかるべきでしょう。誰のための中央銀行なのか、もう一度よく考えてみるべきだ。

内閣府と日銀の計算では供給力の見積もりの方法が違うため、数値にずれがあるのは仕方ないと釈明していますが、パッと見ても、誰に話しを訊いてもよくわからない数値が政策変数として使われるのは憤慨です。

黒田総裁の暴言？失言？

更に私が驚いて二の句が継げなかったのが、4月8日、金融政策決定会合後の日銀黒田総裁の記者会見における次の一言です。

「需給ギャップはほとんどゼロに近い」

ギャップがないならもう追加の金融緩和する必要はありませんから。マクロ系ヘッジファンドはすぐに売りを仕掛けました。黒田さんはあまり深い意味もなく、日銀の統計分析結果として言ったのかもしれませんが（それでも追加緩和は必要に応じて実施しますよ、と言っていますから）政府の数字と大きく隔たりがあるのは困った話です。案の定、1週間後には安倍首相に首相官邸に呼び出されてお灸をすえられたみたいです（と私には見えませんでした）。

最終的には、日銀は4月30日の金融政策決定会合で、半期に1度まとめる「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」を公表し、向こう2016年度までの経済・物価見通しをまとめるのですが、ここで物価をめぐる議論の土台となるのが、需給ギャップです。最終的にどういう文章になっているのか注意深く見守りたいですね。