

日本経済

Point of View～エコノミストの見方～

名実ギャップ拡大をどうみるか～マネーの視点を取り入れて考える～

主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 実質 GDP 成長率は足踏み状態

■ 今月 16 日に内閣府から公表された日本の 25 年 10-12 月期実質 GDP は、前期比+0.1%（前期比年率+0.2%）と2四半期ぶりにプラス成長となった。25 年 7-9 月期が前期比▲0.7%（前期比年率▲2.7%）という大きめのマイナス成長だった直後であることを踏まえると反発力は弱く、同+1%台半ばの成長率を見込んでいた市場コンセンサス比でも弱めであった。力強さに欠ける個人消費や純輸出の弱さはもちろんのこと、設備投資もやや伸び悩んだ印象である（図表1）。

（図表 1） 実質 GDP の前期比成長率・寄与度

	前期比(%)、寄与度(%pt)		寄与度(%pt)					
	2024年	2025年	2024年	2025年	2024年	2025年	2024年	2025年
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	10-12月期	
国内総生産	0.7	0.5	0.3	0.5	▲ 0.7	0.1	***	
個人消費	0.4	0.1	0.7	0.2	0.4	0.1	0.1	
民間住宅	1.0	0.6	▲ 0.2	0.0	▲ 8.4	4.8	0.2	
設備投資	0.6	▲ 0.2	0.2	1.3	▲ 0.3	0.2	0.0	
民間在庫変動(寄与度)	***	***	***	***	***	***	▲ 0.2	
政府最終消費支出	▲ 0.1	0.1	▲ 0.3	0.5	0.1	0.1	0.0	
公共投資	1.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 0.1	
純輸出(寄与度)	▲ 0.2	0.8	▲ 0.6	0.1	▲ 0.3	0.0	0.0	
輸出	2.2	1.7	▲ 0.2	1.9	▲ 1.4	▲ 0.3	▲ 0.1	
輸入	2.8	▲ 1.9	2.5	1.4	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	

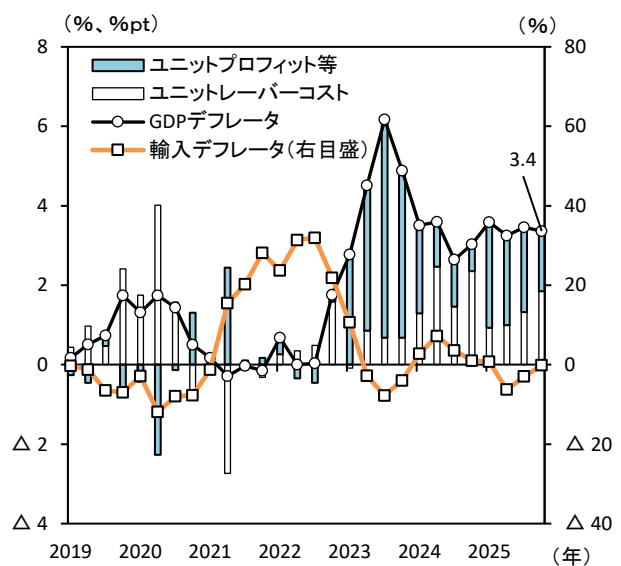
（資料）内閣府「四半期別GDP速報」

■ 一方で、名目 GDP 成長率は、図表2に示す GDP デフレーターを背景に前期比+0.6%（年率+2.3%）と堅調な成長が続いている。この結果、名目の指標（企業収益、株価、税収など）は改善する反面、消費者物価の上昇が続く下では家計の実質購買力は目減りし、統計と景気実感の乖離が残しやすい構図が続いている。

2. マーシャルの K が示す「見かけの加速」

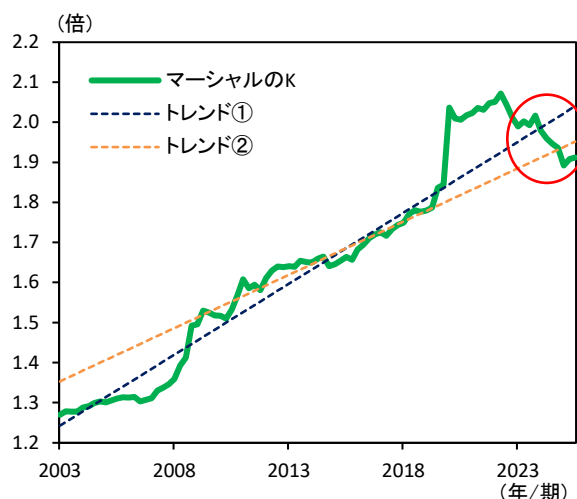
■ この「名目は伸びるが実質は伸びない」局面を、以下では金融面の尺度を取り入れて考えてみたい。そのうえで有用な尺度が、マーシャルの K ($M2 / \text{名目 GDP}$) である。マクロ経済学の古典的命題である交換方程式 $MV=PY$ (M :マネー $M2$ 、 V :貨幣の流通速度、 P :物価、 Y :実質 GDP) において、貨幣の流通速度の上昇はその逆数であるマーシャルの $K(1/V)$

（図表 2） GDP デフレーターの前年比



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」

(図表 3) マーシャルの K

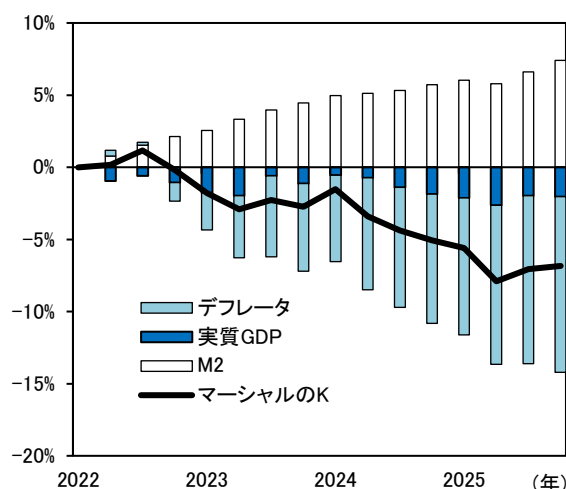


(資料)日本銀行、内閣府

(注)トレンド①はグラフ内全期間、トレンド②はアベノミクス期(13～19年)のもの

(図表 4) マーシャルの K の 22 年 1Q 以降の累積変化

(累積対数変化率、寄与度)



(資料)日本銀行、内閣府

=K)の低下を意味し、通常なら過剰流動性が実体経済へと浸透する「正常化」と解釈できる。そして、ここでは K の低下を単なるインフレに伴う数学的帰結と見なすのではなく、もう少し実体経済に絡めて掘り下げて考えてみたい。一般に、需要主導で景気が強い局面では、投資や信用需要の拡大を通じてマネーストック(M)も増えやすく、結果として K の急速な低下は抑えられやすい(ただし、金融政策のスタンスや金融機関のリスク許容度、企業側の借入需要次第では、M2 の伸びが物価上昇に追いつかないこともあり得る)。

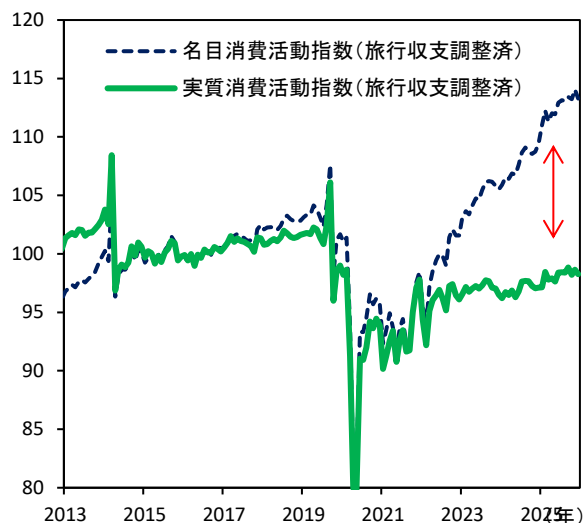
■ ところが、図表3で近年の K の推移を確認すると、コロナ禍で大きく上振れした後は着実に低下し、足元では長期トレンド(トレンド①)やアベノミクス期のトレンド(トレンド②)を下回っている。さらに、図表4では、22 年以降の K の変化を実質 GDP、GDP デフレーター、M2 に分解してみると、低下の大宗がデフレーター要因で説明される。つまり、足元の「K の低下＝貨幣流通速度の上昇」は、実体経済の過熱というより、物価が名目取引を押し上げた結果として捉えられる。その意味で現在の日本は、マネー(M)や実質経済成長(Y)の伸びが相対的に鈍い一方で、輸入要因や利幅要因も含め物価(P)の押し上げが先行し、結果として既存マネーの購買力が吸収される形で K が低下していると整理できる。これは、言い換えると輸入物価の上昇が沈静化し、インフレ要因がホームメイド化する中、本来なら内需主導の好循環が期待される局面にあるものの、実態は生産性の向上に勢いを欠いた中で「賃金コストの価格転嫁」と「企業のマークアップ維持」による名目値の増加が起きていると考えられる。

3. 貯蓄は動いたが“インフレによる目減りの補填”に消えた

■ ここで、実体経済に目を向けると、個人消費は、実質雇用者報酬の増加や株高による資産効果などを背景に7四半期連続でプラス成長を

(図表 5) 消費活動指数

(ポイント)



(資料)日本銀行「消費活動指数」

維持している(図表1)。しかし、その内実は「量が増えた」というより、「値上がりを追いかけてながら支出を維持した」色合いが強い(図表5)。家計貯蓄率が低下しマイナス圏まで落ち込んだのは、超過貯蓄を取り崩し、生活を下支えしてきた面も大きいだろう(図表6)。このため、実質的な消費量が思うように伸びないのは、家計がねん出した資金の相当部分が物価上昇の穴埋めに吸収されたということになる。

加えて、家計の資産行動の変化も見逃せない。M2に含まれる現預金の価値がインフレにより実質的に目減りする局面では、流動性選好の低下、すなわち貨幣需要(K)の低下として表れやすく、株式・投信へのシフトを助長しがちである。このため、「資産を持つ層は名目で潤うが、持たざる者の生活実感が改善しにくい」という二重構造がより生まれやすい状況にある。

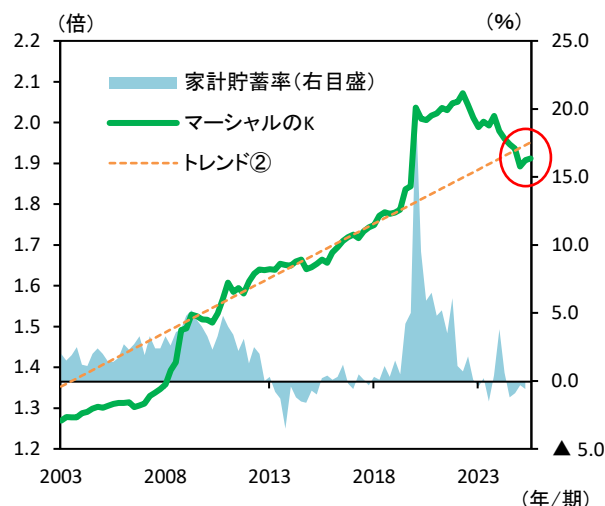
■ 他方で、企業部門もコロナ禍で手元流動性を積み上げ、その後はマネーを動かし始めている。ただし、行き先は人件費や国内向けの設備投資だけではない。むしろ、図表7に示す通り、配当など株主還元

の拡大や海外投資・海外M&Aといった形で資金は国外に流れやすい。国内向けの投資は、たとえ必要性があったとしても供給制約(人手不足や建設コスト上昇)などにより工期やコストが見通しにくく、ただでさえ国内の成長期待が低い中で「やりたくてもできない」採算が合

いにくい」案件が増えやすい。その結果、資金の一部が株主還元や海外へ向かうのは、企業行動として自然な帰結であろう。こうした構図の下で、値上げにより確保された名目上の利益(図表2のユニットプロフィット等が該当)は、国内の生産能力増強へ十分に変換されていない状態にあり、結果的に労働生産性も上がりにくい。

ちなみに、やや脇道に逸れるが、筆者は金融仲介の動向にも関心がある。地域金融や政府系金融などの金融取引の現場に存在する各種の「枠」(与信枠、限度額、支店長専決権限のような内部基準、担保評価の運用など)は、必ずしも物価に連動して調整されない可能性があるのではないだろうか。名目GDPがデフレーター主導で膨らむ一方、金融側の与信枠が据え置かれるなら、実質的には与信枠が目減りし資金需要の増加に金融仲介が追従できなくなる恐れもある。この点は、企業の資金繰り管理の難易度を上げることにつながるため、杞憂かもしれないが倒産動向と合わせて念のためウォッチしておきたいところである。

(図表6) 家計貯蓄率とマーシャルのK

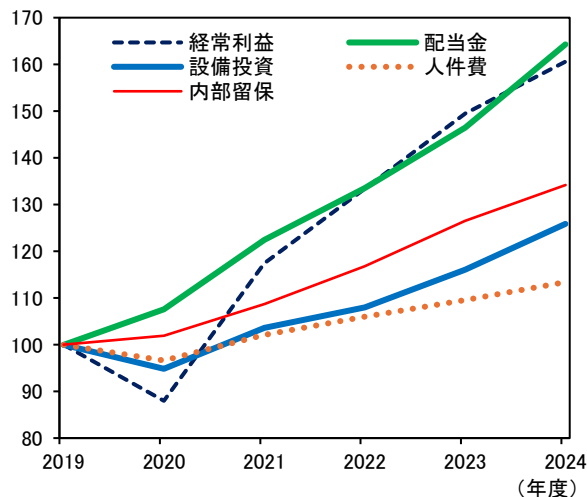


(資料)日本銀行、内閣府

(注)トレンド②はアベノミクス期(13~19年)のもの。家計貯蓄率の直近は25年7-9月期

(図表7) 配当金、設備投資、人件費等の推移

(2019年度=100)



(資料)財務省「法人企業統計」

(注)内部留保は利益剰余金

4. まとめ

- 以上を踏まえると、現在の K の低下は、景気回復も一因だが、どちらかと言えば「物価上昇に伴う名目値の膨張」を反映した影響が大きい。元来、諸外国に比べると、日本は K の水準が高かったため、これも金融正常化の一環と捉えることもできる。ただし、問題はそのマネーの行き先が金融市場や海外投資に向かっていて、国内の生産能力拡大という内部循環の回路は今のところ細ったままという事実である。今後は、マネーが「国内で価値を生む」ための投資にいかに関与させるかが、日本経済の回復を分ける分岐点となるだろう。生産性の改善を伴った賃上げと同時に、供給制約を緩和させるような投資の拡大や規制改革等（例えば人への投資やエネルギーの自給率向上、戦略的投資の 17 分野の選択と集中など）が進展するなら、名実ギャップは縮小し、インフレ率も安定的な水準にアンカーされるはずだ。
- この点、今後は政府の物価対策等により実質賃金のプラス転換が予想される。これが個人消費を促し、国内投資を誘発する“好循環”に回帰することを期待する声は根強い。しかし、上記の課題を放置したままでは、むしろ回復した購買力が対外資産へのシフトを加速させる皮肉な結果を招きかねない。このため、日銀の利上げや実質賃金の改善は、短期的な景気の振れを調整することはできても、壊れた国内循環という配管・回路を直すものではないことを踏まえれば、マネーを国内の実需へと還流させるためのインセンティブ設計の再建と、政府が目下進めている供給サイド強化の取り組みがより一層重要である。

以上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は一切責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。