

GDPデフレーター”2%”到達の意味とは？

KEY
POINT

- 1～3月期のGDPデフレーターは前年比”+2%”に到達。増税の影響を除けば、約31年ぶりの高水準。GDPデフレーターが1990年～92年に2%を超えた時期は、コアコアCPIも2%越えとなっており注目される結果。
- 90～92年と足下のGDPデフレーターを要因分解すると、90～92年時と比べて足下は賃金による押し上げ幅が不十分。今回のGDPデフレーター2%到達は物価の持続的な上昇を示唆するものではないと評価。
- 90～92年の春闘におけるベアは3%近傍で、今年の春闘ベアの伸び率はまだ物足りない。中小企業の回答集計や採算の状況を見る限り、2%物価目標達成に十分な賃上げが実現するかどうかはまだ不透明。

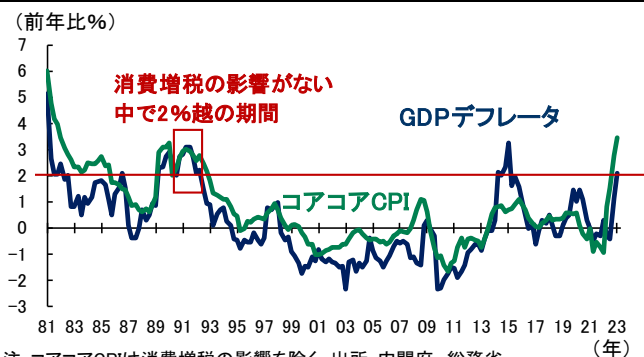
1. GDPデフレーターが1～3月期に遂に”2%”に

1～3月期の日本のGDPが17日に公表され、予想以上の好結果であったことから、株式市場でも好感されて日経平均株価指数が3万円台に到達したことが話題となった。

しかし筆者にとってより印象的だった点はGDPデフレーターが前年比”+2%”に到達したことだ(図表1)。GDPデフレーターは輸入価格上昇の影響が調整される事から、ホームメイドインフレの圧力を測る指数として注目される。今回1～3月期の伸び率は2015年1～3月期(同+3.2%)以来の高い伸び率だ。

図表1: GDPデフレーターとコアコアCPI

GDPデフレーターが”2%”に到達



注:コアコアCPIは消費増税の影響を除く 出所:内閣府、総務省

加えて、2015年1～3月期の伸び率は2014年4月の消費増税の影響が反映されていることもあり、割り引いてみる必要がある。内閣府では消費増税によるGDPデフレーターへの影響を1.4%PT程度と試算している。そう考えると、2015年1～3月期も実勢としては2%に達成していないことになる。

さらに過去を振り返ると、2%を超えたのは1992年4～6月期以来、約31年ぶりだ。コアコア(生鮮食品・エネルギー除く)CPIは昨年既に大台を突破していたが、GDPデフレーターの伸び率が低位にとどまっていた。そのため、多くの識者がインフレの主因は輸入価格高騰などに反映されるコストプッシュ型であり、持続性には乏しいと評価してきた。

しかし、GDPデフレーターが2%に到達したとなれば、いよいよホームメイドインフレ圧力の兆しが出てきたと言えよう。消費増税の影響なくGDPデフレーターが2%を超えた90年4～6月期から92年4～6月期の期間はコアコアCPIも2%を超えており、GDPデフレーター2%越えは一つの目安として注目される。

2. GDPデフレーター2%の持続性はまだ不透明

当社では2023年10～12月期から欧米の景気後退入りに伴い、日本も景気後退入りをメインシナリオとしている。この想定に立てば、今年末から来年にかけてインフレ圧力は弱まり、2%物価目標の持続的達成は困難とみられる。

その他、筆者はこれまでのレポートで、日本のインフレの主因は財(モノ)や食品の価格上昇であり、輸入価格がすでに急減速していることから持続性には乏しい点を指摘した(「根強く続く日本の食料インフレ、”2%”の意味」[リンク](#))。

本稿では、GDPデフレーターの動向からインフレの持続性を探ってみる。GDPは下記式のように、3つの要因分解できる。

$$\begin{aligned} \text{GDPデフレーター} &= \frac{\text{名目GDP}}{\text{実質GDP}} \\ &= \frac{\text{名目GDP}}{\text{名目雇用者報酬}} \times \frac{\text{名目雇用者報酬}}{\text{労働投入(マンアワー)}} \times \frac{\text{労働投入(マンアワー)}}{\text{実質GDP}} \\ &= \text{労働分配率(逆数)} \times \text{賃金(時間当たり)} \times \text{労働生産性(逆数)} \end{aligned}$$

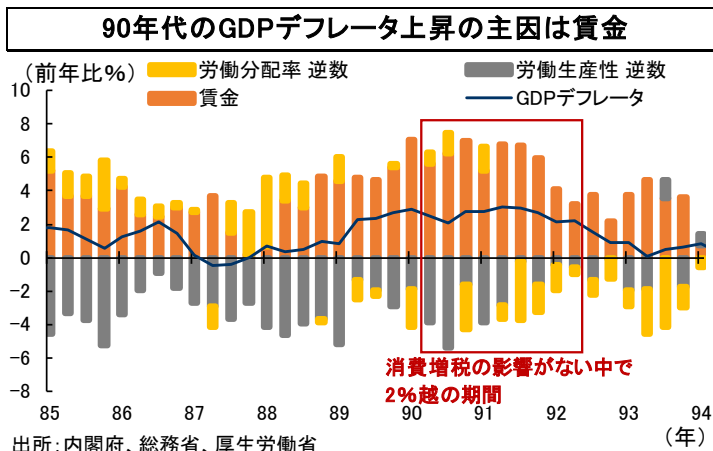
その3つとは、①労働分配率(逆数)、②賃金、③労働生産性(逆数)だ。この3つの要因に分解したうえで、コアコアCPIとGDPデフレーターが2%を超えた90年4～6月期から92年4～6月期の期間の動向を次頁図表2で、足下のGDPデフレーターの動向を次頁図表3で比べてみよう。

この図表2と図表3を比較すると、今回23年1～3月期のGDPデフレーター2%到達という結果は、GDPデフレーターの持続的な2%越えの兆しとまでは言えないことがよくわかる。

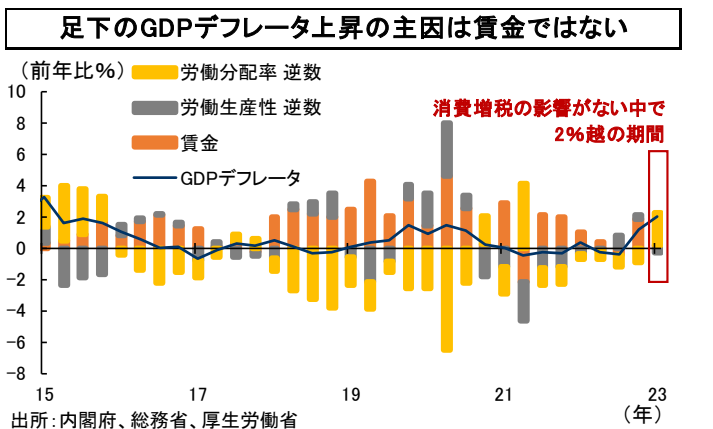
なぜなら、90～92年の時のように、賃金要因による押し上げが今よりもっと大きくなる必要があるからだ。同期間では、賃金の押し上げ効果が5～6%PT程度と極めて大きい。

しかし、23年1～3月期の賃金の押し上げ幅は極めて小幅にとどまる。1～3月期のGDPデフレーター上昇の要因は、労働分配率の低下、すなわち営業余剰(企業の取り分)の増加だ。

図表2: GDPデフレータの要因分解(1990年前後)



図表3: GDPデフレータの要因分解(足下)



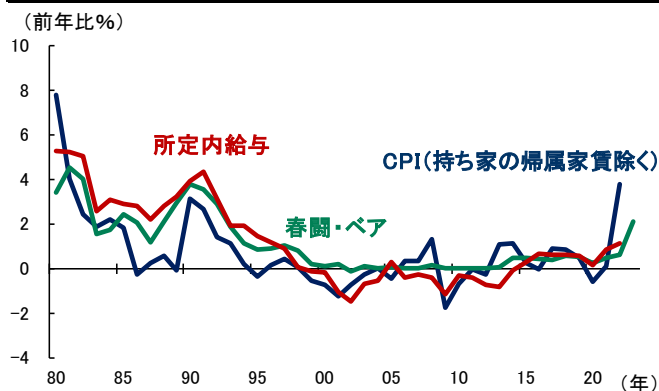
3. 春闘の伸び率も当初からややトーンダウン

それでも、今後賃金の伸び率が大幅に高まっていくとの期待はある。今年の春闘ではベアの伸び率が“2%”を超えるという、近年稀にみる高水準となったためだ。早ければ4月以降の給与に今年の春闘におけるベア引き上げの影響が出るため、6月発表の毎月勤労統計調査の所定内給与の結果は特に注目される。

ただ、90～92年の時のベアは3%（筆者推計）近くとみられるため、現状のベア引き上げ分はまだ物足りない（図表4）。

図表4: 春闘・賃上げ率と所定内給与

90～92年のベースアップは推定3%近傍



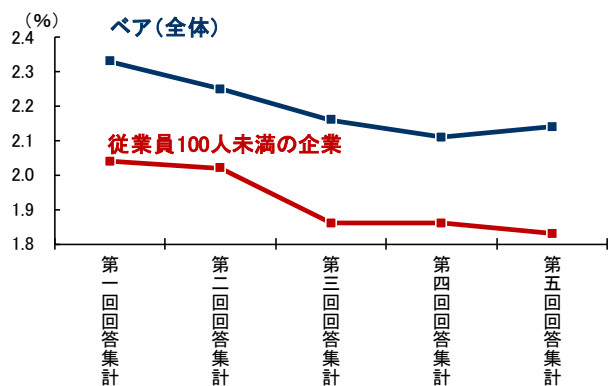
22年度のCPI(持ち家の帰属家賃除く)の伸び率は4%近くであり、今年は2～3%程度に減速する予想であることを鑑みても、現状の賃上げ率は実質ベースの賃金上昇を確約するほどの高い伸び率ではない。過去と比べれば、春闘の賃上げ率は健闘しているとはいえ、23年度中の2%物価目標の達成

を確信させるほどではないだろう。

また、春闘の回答集計が進むにつれて、ベアの伸び率にやや陰りがみられる。もちろんこれは想定範囲内と言えるが、中小企業（従業員100人未満とする）の伸び率が低下して“2%”を切ったことは、少し気になっている（図表5）。

図表5: 春闘・23年度回答集計

中小企業のベアは2%を切る水準まで低下

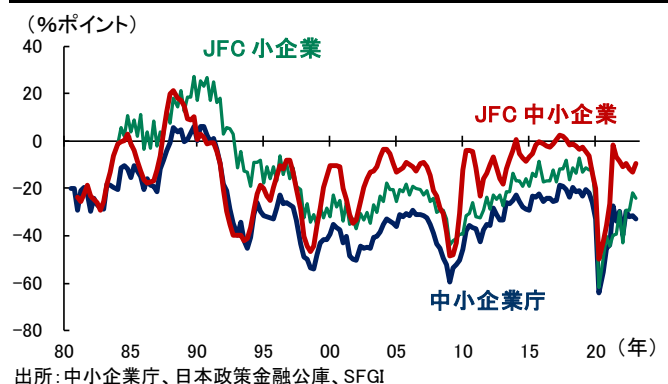


春闘における中小企業とは、労働組合を持つ企業であるが、中小企業の多くは労働組合を持たない場合が多いと推察される。組合を持つ企業のベアが2%から切り下がっていることから推察すると、組合を持たないより規模の小さい中小企業のベアが2%を超えているとは考えづらい。

過去の中小企業の賃上げ率を振り返ることは統計上困難だが、中小企業の採算を確認すると（図表6）、やはり90～92年時は採算に余裕があり、大幅な賃上げが可能であったように見受けられる。

図表6: 中小企業の採算DI

90～92年時は中小企業の採算に余裕あり



当時と比べると、足下の採算DIは心許ない。コロナ禍の最悪期からは脱しているとはいえ、2%物価目標達成に十分な賃上げが可能ほどの余裕があるようには見えない。

それでも、物価上昇への対応や人手確保の観点から、中小企業は賃上げ率を高めざるを得ないという見方もある。しかし、収益改善が追い付かず労働分配率が高まってしまえば、高い賃上げは来年以降、続かないだろう。

もちろん労働生産性が大幅に改善すれば、価格転嫁が容易となり、賃上げと採算改善が両立する（労働分配率の高まりを回避）。そうなれば、賃上げは持続的となる。ただ言うは易し行うは難しであり、一朝一夕にいかないのが生産性改善だ。現段階では生産性が見通しは保守的に見積もるしかない。

以前のレポート(「日本の景気・物価のカギを握る中小企業の賃金」[リンク](#))でも指摘したように、焦点は24年度、すなわち来年度以降の賃金、ベアの伸び率だ。

23年度の企業収益が堅調であれば、24年度のベアが予想よりも高まる可能性もある。今年度後半に見込まれる米国景気の谷の底が浅くなり、コロナ5類以降後のリベンジ消費が本格化して内需が堅調に推移すれば、企業の賃金支払い余力が確保されることになる。

もちろんそれでもベアの伸び率が高まることが保証されるわけではないが、24年度の賃金動向は大きなポイントになろう。GDPデフレーターも賃金も来月以降の結果が山場となる。引き続きアップデートしていきたい。

宮嶋貴之

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹 (おがわ まき)
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『最新版 本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

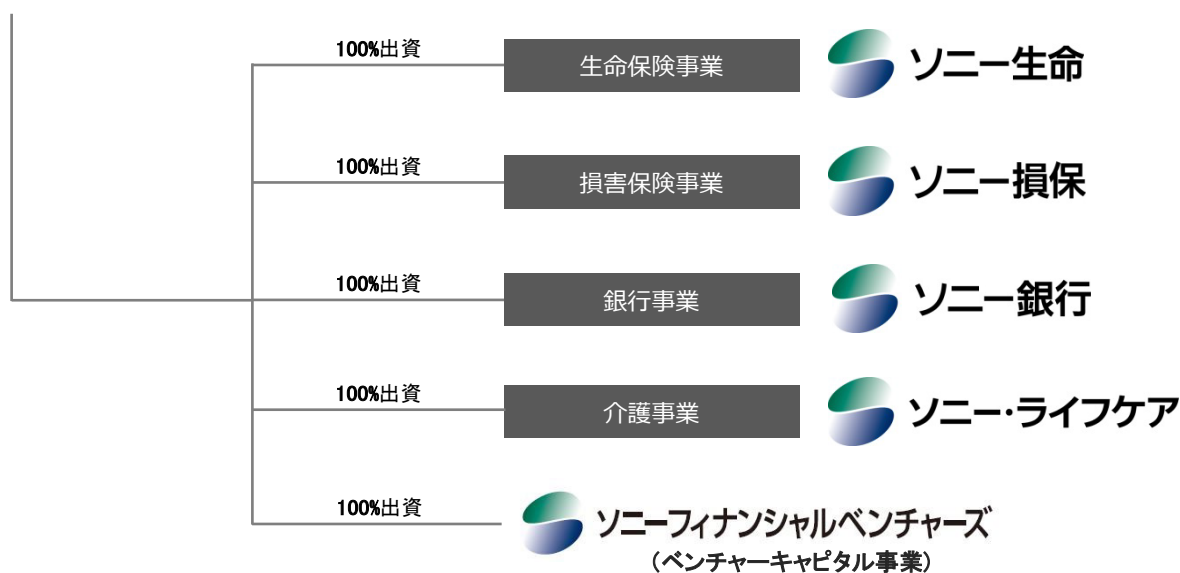
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>