

GDP サプライズはショックではない

11月4日付けレポート「[無常という事](#)」は小林秀雄の有名な随筆のタイトルからとった。そのなかの「上手に思い出すことは難しい」という有名な一節を僕はよく引用する。

「またか」。今週月曜日、500円を超す下げとなった日経平均の急落を見て僕は呟いた。そして同じセリフを翌日にも吐いた。「無常という事」のレポートで「こんなに上げるなら、前の日にあんなに売るなよ」と書いたばかり。また同じ展開を見るとは。株は記憶のゲームとよく言われるが、東京市場の参加者はよほど記憶力が悪いのか、何度も同じ間違いを繰り返す。その理由のひとつは、「機械」による売買、もしくは「機械的な」売買が増えたことが挙げられるだろう。人間だって「上手に思い出すことは難しい」のだから、機械に「思い出せ」と言っても無理である。それでも最近は人工知能の研究が進み、自ら学習して様々なパターンを記憶するプログラムも開発されているというが、チェスや将棋で人間に勝てても株式相場ではまだまだであろう。

「そうは言っても月曜日の下げは仕方ないのではないか。なにしろ7-9月期のGDPがまさかのマイナス1.6%成長。名だたるエコノミストの予想が総外れとなるGDPショックだったのだから」そのような反論があるかもしれない。確かにGDPがマイナス成長になるとはだれも思っていなかった。その意味では「サプライズ」であったのは確かだ。しかし、「ショック」ではない。株式市場は、そんなことで「ショック安」してはいけなかったのである。

過去にも書いてきたように、日本株式市場の値動きが荒く、上げでも下げでも一方通行相場になりやすい背景はいくつかある。特に最近の相場上昇は先物主導によるところが一段と顕著であった。それだけ短期筋中心の相場だったわけだから、月曜日のように「サプライズ」が出れば急落となるのも不思議ではない。さらに言えば、短期筋のなかにはコール・オプションを買って一段の上値に備える「買いヘッジ」をしていた向きもあるだろう。彼らにオプションを売り渡している業者は、そのポジションに対するヘッジを先物でおこなう。相場が急落してコール・オプションの価値がなくなれば、業者もヘッジを外さなければならぬ。こうして先物に大量の売りが出るということになる。

そのようにテクニカルな要因によって売られた分は仕方ないとしても、月曜日に株を売ったひとのなかには GDP の数字が悪いこと、すなわち日本の景気が悪いことを悲観して株をぶん投げたひとがいるのではないかとすれば、それは早計というものだ。なぜか？その理由をこれから述べる。いくつもあるが、いちばんはじめに挙げたい第一の理由は、日本の景気はそれほど悪くないということである。これは月曜日に GDP が発表された直後から、ロイターへのコメントでも毎週月曜日のお昼におこなっているオンライン・セミナーでも僕が述べたことだ。でも GDP は 2 四半期連続のマイナス成長。定義に従えば、リセッション（景気後退）ということになる。そんな状態だから消費税増税を延期したのではないかと疑問におもわれるだろう。では、基礎的なことから述べていくがお付き合いください。

そもそもの話、GDP - 国内総生産とは何だろう。経済産業省のキッズページにある解説を引用する。

GDP (国内総生産) とは、日本の国内で、1 年間に新しく生みだされた生産物やサービスの金額の総和のことです。GDP はその国の経済の力の目安によく用いられます。また、経済成長率は GDP が 1 年間でどのくらい伸びたかを表わすものです。経済が好調なときは GDP の成長率は高くなり、逆に不調なときは低くなります。

(経済産業省・キッズページ「GDP とは？」より)

いろいろな経済活動があつて一面的に捉えられないので、これを三つにわけて考える。まず国内総生産というくらいだから生産の側がある。いろいろな企業がつくりだした生産物などだ。非製造業が提供するサービスの価値も生産に含まれるし、民間企業だけでなく政府・公的部門のサービスもこれに含まれる。次にそのつくりだしたものがどのように配分されたか - 例えば労働の対価としてサラリーマンに給料として払われた分がいくらか、など - 分配の面からも捉えられる。最後にそれらがどのように使われたのか、すなわち支出の面から見ることもできる。この三つの面からみた GDP は等しい。これを三面等価の原則という。

内閣府発表のサマリーや新聞などの報道で一般的なものは支出の側からの捉え方である。民間消費がいくら、設備投資がいくら、輸出がいくら、などというものだ。ざっくり言うと、日本の GDP は 500 兆円。そのうちの 6 割が民間の消費支出で約 300 兆円。簡単に言うなら、ひとびとがおカネを使えば(消費すれば)景気は良くなる。おカネを使わなければ景気は悪くなる。実に単純な話である。そこに設備投資が増えた/減ったとか、輸入が増えた/減ったとかが加わると、もっと景気がいいとか、悪いとかということになるわけである。

本来、在庫というものはGDPの主たる構成要素ではない。絶対額が大きくないということもあるし、その本来的な性質が純粋な「投資」とは言えない部分も少なからずあるからだ。「意図せざる在庫増」という言葉を聞いたことがあるだろう。企業が、将来の売れ行きを強気に読んで「意図して」在庫を積み増すということもあれば、予想外に販売が不振で売れ残ったために在庫が膨らんでしまうこともある。後者の場合、すなわち「意図せざる在庫増」の場合は明らかに景気がいいわけではないが、数字上はGDPを押し上げる要因となる。

反対に在庫が減る、というのはたまっていた在庫がはけた、在庫調整が進展した結果だと捉えることもできる。これは需要がそこそこあった、ということになる。

さきほど三面等価の原則ということ述べた。生産面、分配面、支出面、いずれから見てもGDPは同じということだったが、それはあくまで「原則」であって、現実の世の中、そんなにうまく具合に勘定が合うわけではない。三面等価の原則というのは、それが常に(恒に)成り立つように定義したから、そういうことになっているだけである。

GDPをY、民間の消費をC、貯蓄をS、投資をI、政府支出をG、税金をT、輸出をEX、輸入をIM、そして経常収支をNXとすると、

$$Y = C + S + T \quad (\text{総供給: 生産、分配面からみた GDP})$$

$$Y = C + I + G + (EX - IM) \quad (\text{総需要: 支出面からみた GDP})$$

これを整理すると、よく知られたISバランスと財政収支・経常収支の式となる。

$$S - I = (G - T) + NX$$

民間の貯蓄が投資を上回る分(貯蓄超過)が、政府部門の財政赤字を補って海外に流出している(海外部門の貯蓄超過＝経常黒字)という図式だ。

また、このように変形することもできる。

$$S + T = I + G + NX$$

左辺は総貯蓄(総供給)、右辺は総投資(総需要)である。三面等価の原則によれば投資と貯蓄は恒に等しく、需要と供給は恒に一致する。しかし、それはそのような恒等式で定義したから、そうなるのであって、現実の世の中では貯蓄主体と投資主体は同じではない。貯蓄は主として家計部門だし、投資は企業が主体である。民間で売れ残ったものを政府や海外が必ず買ってくれるわけではないだろう。

ところが GDP 統計では必ず三面等価の原則が成り立っている。それを可能にしているのが在庫品増加なのである。いわば、在庫品増加というのは実体経済における需要と供給の不一致を統計上一致させる「調整弁」のような役割がある。事実、四半期の統計では結構、変動するものの、年間の統計では在庫品増加の寄与度というのは大きくない。平均をとると均されてしまうためである。ある期間に積み上がった在庫はいつか解消される。生産調整がおこなわれるからである。なので、在庫の増減は四半期ベースでは GDP の変動要因になるが、年間でみればただの調整弁であり、その影響を過大視するのは攪乱要因に振り回されることになる。今回の GDP のマイナス成長というのはまさにその典型例である。

表1: 日本GDP内訳の寄与度

	項目	2014年7-9月(前期比)
GDP の大きな構成要素である消費も設備投資も純輸出も、ざっくり言えば大きな変化がなかった。そういう点では景気の回復力は確かに強くない。大項目に変化がないなか、調整弁である在庫品の減少がそっくり GDP の下押し要因となっただけである。実際、この在庫の動きを消去すれば GDP の伸びはプラスである。(表1ご参照)	国内総生産(GDP)	-0.4%
	民間最終消費支出	0.2%
	民間住宅	-0.2%
	民間企業設備投資	0.0%
	民間在庫品増加	-0.6%
	政府最終消費支出	0.1%
	公的固定資本形成	0.1%
	公的在庫品増加	0.0%
	財貨・サービスの純輸出	0.1%
	(出所)マネックス証券作成	

それが前述した日本の景気はそれほど悪くないということである。それを一番、分かっているのはマーケットだ。月曜日、あれほど GDP ショックと大騒ぎして急落したが、TOPIX は火曜、水曜、そして本日と3連騰、ほぼ下げを取り戻している。

一番、分かっているのはマーケットだと書いたが、もうひとり、こうなる展開をおそらく予想していたひとがいる。ほかならぬ、安倍晋三首相である。その点については、次回のレポートでまた述べたい。



利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会