

マクロとミクロの乖離をどうみるか？

専門研究員 古金 義洋

1. はじめに

GDP統計などに代表されるマクロの経済指標と企業収益やそれを反映した日銀短観の業況判断D Iなどに代表される企業関連指標（ここでは対比のためミクロ指標と呼ぶことにする）は、連動して動くのが普通だ。しかし、足元では、マクロ指標としての実質GDPとミクロ指標としての業況判断D Iの動きが大きく乖離している（図1参照）。

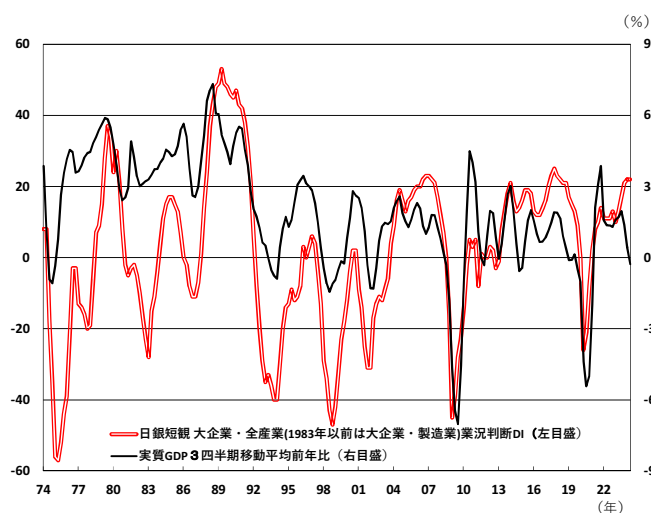
実質GDPは今年1～3月前年比0.9%減、4～6月同0.8%減と2四半期連続の前年比マイナス成長となった。これに対して、日銀短観による大企業・全産業の業況判断D I（景気が「良い」とする企業の割合マイナス「悪い」とする企業の割合）は今年3月に続いて6月もプラス22となり、2018年以来の高水準で推移している。

こうした乖離は今回が初めてのことでない。図1でみる通り、バブル時にはGDP成長率（3四半期移動平均前年比）が1988年半ばに7%台でピークを打った後、業況判断D Iは1年程度上昇し続けたが、1989年半ば以降下落に転じた。その後、バブルが崩壊し、景気の転換点を公式に示した景気基準日付によれば、景気が後退局面入りしたのは1991年2月だった。

2000年代にはGDP成長率が2004年半ばに2.6%程度でピークを打った後、業況判断D Iは2年半程度上昇し続けたが、2007年以降下落に転じた。その後、リーマンショックなどで景気が後退局面入りしたのは2008年2月だった。

この2つの例から言えば、両者の動きが乖

（図1）業況判断D Iと実質GDP



（出所）内閣府、日銀

離していても、先行するGDP成長率のピークアウトに1～2年程度遅れて、業況判断D Iも低下に転ずる可能性がある。

本稿では、今回のマクロ、ミクロ指標の乖離の理由について考察し、今後、両者がどうなっていくのかについて考えてみる。

2. マクロとミクロを乖離させた要因は何か？

マクロとミクロの乖離の原因は、第1に、インフレであり、インフレに対して賃上げが遅れたことではないかと考えられる。

足元でGDP成長率がマイナスになっている原因の一つは、個人消費の不振だ。GDPベースの実質個人消費は、23年4～6月以降、今年1～3月にかけて5四半期連続で前期比減少傾向が続いた。今年4～6月は前期比1.0%増と持ち直したが、前年比でみると0.1%減と前年割れの状態が続いている。

これに対して、法人企業統計によれば、個人消費など内需の影響を受けやすい非製造業の2023年度の売上高は前年比4.2%増、営業利益は同21.1%増と増加し、過去最高水準になった。また、日銀短観によれば、大企業・非製造業の業況判断D Iは、今年3月時点で、プラス34とバブル期の1991年以来的水準に並び、6月もプラス33と高水準で推移している。

このような違いは、物価変動分を差し引いた実質概念でみるか、物価変動分を含んだ名目概念でみるか、という点から生じているとも考えられる。

例えば、個人消費についていえば、日銀による消費活動指数（インバウンド消費を含む消費）を名目指数、実質指数の両方でみると

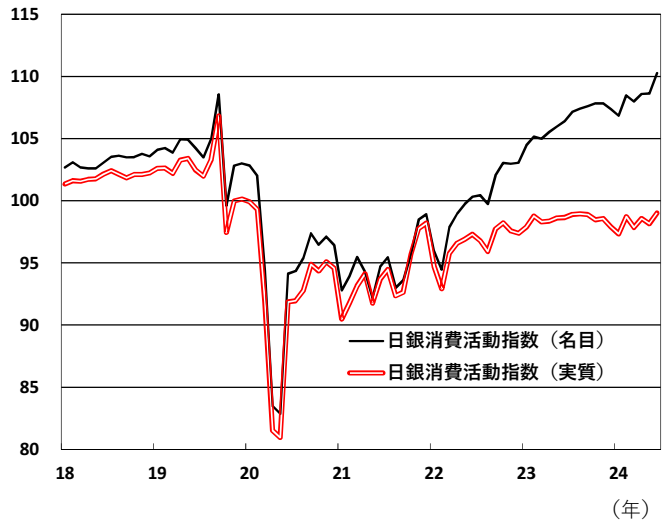
（図2参照）、名目消費活動指数はコロナ前のピーク時をすでに上回り、増加傾向を辿っている。これに対して、実質消費活動指数は2023年以降、ほとんど横這いで推移している。

支出する家計側からみると、インフレによって購買力が低下し、実質消費は低迷しているが、販売側の企業からみると、インフレによって売上高や利益が水増し気味に増加し、それが企業の景況感を実態以上に高めている可能性がある。

一方、企業側からみて、売上高だけでなく利益が大幅に増加したのは、2022年半ば以降、企業の値上げ（インフレ）が予想外のペースで進み、それが売上高を増加させる半面、賃金の伸びが低水準にとどまり、それが企業のコストを抑制させたことが原因と考えられる。

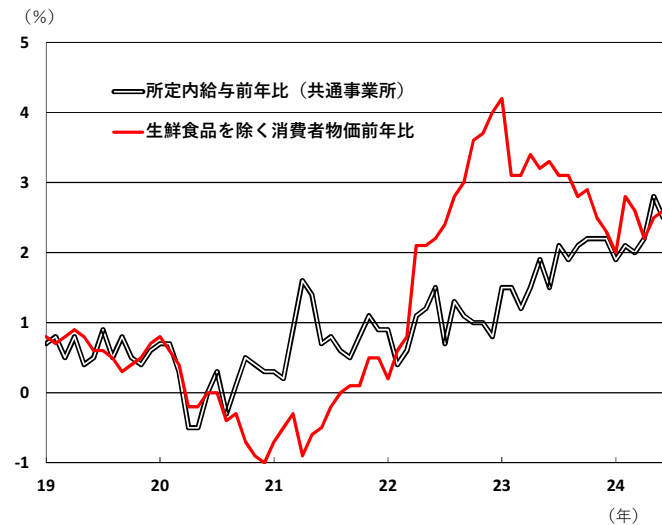
生鮮食品を除くコア消費者物価は2022年に前年比1.1%上昇し、23年には同4.0%上昇と加速した。これに対して、企業にとってコストとなる賃上げは遅れ、毎月勤労統計によれば、一般労働者の所定内給与は22年に1.1%上昇、23年も同1.2%上昇と、23年も賃金上昇率は小幅だった。物価上昇に賃金上昇が追い

（図2）名目消費と実質消費



（出所）日銀

（図3）物価と賃金の上昇率



（出所）厚生労働省、総務省

付かず、労働者の実質賃金が減少したことが、企業の利益を増加させた可能性が高い。

ただ、今年の春闘での賃上げ幅は大幅なものとなり、半面、物価上昇率が鈍化しているため、足もとでは賃上げ率が物価上昇率を上回り始めた（図3参照）。これは急増していた企業利益に対しマイナスに作用する可能性がある。

ミクロとマクロの乖離のもう一つの原因は円安だ。円安により円建て輸出金額は増加し、輸出関連業種の売上、利益は水増し気味に増加しているが、金額の変化から輸出価格の変化を除いた輸出数量あるいは実質輸出は低迷している（図4参照）。

リーマンショック前の円安局面では、円安によって現地での販売価格が引き下げられ、販売価格低下による価格競争力の向上で、輸出金額の伸び以上に輸出数量や実質輸出が大幅に増加する局面もあった。輸出数量の増加に合わせて国内でも増産が必要になり、増産のための設備投資が景気を押し上げた。

しかし、2010年代以降の円安下では、現地での販売価格が引き下げられることはなく、結果として、円建て輸出金額が増加し、輸出企業の収益は円安で増加したが、日本製品の価格競争力が向上することはなかったため、輸出数量や実質輸出は増えず、輸出数量や実質輸出の伸びが輸出金額の伸びを下回ることが常態化した。国内での増産のための設備投資もなくなった。

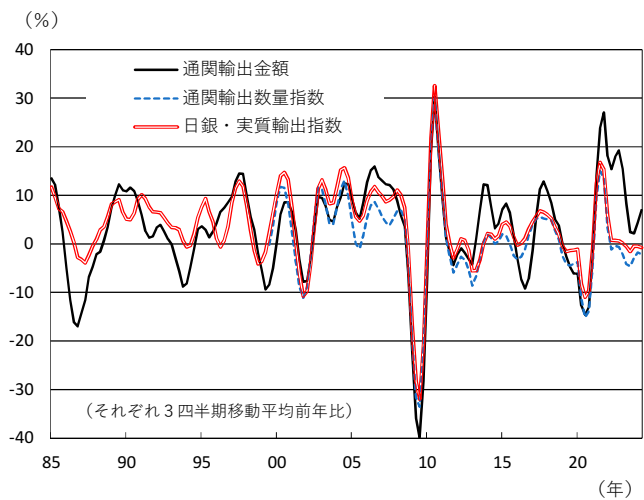
結局、円安は輸出関連企業を中心に売上高や利益を増加させ、当該企業の景況感を高めたが、国内経済全体、つまりマクロ経済へのプラス効果は限定的なものになったと考えられる。

3. マクロとミクロの乖離は今後どのように収束していくか？

このように、マクロとミクロの乖離の原因は、インフレと円安、言い換えれば円の国内的・対外的価値の低下によるところが大きいと思われる。

これは、一時的な「貨幣錯覚」（物価の変動により貨幣価値が変化し、実質的な価値が変わったにもかかわらず、名目上の貨幣表示額のみをとらえて、実質的価値の変化に気が

（図4）名目輸出金額、輸出数量と実質輸出



（出所）財務省、日銀

つかない状態）とも言えなくない。ミクロ指標の良好さが一種の「錯覚」だとすれば、現在の良好に見えるミクロ指標は、マクロ指標にさや寄せする形で悪化していく可能性がある。

実際、6月の日銀短観によれば、消費関連業種の景況判断DIは、小売（プラス31→プラス19、12ポイント低下）、対個人サービス（プラス33→プラス29、4ポイント低下）、宿泊・飲食サービス（プラス52→プラス49、3ポイント低下）など、高水準ながら低下している。

これに対して、企業の景況感好調は今春闘の大幅な賃上げにつながっており、賃上げによる消費の増加が低迷しているマクロ景気を回復させるのではないかといった「賃金・物価の好循環」を期待する見方も多い。

だが、前述した通り、賃上げは企業の利益を減少させる要因でもあるため、賃上げが「好循環」につながる保証はない。

図5は法人企業統計で、1980年代以降の全産業の売上高、人件費と営業利益の増加率をみたものだが、過去においては、売上高の伸びが人件費の伸びを上回る局面では営業利益が増加する傾向がみられた。また、売上高の

増加に対して、人件費の増加が遅れる傾向もみられた。

今回の景気拡大局面でも、物価上昇などが寄与して名目の売上高が先行して増加し、それに遅れて人件費の増加テンポが高まっている。

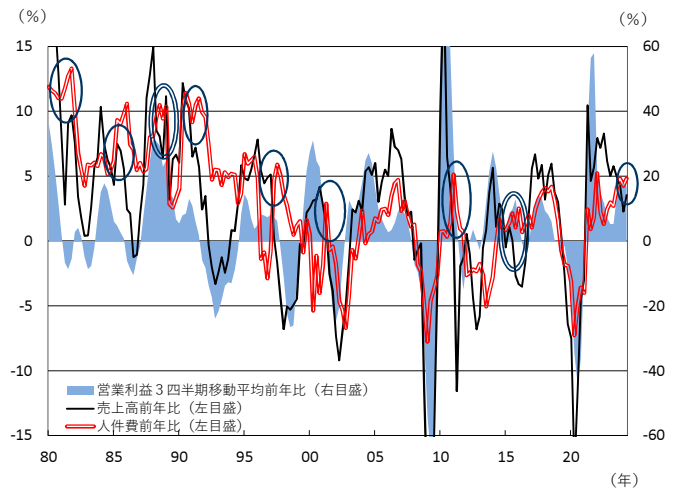
2022年頃にかけて急増していた売上高は足元では頭打ちになっている。売上高の前年比増加率は22年の7.4%から23年同5.0%、2024年1～6月同2.9%増と鈍化している。これに対して人件費の増加ペースは徐々に高まりつつあり、人件費の前年比増加率は22年2.8%、23年3.7%、24年1～3月4.5%と加速し、今年に入って売上高の伸びを上回った。

1980年代以降、現在のように、企業の売上高の伸びが鈍化する半面、人件費の伸びが加速していく状況で、景気は二通りの展開を辿っていた。一つは、人件費の増加が企業の利益を圧迫して、景気が悪化に向かうという展開だった。もう一つは、人件費の増加（＝雇用者所得の増加）が消費増加などを通じて企業の売上を再び押し上げ、景気は踊り場を経て再び上向き、企業の利益も再び増加するという展開だった。

図5をみると、現在起きているように、企業の売上高の伸びが鈍化し、一方で人件費の伸びが加速して、人件費の伸びが売上の伸びを上回ったことが、1980年代以降、今回を除いて8回あったが、8回のうち、6回は前者の展開を辿り、景気は悪化していった。

残りの2回（図5において二重線でマークした箇所）は後者の展開を辿り、景気は再拡大した。この2回は、1986年11月～1991年2月、2012年11月～18年10月の長期景気拡大の局面だった。1986年11月～1991年2月の長期景気拡大はバブルと企業の力強い設備投資によって牽引された長期景気拡大だ。また、2012年11月～18年10月の長期景気拡大は異次元金

（図5）企業の売上高、人件費と営業利益



（出所）財務省

融緩和と円安に牽引された長期景気拡大だった。

力強い設備投資や強力な金融緩和などといった、景気を力強く牽引していく要因がなければ、賃上げにより企業利益が圧迫される結果、景気は悪化する可能性が高く、本格的な景気拡大は実現しづらいのではないかとと思われる。

ここまでの日本のミクロ指標の好調はインフレなどによる「貨幣錯覚」が影響しているとみられる。また、良好な企業収益を背景とした現在の賃上げは、企業の利益を減少させる面もあるため、賃上げだけでは「賃金・物価の好循環」が想定するような、景気拡大は実現しないだろう。そうした意味で、現在の良好なミクロ指標が低迷するマクロ指標を押し上げるというより、良好なミクロ指標が低迷するマクロ指標にさや寄せする形で悪化していく可能性が高いのではないかとと思われる。