

名目GDPを反転上昇させる方法

発表日：2009年12月1日（火）

～グローバル化を目指す設備投資を支援～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

デフレの弊害は、名目GDPが縮小していく問題と重なる。誰かの購買力を奪って、誰が購買力を増やすのでは、名目GDPは増えにくい。名目GDPを拡大させるには、①輸出で日本国外から需要を獲得する方法、②将来の購買力をファイナンスによって前借りして投資する方法がある。有望なのは輸出企業がファイナンスをして国内設備投資を増やすことで、名目GDPを増やすことだ。現在の企業は、固定資産の減損ルールによって、かつてよりもストック調整を受けにくくなり、需要獲得のチャンスがあれば投資をしやすいように変わっている可能性がある。

デフレ宣言と名目GDP

政府は11月20日に発表した月例経済報告に合わせてデフレ宣言をした。消費者物価の前年比マイナス幅は10月も▲2.2%（除く生鮮食品）を超え、物価マイナスの傾向を持続させている。一方、日銀の白川総裁は、11月20日の記者会見で、政府と認識は変わらないと繰り返しつつも、その見方にはいくらか温度差があるようだ。例えば、日銀は、現時点で需要悪化に端を発する物価下落とはみておらず、予想物価上昇率も下がっているとはしていない。確かに、物価が需要と供給のバランスで決まるという関係においては、数量拡大と物価下落が起こっているときには、供給曲線が右シフトしている関係なので、これを悪い物価下落とは言わない。

しかし、問題設定を、数量拡大（＝実質GDP上昇⇨景気拡大）が起こっても物価下落（＝GDPデフレータのマイナス）によって名目GDP（＝賃金＋企業収益）が縮小する動きと捉えると、これを歓迎できないはずだ。経済のパイが縮小しているとき、数量拡大で凌いでいる企業は、採算悪化を強いられる。この関係がしばらく続けば、企業の採算悪化で供給能力も削減されるリスクがある（この場合、供給曲線は左シフト）。名目GDPがマイナスのときは、消費者・企業ともに景況感が改善しにくいとも言える。マインドの本格的な改善が進まないと、前向きな投資活動（設備投資、住宅投資）に踏み切れないだろう。また、名目GDPがマイナスのときは税収減が続いて財政収支は改善できない。今のデフレは、名目GDPの悪化という問題に読み替えられる。

購買力の付け替えは付加価値を増やせない

デフレを止めるための景気対策としては、いくつかの方法が考えられる。しばしば言われるのは家計向けの減税である。一部には財政収支を悪化させてでも、減税をすれば景気拡大が成功するのではないかという見方がある。しかし、筆者はこの見方に懐疑的である。

なぜならば、2兆円の減税は、家計の消費性向が100%ではないので、財政資金のすべてが購買力に回らないからである。消費性向が7割のときは、購買力は1.4兆円の増加に止まり、0.6兆円は貯蓄に回る。貯蓄に回った0.6兆円は、企業が設備投資を増加させているときは、別途、購買力増加に寄与する。しかし、現在はそうはならず銀行などの国債購入に吸収されている。財政赤字が増えても景気刺激がすくない使途に資金が固定化していれば、マネタリーなルートで量的拡大は見込めない。

では、家計の購買力を高めるために、賃金を引き上げて消費拡大をすればよいかというと、それも問題がある。企業収益が縮小しようとしているとき、賃金を無理やりに増やしても、企業の投資行動がさらに抑制されて、総需

要は縮減する可能性がある。誰かの購買力を奪って、誰が購買力を増やすのでは、名目GDPの総額は増えない。家計と企業が貸金拡大と収益拡大の綱引きを行って、片方の購買力を奪って支出を増加させても、コップの中での支出の付け替えになって名目GDPの総額では「行って来い」になりがちだ。

企業の投資行動とファイナンス

名目GDPが所得制約に囚われずに拡大していくルートは、「行って来い」にならないように、①海外から需要を引っ張ってくる方法と、②未来から需要を引っ張ってくる方法がある。

まず、国内ではなく、海外から需要を引っ張ってくる方法は輸出増である。現在、IMFの世界経済の実質GDP成長率では2011年度以降4%成長が見込まれている。日本の国内需要について1%程度しか成長が見込めなくとも、輸出拡大を目指せば、需要の期待成長率を4%に近づけることはできる。個別にみると中国経済が8%以上の成長力を遂げると予想される場合、中国向けを念頭に輸出拡大を目指せば、もっと高い成長率を見込むこともできよう。

もう一方の未来から需要を引っ張ってくるルート^注は、設備投資だと考えられる。今期の名目GDPが500兆円であっても、銀行借入を50兆円増やし、その金額を使って設備投資を50兆円増加させて、来期の名目GDPを50兆円分(+10%)増加させることができる。つまり、支出性向の高いセクターがファイナンスを増やすことは、所得制約を越えて将来のキャッシュフローから前借りして需要を増やすことだと言える。

一般的に企業は、内部資金の範囲を超えて、外部資金を増やししながら設備投資をするので、それが経済全体の需要拡大を図ることにつながる。家計は、住宅ローンを組んで住宅投資をすることがあるだけで、例外的にしかファイナンスをして支出を増やすことはない。だから、家計発で名目GDPを増やすような消費は起こりにくいと考えられる。

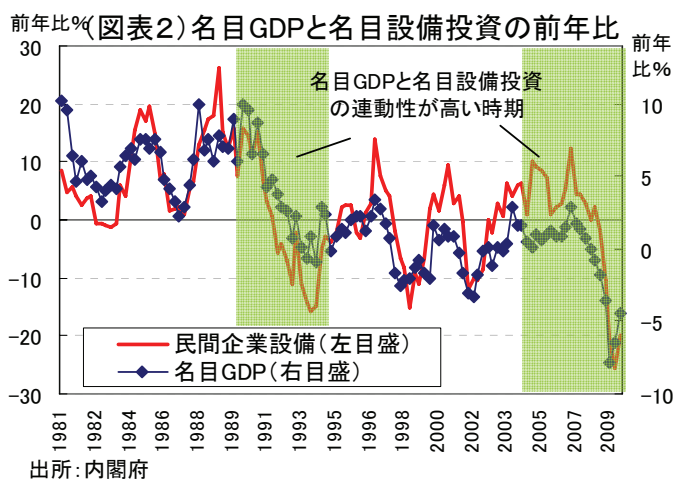
注：ファイナンスで未来から需要を引っ張ってくる方法には、財政のルートがある。90年代以降の財政赤字の拡大は、そうしたルートで名目GDPの下落を支えた図式であろう。しかし、日本の政府債務が累増したことは、財政の需要前借りが、税収増としてフィードバックする勢いが乏しかったということであろう。理屈の上で、財政のルートは名目GDPを刺激できるが、今のように戦線が伸び切ると、追加効果を期待しにくくなる。

実際に、過去の名目GDPと設備投資・消費・公的資本形成などの需要項目の間の連動性についてはどうなっていたらうか。1980年代以降の期間ごとに、名目GDP前年比と各需要項目の関連性を相関係数で調べてみた。すると、1980年代・90年代前半は設備投資と個人消費がともに名目GDPの伸び率と関連し、1995年以降は輸出と設備投資が名目GDPと連動性が高まってきていることがわかった(図表1、2)。このことは、人口増加率などの要因で1995年までは内需の成長率が名目GDPを牽引する作用が大きかったが、1995年以降は内需が衰えて外需・設備投資の振れ方が名目GDPを動かしやすいになっていることのためであろう。2005～2009年にかけては、設備投資と輸出の連動性はかつてなく高くなっている。

(図表1) 名目GDPと連動性の高いコンポーネント

	--名目GDP前年比との相関係数				
	2005-2009年	2000-2004年	1995-1999年	1990-1994年	1981-1989年
民間企業設備	0.936	0.758	0.729	0.948	0.653
民間最終消費支出	0.796	0.482	0.689	0.910	0.516
民間住宅	0.186	0.780	0.428	0.154	-0.004
公的固定資本形成	-0.680	-0.008	0.049	0.012	0.279
輸出	0.958	0.704	0.751	0.669	0.464
輸入	0.874	0.668	0.798	0.539	0.432
マネーストック(M2)	-0.64017	-0.71596	-0.6678	0.81372	0.202328

注：マネーストックは日銀データ、それ以外は内閣府。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

企業がなぜ設備投資を増やすのか

企業がファイナンスを行って設備投資をする背景には、その投資採算がプラスだとみるからである。企業の将来のキャッシュフローが増加するからこそ、元利返済を賄えると考えるのである。将来から需要を引っ張ってくるのは、そうした期待収益率の上昇を背景にしているとも言える。企業は高い投資採算を実現したときに生産性を引き上げることができる。企業が支出性向を高めて名目GDPが成長していくプロセスは、事後的には生産性上昇の効果と表現することもできる。

一方、現在、企業が設備投資をしても、総需要が縮減する中では、不採算投資を増やすだけだという冷めた見方もある。例示すれば、企業が設備投資を行い、消費者向けに財・サービスの供給を増やしても、消費者が消費を増やさなければ売れ残り（在庫）が増加して、投資採算は悪化するかもしれない。これは、日本経済の内需の期待成長率が低く、家計が将来需要に対して大きな期待感を持っていないからだと言明される。おそらく、日本が「少子高齢化で需要のパイが小さくなる」とか、「政府がいつか消費税を大きく引き上げて景気が悪くなる」とかいう暗い未来像が語られがちなのは、内需の期待成長率を低くみているからであろう。

確かに、設備投資が内需向けに全額振り向けた場合には、内需の需要制約によって、供給能力の拡大は持続性を持ち得ない可能性がある。そうならないようにするためには、需要制約の少ない海外需要を目指して設備投資をすることが有用である。まずは外需向けに投資を増やし、国内で投下された設備投資が国内の雇用拡大にも寄与して、内需のパイを大きくするように誘導する。そのプロセスがしっかりしてくれば、外需向けに企業が設備投資をすることは、国内の正規雇用の労働需要を生み出して、間接的に家計の購買力を増加させるだろう。その作用は、徐々に内需の期待成長率を引き上げるはずである。企業がグローバル化することは、日本の成長制約としての内需停滞を突破するのに役立つ。

金融政策の役割

デフレ傾向が強まると、その都度、日銀の政策運営が批判を浴びる。今回の政府のデフレ宣言もそうした印象を拭えない。では、日銀の金融政策が名目GDP成長率を引き上げることに貢献できるのか。

実は、日銀がマネーを増やすことと、企業がファイナンスをして名目GDPを増やすシナリオは、連動する関係である。企業の設備投資がファイナンスを増やして実行されていくことを前提条件とすると、そのときにマネーが追加供給されて、信用創造を加速させる圧力が起きていることになる。仮に銀行でそうした資金需要が強まる時には、同時に預金の規模以上の資金ニーズが生まれている。現実にもそうしたときには、銀行は国債を売って企業向け貸出を増やすので、長期金利が持続的に上昇し始める。こうしたときに、日銀は長期金利をなるべく低位安定に導くようなマネタイゼーションを行って、成長資金の供給を効率よく資金需要の必要な企業に導くことができる。金融政策の役割は、資金逼迫に対して、金利安定化をシグナルとして資金供給を行って、資金需要にマネー拡大をアコモデートさせることなのだろう。

振り返ると、90年代前半までは、日銀が政策金利を引き下げることによって、設備投資需要を刺激して、マネタイゼーションと同時に需要拡大を促すことが可能であった。しかし、現在は名目金利を引き下げる余地はほとんどなく、日銀は財政向けにマネーを増やしているのが実情である。前掲の図表1でも、1995年以降は名目GDPとマネーストックの関係は希薄になっていた。その背景は、マネーストックの伸び率がプラスで推移しても、名目GDPの伸び率がマイナスのままの局面が続いたからであろう。1995年以降はマネーストックを増やそうとしても、名目GDPには必ずしも連動はしなくなっている。財政部門では、社会保障関係費を増大させ、消費税を引き上げられないから財政赤字を膨らませている。赤字国債の増発は、間接的に日銀のマネー拡張で賄われている。そうした財政拡張は経済刺激の乏しいので、民間部門の労働生産性を上げるような営みにつながっていかない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

もうひとつ、マクロの資金需要が低迷している核心は、企業の資金需要の停滞にある。輸出企業も、円高などの環境悪化を重大に捉えて、世界経済の成長にアグレッシブに投資することを手控えている。日銀の金融政策が名目GDPの増加に有効に効かないのは、銀行という資金仲介機能を通じてマネーの量的拡大を促し、企業の投資活動を後押しできないからだとも説明できる。そうした結果が、銀行の勘定に資金がだぶついて、国債購入に資金が集まる状況である。政府が日銀にデフレ対策を要請したとしても、資金需要が低迷する状況を打開するアイデアを別途併用しなければ、金融政策が名目GDPを押し上げるような影響力は期待しにくい。

企業の設備投資は増えるか

日本の名目GDPは、リーマンショック以前に比べると、▲7.8%減（2009年7-9月と2008年1-3月の比較）と低下している（名目輸出はピーク比▲33%減）。そのため、企業は過剰生産能力を低下させて、追加的な設備投資にも慎重なのではないかという見方がある。今は、企業が敢えてファイナンスをして設備投資をする局面ではないというのが冷めた見方である。

しかし、過剰生産能力があっても、企業は新規需要が展望できるのならば、ストック調整を受けないかたちで設備投資をする可能性はある。環境や省エネはそうした新規需要と目されている。また、競合他社がひしめく業界であっても、M&Aなどによって企業統合が進み、そこで過剰生産能力が処理されることもあり得る。経済政策として考えるならば、設備投資減税を新規事業の成長が見込まれる分野で手厚くする工夫を行ったり、M&Aで過剰設備を統廃合することに別途インセンティブを講じることも有効であろう。

そうした見方以外に、企業の設備投資は、過剰資本ストックの調整圧力を受けにくくなってきたという見解もある。日本の企業は、固定資産の減損会計が2006年3月期から適用された（2004年から早期適用可能）。キャッシュフローの見込めなくなった固定資産については、特別損失を計上するかたちで企業は帳簿価値を引き下げている。このことは、景気悪化時には当期利益をより低下させる痛手になる反面、景気回復期にはバランスシートが身軽になっていて、新たに設備投資ができる余力としてプラスに働く。景気が悪くなるほど固定資産の償却が進み、将来の投資行動には過剰設備が足かせになりにくいというのが、減損会計の効果である。

こうした時価会計、減損会計の意味合いは、企業行動をより「せっかち（積極的）」にする働きがあると解釈できる。経済学では、「せっかち」になることを時間選好率が上昇すると表現する。時間選好率が高くなると、現在の消費を優先する志向が強くなり、その代わりに将来の消費をがまんする傾向が高まる。「せっかち」とは今の消費を我慢できない状態と言い換えることができる。企業の設備投資に絡めて言えば、時間選好率の高い企業は、借入を増やしてでも積極的に設備投資をして、新規需要を追いかける志向の強まりを指す。

時間選好率の話を知りやすく例えるには、個人投資家の損切りを思い出せばよい。しばしば株式の投資家は、株価下落で損失を抱えたとき、皮肉にも長期投資家になると言われる。損切りをしないで、時価の回復を「がまん強く待つ」個人投資家の行動は、時間選好率が低下した結果として起こる。損切りをせずに、損失確定を先送りすることはデメリットが大きいというのが定説である。それは、足元の変化に機敏に対応できなくなって、投資の新しいチャンスを失うことを意味するからである。損切りの重要性は、含み損がサunkコスト（埋没費用）になって、自分の時間選好率を低下させて投資機会を失いやすくなるバイアスを除去することにあると考えられる。

今次局面は、過去に過剰資本ストックが積み上がった局面とは異なり、企業に固定資産の減損会計ルールが適用されている。この制度的変更がどれだけ設備投資行動を前向きにさせるのかは未知数であるが、もしも企業の時間選好率が上昇しているのならば、アジアなど新興国の需要拡大をみて機敏に設備投資を増強して、輸出拡大に努めるだろう。現時点で、企業の投資行動が会計制度の変更などで変化している点も頭に置いておきたい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。