

潜在成長率と日本銀行

発表日：2014年5月23日（金）

～今までの金融政策と今からの金融政策の違い～

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

黒田総裁に対して、記者会見で潜在成長率の伸び率が鈍いことへの質問が目立つようになった。なぜ、潜在成長率に注目が集まるのか。そこには、需給ギャップがゼロ近傍になった今、これからも強力な金融緩和を推進するだけでよいのかという懐疑心である。人々は実質GDPが上がらず、物価上昇だけが進むと困ると警戒している。

なぜ、潜在成長率が上がらないことが批判されるのか

5月21日の決定会合後の記者会見では、潜在成長率に関する記者からの質問が相次いだ。一見、金融政策とは縁遠いように思える潜在成長率という概念が、ここにきて注目されている背景について、本稿では交通整理をしてみたい。

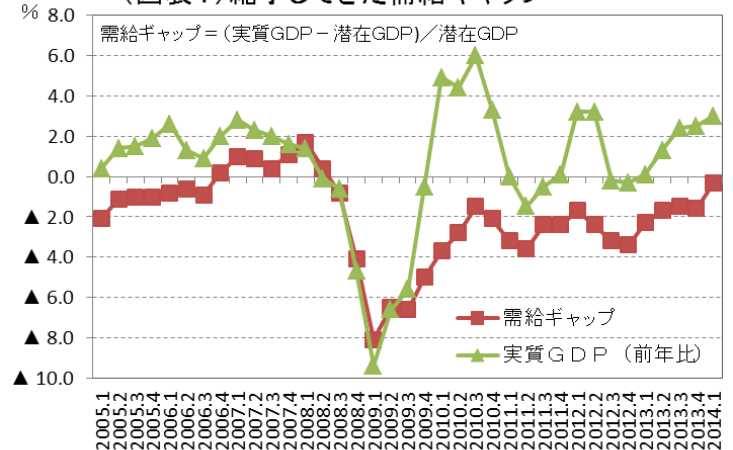
通常、実質GDPの伸び率が高まり、物価上昇率もマイナスからプラスに変わると、景気がよくなって国民生活が向上すると理解されている。アベノミクス以前は、実質GDPの伸びが低迷し、消費者物価がマイナスだったから、多くの人々が実質GDPと物価上昇率の伸びを期待していた。それが2012年4Q～2013年1Qまで平均2.7%という高い成長率を実現して、ようやく実質GDPの低迷期を脱することができた。物価もデフレ脱却が見えてきた。

今、再検討されようとしているのは、曲がりなりにも実質GDP成長率と物価上昇率は高まったが、それで国民生活が豊かになったのかどうかである。すなわち、物価上昇でも実質GDPが十分には上がらず、経済指標の変化が豊かさには直結しないことへの不満である。

ひとつの仮説として有力視されているのは、需要は拡大したが、供給力は高まらなかったという悲観論である。その場合、物価が上昇しても、実質GDPは上がりにくい。確かに、アベノミクスの一本目、二本目の矢は、株価上昇による家計の購買力増加、財政出動による官公需の盛り上がりによって、需要水準を大きく押し上げた。デフレ・ギャップは急速に埋まっていき、黒田総裁によると、需給ギャップが「ほとんどゼロに近づいている」（4月8日の総裁記者会見）という状況だ。この推計は、各機関*で異なるだろうが、多かれ少なかれ需給ギャップが現在まで縮小方向にあることは共通するはずである。問題は、通常、需要拡大を追いかけるように供給力も自然に高まっていき、需給ギャップが縮小していくところが、今回は供給力はほとんど高まらずに、かえって需給ギャップが比較的速く埋まったのではないかと思えるところだ。

※内閣府が2014年1～3月の一次速報を受けて発表した需給ギャップは、▲0.3%ポイントの供給超過。2008年7～9月以降のデフレ・ギャップの中では最小のマイナス幅になった（図表1）。

前年比% (図表1) 縮小してきた需給ギャップ



供給力が増えない理屈は次のように考えられる。円安になって輸出金額は増えたが、数量拡大は着いてこない。円安で数量増が見込めないと、国内でさらに生産設備を増強して輸出拡大を目指そうという企業が出て来にくい。円

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。

安による企業収益の拡大が起こっても、国内設備投資が盛り上がらないのは、円安効果が輸出数量増加に結びつきにくいことがある。

また、株価上昇や官公需の盛り上がりと呼び水になり、国内需要の継続的な上昇へとスイッチするとは、多くの企業経営者が思わなかったこともあるだろう。円安・株高によって、企業収益や家計の購買力が増えたことは喜ばしいが、求められるのはもっと中長期的に企業・家計の稼ぐ力量が高まっていくことだ。需要拡大が一過性ということになり、趨勢的な人口減少が需要トレンドを下押しするという見方になれば、設備投資は安定的に増えていかない。つまり、一本目と二本目の矢だけでは、投資に踏み切らせるほどの自信につながらなかったのである。

このような状況は、アベノミクスに対して、三本目の矢の出遅れ批判につながる。本来、アベノミクスは、総需要政策で時間を稼いでいるうちに、有意義な成長戦略を打ち出して供給能力を向上させることを狙っていた。しかし、国家戦略特区の影響力がマクロ景気を押し上げる目算は立たず、成長戦略国会で成立させた産業競争力強化法も、効果が見えにくく、企業・金融関係者の認知度も極めて低い。安倍政権がここにきて法人税減税を急ごうとするのは、幾多の改革メニューの即効性・実効性が乏しいのを挽回しようというところに動機があるようにも思える。

今、潜在成長率が高まらない状況を疑問視する声が増えてきたのは、アベノミクスが国内供給力の拡大に好影響を及ぼしにくいという点への不満なのだろう。

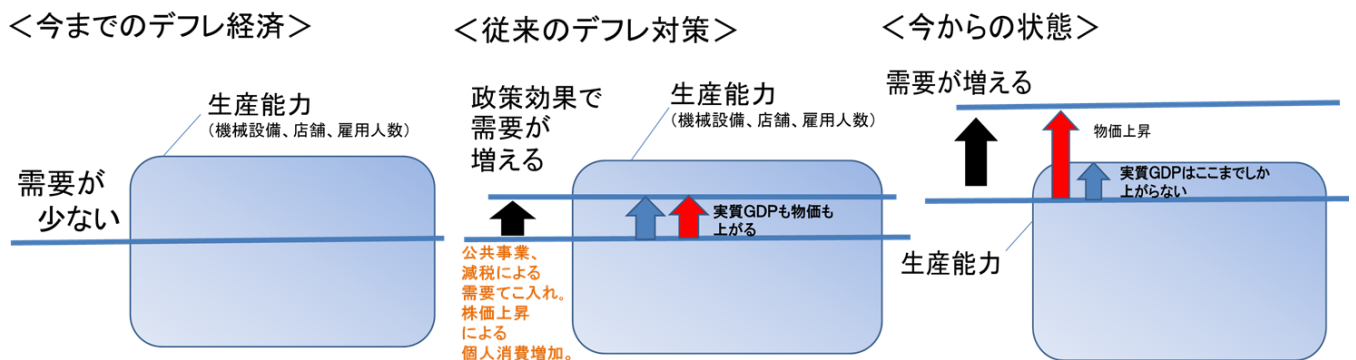
金融緩和も疑問視されている

潜在成長率が高まらないことへの批判の矛先が、日銀の黒田総裁にも向けられている理由は何故なのだろうか。

黒田総裁は、これから消費者物価が2%になるまで積極的な金融緩和を継続していく意向をみせている。現在、消費者物価が1%半ばで、需給ギャップがゼロ近傍ならば、今後の金融緩和の継続によってますます需要超過が拡大していくことになる。

今までのデフレ経済下では、金融緩和が需要刺激に効果を上げれば、物価上昇とともに実質GDPも上昇すると歓迎されていた。それが今、生産能力を超えて需要超過が進んでいく領域に移行してきたことで、今後は実質GDPは上昇しにくく、物価だけが上がっていくことになるのではないかと懸念へと結びつく（図表2）。名目GDPが増えても、その伸び率は物価上昇分でオフセットされて、実質GDPはほとんど上昇しないという世界である。

（図表2）局面によって実質GDPが増える効果は異なる



おそらく、記者会見などで、黒田総裁に潜在成長率が上がらない状況は問題ではないかという質問が相次ぐのは、もはや実質GDPが上昇しにくい領域に入ったけれども、日銀総裁として量的・質的金融緩和を継続することに迷いはないか、と人々が聞きたいからだろう。金融政策が実質GDPを増やす効果は限定されていることについて、日本銀行はどう考えているのだろうか。5月21日の総裁会見での応答を聞くと、黒田総裁は上手に答えている。

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。

「（日本銀行は）人々に定着してしまったデフレ・マインドからの脱却を図るということをしており、こうしたことは企業が積極的な投資、あるいは生産性向上に取り組みやすい環境を作っている」

「中長期的な成長率を高めていくという観点からは、どうしても3つのことが重要だと思います。まず、第一が、企業における前向きな投資を促すということであり、第二には女性や高齢者などの労働参加を高まることや高度な外国人材を活用することを通じて、労働の供給力を高めていくということです。そして第三には、規制あるいは制度改革を通じて、生産性自体を向上させていくということ」

筆者が意識すると、需給バランスが超過に入っても、まだデフレ・マインドは残っていて、金融緩和を物価が2%になるまで継続するという方針は、企業の設備投資意欲に前向きな働きかけをする。長い目でみれば、企業の設備投資、雇用拡大、技術進歩が潜在成長率を押し上げる。だから、政府の成長戦略は重要だ、ということを行っている。黒田総裁は、日銀が政府の側面支援をすることでこれからも実質GDPを上昇させられると言いたいのだろう。

金融政策の限界論

黒田総裁は、量的・質的金融緩和の推進に自信満々であるが、経済学の教科書に沿って考えると、完全雇用を上回って金融緩和を続けることには批判的な内容が多いのが実情だ。

その理由を順を追って説明すると、まず、①需給バランスが需要超過になり、物価が上昇していくと、企業の投資収益率も上がっていく。物価上昇＝売上増＝収益増と考えるとわかりやすい。自然に考えると、②投資収益率（あるいは期待収益率）が上昇して、設備投資は増える。ところが、③物価上昇が進んでいることに企業が気づくと、投資収益率が上がったように見えたのは名目投資収益率であり、物価上昇を差し引いた実質投資収益率はほとんど上がっていないと考え直す。そこで起こるのは設備投資の抑制である。

経済学では専ら金融緩和による物価上昇であれば、実質的な供給力を増やせないと考える。金融緩和による物価上昇は、貨幣増加による名目投資収益率の上昇を演出するだけであり、名目投資収益率－物価上昇＝0%というかたちになる。物価上昇による名目値の変動は、一見景気をよくするようにみえて、実質価値に何も変えられない。これを貨幣錯覚という。

以前の金融政策の議論では、日銀がインフレ目標を掲げれば、それが企業経営者にデフレ予想をインフレ予想に変えて、設備投資が増えるという見通しを立てる人もいた。これは、保守的なマネタリストの意見とはやや異なっていて、貨幣錯覚を無視した考え方である。

ただし、筆者が同意するのは、デフレ経済のときには、金融が萎縮していて、金融緩和によるてこ入れが好影響を及ぼすことができる点である。企業は不稼働資産を抱えて、企業収益を悪化させているから、需要刺激で不稼働資産をワークさせることで実質GDPを押し上げられる。反対に、完全雇用の状態での金融緩和は、もはや労働力を増やせないのが、実質GDPを高められず、物価指標だけが上がっていくだけになる。需要超過の世界では、金融政策は実質GDPに対して、有意義な影響を与えられないというのが、金融政策の中立性である。

黒田総裁は、こうした経済学の概念も頭に入れた上で、デフレ・マインドが根強いときには中央銀行がインフレ予想を醸成することが企業の投資行動を前向きにする役割を担っていると、条件付で金融政策の中立性を否定する。黒田総裁の立場から言えば、インフレになると名目債務残高の実質価値が低下して、企業が追加的に資金調達をしやすくなる。こうした効果を含めて、日銀は実質金利の低下効果を挙げて、設備投資を増やす影響力はあると言っている。

供給不足の問題点

潜在成長率が上がらないという問題には、ボトルネックという障害もつきまとう。5月21日の黒田総裁の記者会

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。

見でも紹介されたように、最近の一部のセクターでは人手不足により、例えば建設工事の遅れが起こっていたりする。最近の小売・飲食店などの中には、商業店舗閉鎖や営業時間の短縮をするところもあるという。これらは、潜在成長率を押し下げる要因として、労働市場のボトルネックが作用している傍証である。需要が増えても、潜在成長率が上がっていかない背景には、人口減少が進んでいて、労働供給の制約に直面して供給力を増やせない事情が立ちだかっている。

筆者がみるところ、供給不足の問題は、賃金上昇との関係もある。仮に、企業が足りない状況を放置せず、急募する人材・人員に対して、より高い報酬・賃金を提示すれば、ある程度は緩和できると考えられる。スキルの高い建設事業者や情報処理技術者に、もっと高い報酬を提示すれば、他社からの労働移動を促せるだろう。短期的には労働力不足でも、報酬・賃金を引き上げれば、そこで働きたいと思う若者たちの入職が活発かし、スキル形成に企業がより多くのコストをかけることになる。

おそらく、黒田総裁が言う「人々に定着してしまったデフレ・マインドからの脱却」には、賃上げを阻んでいるような企業マインドの変化をも含んでいるのだろう。そのためには、もっと労働市場が逼迫して、スキルのある労働への報酬・賃金アップが進んでいく環境を必要とする。ここに、需給ギャップが需要超過になっても、量的・質的金融緩和を縮小せず、我慢強く継続していくことへの合理性があるということだろう。

筆者は、供給不足に対する究極的な処方箋は人手不足を機械化・省力化で対処することだと考える。これは、資本による労働代替と言い換えることもできる。ただし、単に人手が不足するから、とって速やかに機械化が進むということにはならない点は注意が必要だ。商業店舗で販売員が足りなくなると、時給が急上昇するから、そのコスト増加と見合うかたちで、人を機械に置き換える設備投資が成り立つのだと考えられる。

今後、黒田総裁がデフレ・マインドからの脱却という方針を貫くと、国民の生活実感などとの間で、摩擦を生じさせていこう。その一方で、ゆっくりと供給サイドにも影響を与えていくことになるだろう。今からの金融政策は、そうした副作用との我慢比べにもなっていく。