

テーマ：名目3%、実質2%成長は実現可能か

2012年8月17日(金)

～人口動態から実質2%成長は厳しいが、円高・金融政策も名目成長の大きな制約～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

副主任エコノミスト 藤代 宏一 (03-5221-4523)

(要旨)

- 日本の過去の経済成長率を見た限りでは、名目3%成長達成はかなり困難。一方、OECD諸国では、名目3%、実質2%成長はごく普通に達成できる水準である。
- OECD諸国の過去10年平均の実質経済成長率は、人口ボーナス指数の変化で5割近くを説明できる。将来人口推計を基にした2010-2020年の人口ボーナス指数から日本は0.6%の実質経済成長が妥当となり、人口動態の側面のみから見ても実質2%成長はやはり困難だと考えられる。
- OECD諸国の名目成長率も人口ボーナス指数の変化と関係があるが、実質経済成長率ほど相関が高くなく、人口動態がインフレ率に与える影響は実質成長率ほど高くない。
- 日本はインフレ率とGDPギャップの間に明確な関係があるが、2000年代後半以降は両者の関係が薄れている。OECD諸国の比較で見てもGDPギャップとインフレ率との関係は不明確。
- 一方、OECD諸国の購買力平価からの通貨の乖離率と経済成長率の関係を比較すると、明確に自国通貨が割高な国ほど経済成長率が低くなる関係にある。日本の低成長の背景には、為替レートの水準が各国の経済成長率と大きく関係してきたこともある。
- OECD諸国のベースマネーと経済成長率との相関を見ると、特に名目成長率との関係が人口ボーナス指数よりも圧倒的に高い。背景にはベースマネーの伸びとインフレ率との深い関係がある。
- 日本のデフレや低成長は人口動態のみでは説明できず、円高や金融政策がデフレや経済成長と関係があることを認識すべき。このため、貨幣の価値が上がり、実質金利を押し上げるデフレが放置されたまま、欧米発の金融危機に対して受け身で場当たりの金融政策を続ければ、今後の日本は悲観的な姿にならざるを得ない。
- 既に市場では、金融緩和が後手にまわり、その結果起こるデフレ長期化が前提となっており、「日銀は金融緩和に消極的」として投資家からの円買いが集中している。政府による成長戦略が実現しても、日銀が足並みを揃えなければデフレ脱却の展望は見出せない。

## ●名目3%、実質2%成長を目指す日本再生戦略

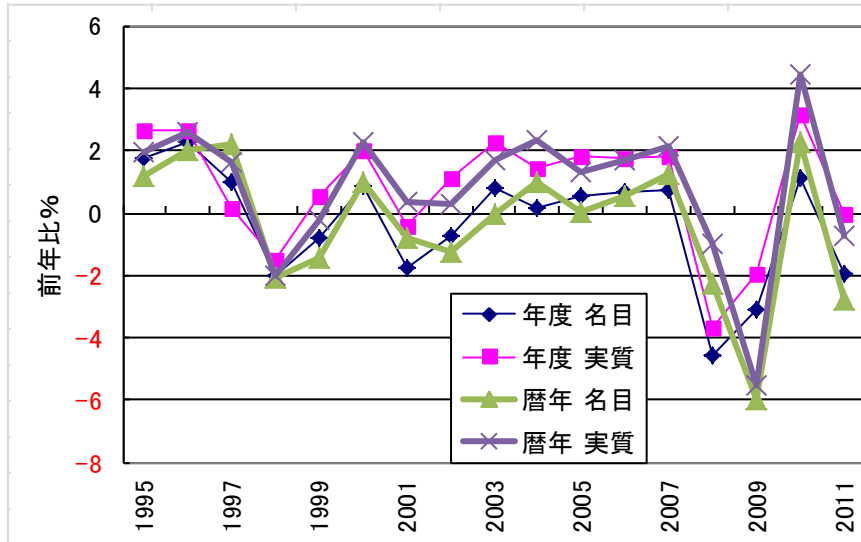
今後の経済成長について「日本再生戦略」では、「平成32年度(2020年度)までの平均で、名目成長率で3%程度、実質成長率で2%程度を目指した望ましい経済成長のあり方に早期に近づけていく」と述べている。

日本経済は、中長期的に名目3%、実質2%成長が実現可能となるのだろうか。内閣府が公表する『国民経済計算』の中の経済成長率の時系列データ(暦年および年度)からその可能性を見てみよう。

1994年以降の経済成長率を見ると、実質2%を達成した年は暦年・年度とも5回にとどまり、全17年のうち3割弱の達成率にとどまっていることがわかる(図表1)。年平均実質成長率でも+0.8%

に甘んじており、名目成長率に至っては、3%成長を達成した年は皆無である。年平均名目成長率は▲0.3%と文字通りのマイナス成長となり、根強いデフレから名目成長率が低迷している姿がうかがえる。以上より、少なくとも過去の数字を見た限りでは、名目3%成長の達成はかなり困難ということになる。

図表1 わが国のGDP成長率



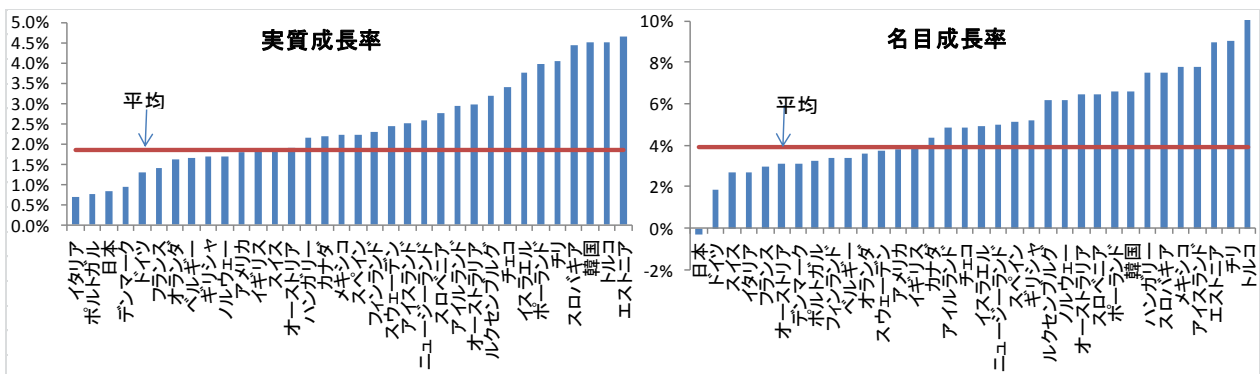
(出所) 内閣府

しかしながら、デフレに陥っていない諸外国の経済成長率を比較していけば、名目3%成長は決して高い目標ではない。

ここで比較対象となる諸外国とは、OECDに加盟している34カ国であり、国際社会では先進国として扱われている。この条件を満たす34カ国を対象に、過去10年間の平均経済成長率をまとめたのが図表2である。

これによると、実質2%成長をクリアしている国は34カ国中20カ国、名目3%成長に至っては34カ国中30カ国がクリアすることになる。特に名目成長率がマイナスに陥っている国は日本のみであることからすれば、世界基準で見ればインフレ経済が維持されることによって、名目3%、実質2%成長はごく当たり前の状況となる。

図表2 OECD諸国の経済成長率



(出所) OECD

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。

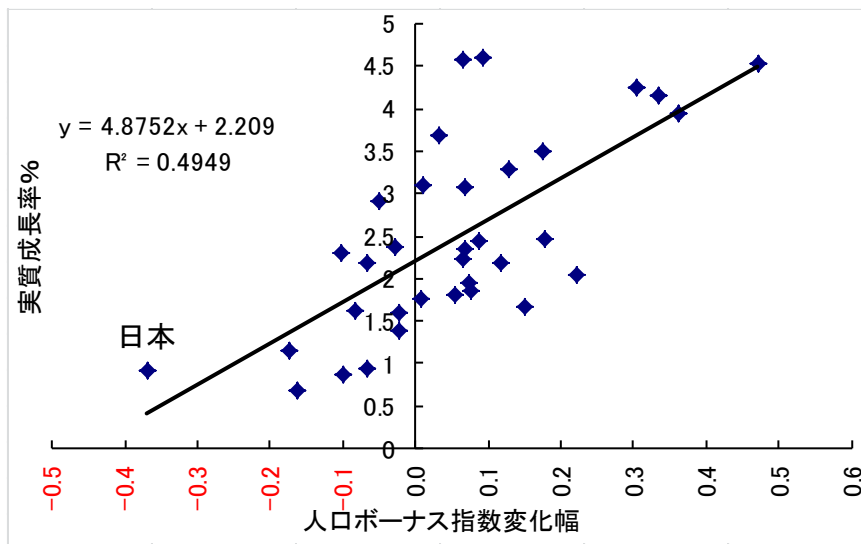
## ●実質成長率と関係が深い人口ボーナス指数

これに対し、日本が世界で唯一低成長に陥っているのは人口動態が主因であり、今後も少子高齢化は続くことから低成長継続は不可避との指摘がある。具体的には、日本の生産年齢人口が1995年をピークに減少を続けており、日本経済がデフレに陥ったタイミングと重なる。更に人口ボーナス指数（＝生産年齢人口／従属人口）に至っては、バブルが崩壊した1990年をピークに低下に転じており、国立社会保障人口問題研究所の将来推計よれば、今後も同指数が下がり続けることから、今後も日本が低成長から脱却できないとの向きもある。

そこで OECD 諸国データを用いて、人口動態の変化と経済成長率との関係を確認した。具体的には名目成長率と人口変化率、生産年齢人口変化率、人口ボーナス指数の変化幅との関係を見た。すると過去10年平均の実質経済成長率は、人口ボーナス指数（＝生産年齢人口／従属人口）の変化幅とも相関が高く、5割近く説明できるという関係があることが分かる（図表3）。

そして、これまでの人口動態と実質経済成長率との平均的な関係からすれば、将来人口推計を基にした2010-2020年の日本の人口ボーナス指数から見て+0.6%の実質経済成長が妥当ということになる。つまり、こうした関係によって導き出された実質成長率は2%に満たないことになり、少なくとも人口動態の側面のみから見て実質2%成長は困難ということになる。

図表3 人口動態と実質成長率の関係（2000-2010年）



(出所) 国連、IMF

## ●人口動態で説明できる名目成長率は4割以下

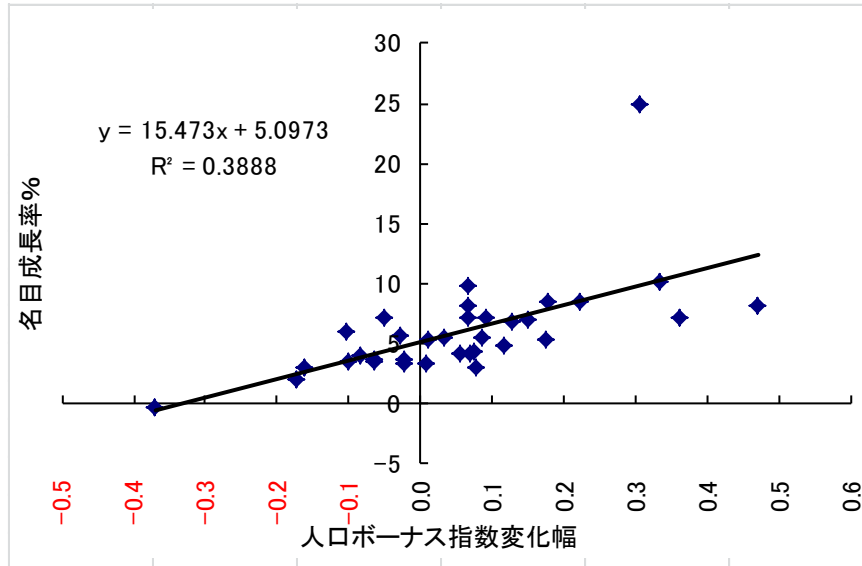
一方、人口動態と名目成長率にはどのような関係が考えられるのだろうか。実質成長率との関係では、名目成長率は実質成長率とGDPデフレーター変化率を足したものになる。また先の分析を受けて、人口動態と実質成長率には明確な関係が検出されており、2000年代のOECD諸国の実質成長率の5割弱を説明できる。そこで以下では、人口動態が名目成長率に与える影響についても、OECD諸国のデータを用いて計測し、同様に名目成長率と人口変化率、生産年齢人口変化率、人口ボーナス指数の変化幅との関係を見た。

すると、過去10年平均の名目成長率も、人口ボーナス指数の変化幅とも最も高い正の相関関係が検出された。しかし決定係数が0.4弱と低くなり、人口ボーナス指数の変化から5割近くが説明される

実質経済成長率ほど関係が高くないことが分かる（図表4）。

なお、これまでの人口動態と名目成長率との平均的な関係からすると、将来人口推計を元にした2010-2020年の日本の人口ボーナス指数から見て同▲0.2%の名目成長率が妥当となる。ただし、人口動態と実質成長率との関係よりも関係が低いことからすれば、人口動態がインフレ率に与える影響は実質成長率ほど高くないことが推察される。

図表4 人口動態と名目成長率の関係（2000-2010年）

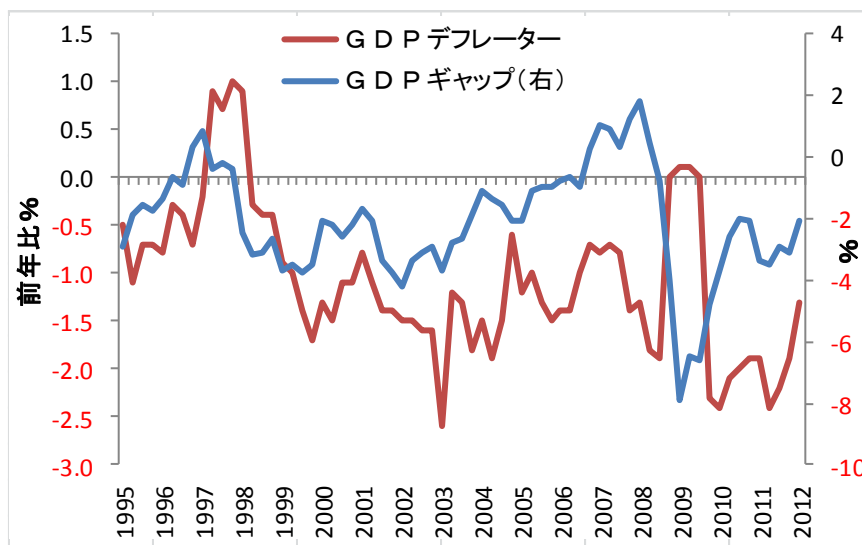


（出所）国連、IMF

### ●GDPギャップとの関係が薄まるインフレ率

では、インフレ率に大きな影響を与える要因として指摘されるGDPギャップとの関係はどうなっているだろうか。それを示しているのが、日本の時系列データである（図表5）。これによれば、1980年代から2000年代前半までは、インフレ率とGDPギャップに明確な関係がある。しかし、2000年代後半以降は、両者の関係が薄れている。特に、2007年度のGDPギャップはプラスに転じているが、インフレ率はマイナス幅が拡大している。

図表5 GDPギャップとインフレ率

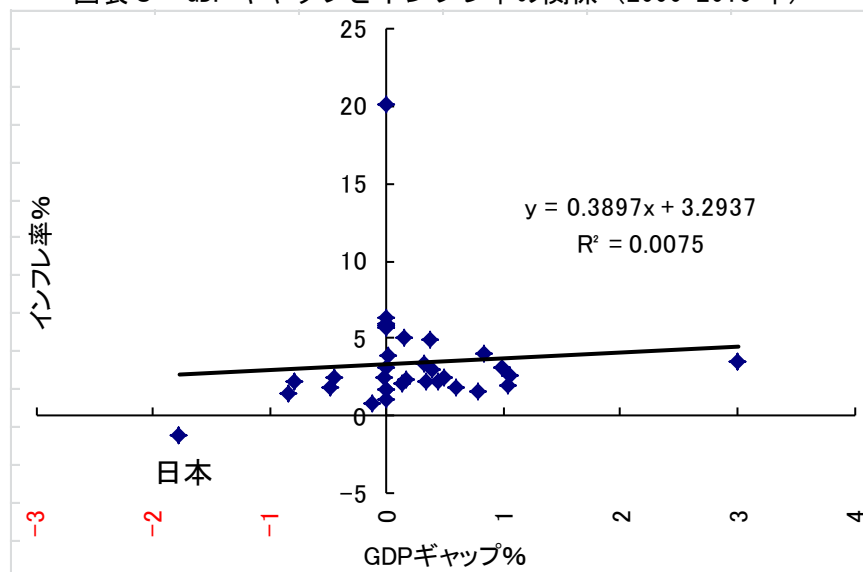


（出所）内閣府

このように、インフレ率と GDP ギャップとの関係が薄れていることは、国際比較の散布図からも簡単に証明できる。例えば、GDP ギャップがインフレ率に影響を及ぼすまでにはタイムラグを伴う。そこで、GDP ギャップのデータが取得できる OECD 諸国について、2000-2010 年平均の GDP ギャップと 1 年後の平均インフレ率の関係を確認すれば、明確な関係は見て取れない（図表 6）。そして、GDP ギャップが拡大している国は多く存在しても、世界中でデフレに陥っている国は唯一日本だけとなっている。

GDP ギャップは、日本の時系列データで見ればインフレ率と高い相関性を示す重要な指標とされる。しかし、近年は国内の GDP ギャップとインフレ率の関係は希薄化している上、国際比較で見るとインフレ率との関係性は明確でないと見ることができる。

図表 6 GDP ギャップとインフレ率の関係（2000-2010 年）



（出所）国連、IMF

### ●内外価格差で経済成長率の 4 割以上説明

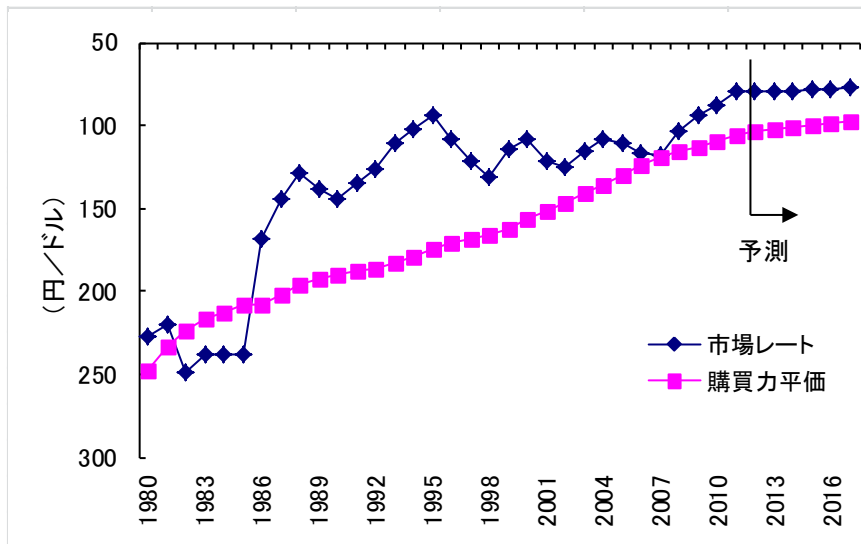
日本の低成長については、円高との関係についても多く指摘されている。

2011 年の日本の円レートは 1 ドル=79 円 81 銭で年平均最高値を更新している（図表 7）。一方、IMF の購買力平価によれば、2011 年時点の円レートは市場レートから 3 割以上円安の 1 ドル=105 円 49 銭だが、2017 年時点の見通しでも 1 ドル=97 円 24 銭と今の市場レートより円安の水準である。

この関係を OECD34 カ国で見ると、2011 年時点で基軸通貨のドルより割安な通貨は 13 通貨に過ぎず、米国は相対的にドル安水準を維持してきたことがわかる。これに対し、ドイツ、フランス、イタリア等を中核とする通貨ユーロも、円と同様に購買力平価見合いで割高となっている。

それに対して購買力平価見合いで大きく割安なのが、韓国のウォンである。韓国はウォンが高くなると為替相場介入を続けており、韓国のウォンは 2011 年時点でドルに対して 25%以上割安で日本円の 55%程度の価値にすぎない。従って、主要通貨に対し自国通貨が安く抑えられたことで、経済成長率を高水準に維持できた可能性がある。その他、トルコやメキシコ、ハンガリー等の OECD 諸国も購買力平価見合いでかなりの水準まで自国通貨が割安となっている。

図表7 ドル円レートと購買力平価

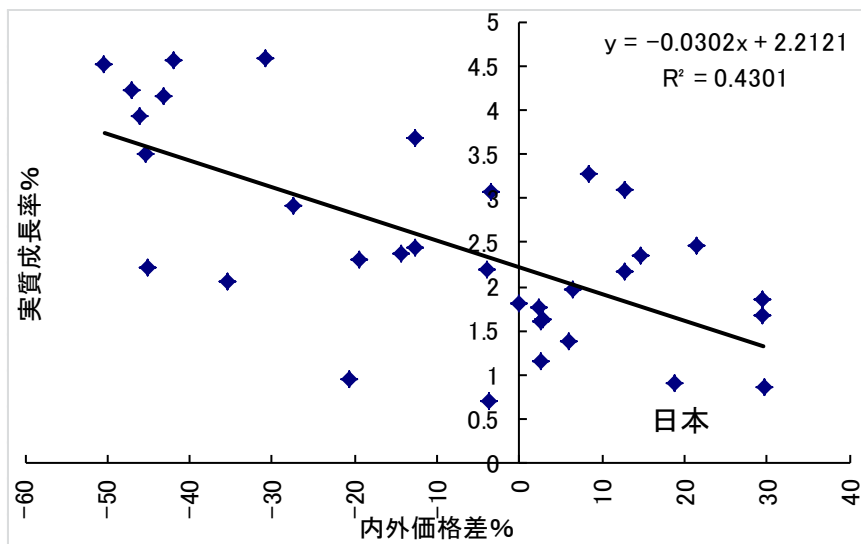


(出所) IMF

以上を踏まえ、OECD 諸国における過去 10 年間の購買力平価からの通過かい離率と経済成長率の関係と比較すると、明確に自国通貨が割高な国ほど経済成長率が低くなる関係なることが分かる（図表 8）。もっとも、自国通貨が割高になれば、自国で生み出すモノやサービスが割高になるため、経済成長の源泉となる産業の空洞化を通じて、経済成長率が低くなるのは当然とも言える。

このように日本の低成長の背景には、国内の要因としては人口動態との関係が深いとされているが、グローバルな視点で見れば、為替レートの水準が各国の経済成長率と大きく関係してきたことが指摘できる。

図表8 内外価格差と実質成長率の関係（2000-2010年）



(出所) 国連、IMF

### ●金融政策に依存する為替

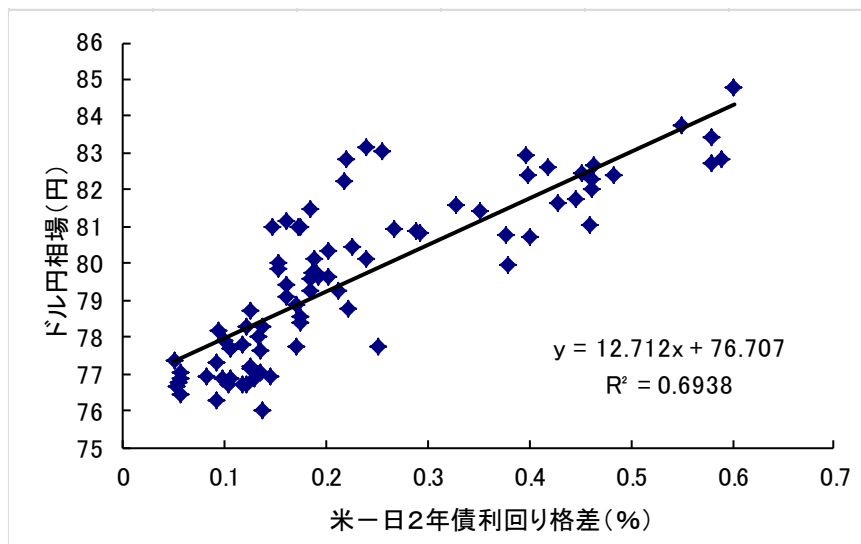
長期的な為替の水準に関しては、国が異なっても同じ製品の価格は収斂するという「一物一価の法

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。

則」が成り立ち、この時の2国間の為替相場を指す購買力平価に左右されると言われている。事実、為替の現状から考えると、デフレである日本の通貨円の上昇が鮮明となっている。このため中長期的に購買力平価が成立している可能性が高く、デフレが続いている限り持続的な円安進行は期待できないことが想定される。

一方、短期的な為替水準の決定要因としては金利差があり、実際に、ドル円相場は、政策金利見通しを反映する日米2年債利回り格差と強い相関があることからすれば、為替水準は金融政策に依存する可能性が大きいと思われる（図表9）。

図表9 ドル円レートと金利差



（出所）ブルームバーグ

こうした中、各国の金融政策の姿勢を示すものに、各国中央銀行のマネーの供給量を示したベースマネーがある。そこで、ベースマネーの伸びと経済成長率との関係を描くと、どのような姿が想定されるだろうか。

図表9はOECD諸国のベースマネーの伸びと経済成長率の散布図を描いたものである。2000を基点として、縦軸は経済成長率、横軸はベースマネーの伸びとしている。経済成長率は、実質成長率と名目成長率の二つに分けてみた。尚、ベースマネーはデータの制約上2008年までの平均変化率としている。

この関係を見ると、実質成長率は人口ボーナス指数よりも相関がやや低いが、逆に、名目成長率は人口ボーナス指数よりも相関が圧倒的に高いことがわかる（図表10）。このような姿になるのは、主としてマネタリーベースの伸びとインフレ率との関係が深いからである。尚、2000-2008年のOECD諸国の関係では、ベースマネーの伸びで名目成長率の伸びを6割以上説明できる関係にある。

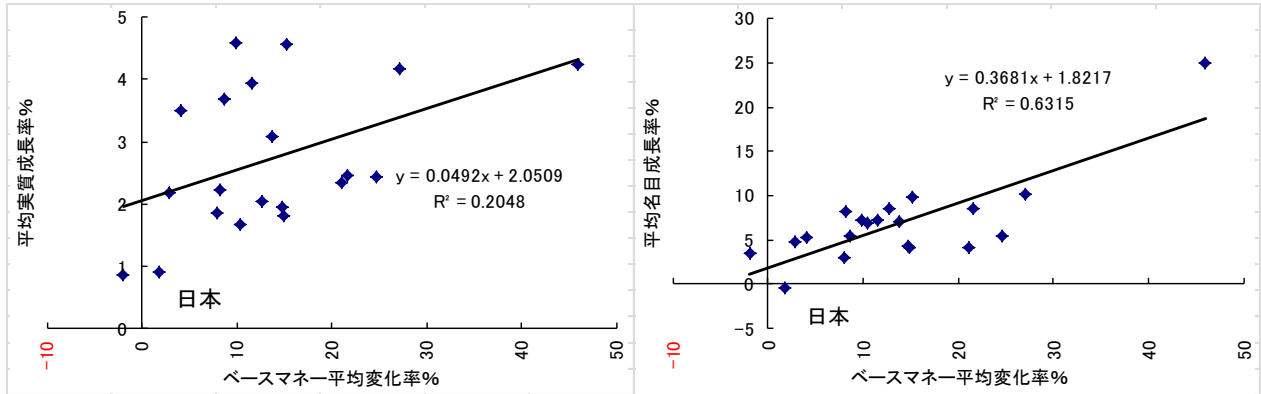
以上より、わが国では少子高齢化が進む人口動態に限界があるため、実質2%成長を達成する可能性は高いとはいえない。ただし、思い切った金融緩和によりベースマネーの伸びが飛躍的に高まり、デフレからの脱却が可能となれば、名目成長率をある程度高めることができる。いずれにせよ、日本のデフレや低成長は人口動態のみでは説明できず、円高や金融政策がデフレや経済成長と関係があることを認識しなければならない。

このため、貨幣の価値が上がり、実質金利を押し上げるデフレが放置されたまま、欧米発の金融危

機に対して受け身で場当たりの金融政策を続ければ、今後の日本は悲観的な姿にならざるを得ない。

既に市場では、金融緩和が後手にまわり、その結果起こるデフレ長期化が前提となっており、「日銀は金融緩和に消極的」として、投資家からの円買いが集中している。政府が成長戦略に着手したとしても、日銀が足並みを揃えなければデフレ脱却の展望は見出せないだろう。

図表 10 ベースマネーと経済成長率の関係



(出所) OECD、IMF