

## テーマ：「成長の天井」の誤解

2014年7月29日(火)

～潜在成長率上昇のためには総需要の長期拡大が不可欠～

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)

(要旨)

- このところの雇用の逼迫感の高まりなどを背景に、日本経済は経済成長の天井にぶつかっており、これ以上の成長が難しくなっているとの声も聞かれ始めている。しかし、足元の潜在成長率は、総需要の拡大に伴う潜在労働投入量の減少幅縮小、潜在資本投入量と全要素生産性（以下TFP）の伸び拡大を通じて上昇しつつある。
- 総需要の拡大は、①非労働力人口が労働市場に参入することによる労働力人口の増加、②設備投資の拡大に伴う資本ストックの伸び拡大、③過剰設備・雇用の縮小や資本・労働の質向上に伴うTFPの伸び拡大、等のパスを通じて潜在成長率の上昇をもたらす。
- つまり、総需要を拡大させることで潜在成長率を押し上げる余地はまだあり、雇用が逼迫しているからといって成長の天井を示しているわけではない。
- 成長の天井を理由に時期尚早の金融緩和の出口を模索すれば、却って潜在成長率の低下をもたらす。経済全体で見た需要不足体質の本格脱却も難しい。金融緩和の継続と資本・労働の量的・質的向上を阻害する制度や規制の改革こそが、我が国の潜在成長率を高めるために最優先すべき政策対応である。

### ●景気回復が1年半続いても依然として存在するGDPギャップ

『中長期の経済財政に関する試算（平成26年7月25日）』に基づけば、経済再生ケースでは2016年度には日本経済が潜在成長経路に復帰し、GDPギャップから見たデフレ終息時期は2016年度と想定される（資料1、2）。一方、このところの雇用の逼迫感の高まりなどを背景に、日本経済は経済成長が天井にぶつかり、これ以上の成長が難しくなっているとの声も聞かれ始めている。

経済成長の天井を上げるには、我が国経済の供給能力、すなわち潜在GDPの拡大が必要となる。潜在GDPは一般的に、①潜在労働投入量、②潜在資本投入量、③TFP（Total Factor Productivity：全要素生産性）の3項目から計測され、内閣府の試算によれば2014年1-3月期は約537兆円となっている。一方、同時期の実質GDPは約536兆円となった。したがって、潜在GDPから現実のGDPを控除した2014年1-3月期のGDPギャップは約▲1兆円となり、翌4-6月期には消費増税で更に拡大していることからすれば、日本経済は依然として水面下にあることになる。

現実の実質GDPがボトムの2012年7-9月期から2014年1-3月期までに21兆円以上拡大していることから窺える通り、我が国経済は拡大局面にある。しかし、依然としてGDPギャップは存在している。これは、元々GDPギャップが大きかったことに加え、潜在GDPも拡大しているからである。一般的に潜在成長率の低迷は供給側の問題として議論されるが、現実の成長率が潜

在成長率に影響を及ぼすとなれば、先行きの需給ギャップの動向を見通す上でも、総需要の動向が潜在成長率に及ぼす影響を明らかにすることが必要だろう。

そこで本稿では、潜在成長率を要因分解し、総需要の変化が潜在成長率に如何なる影響を及ぼしているかを明らかにする。そして、潜在成長率を高めるために必要な政策について論じたい。

資料1 中長期の経済財政に関する試算(2014年7月25日)

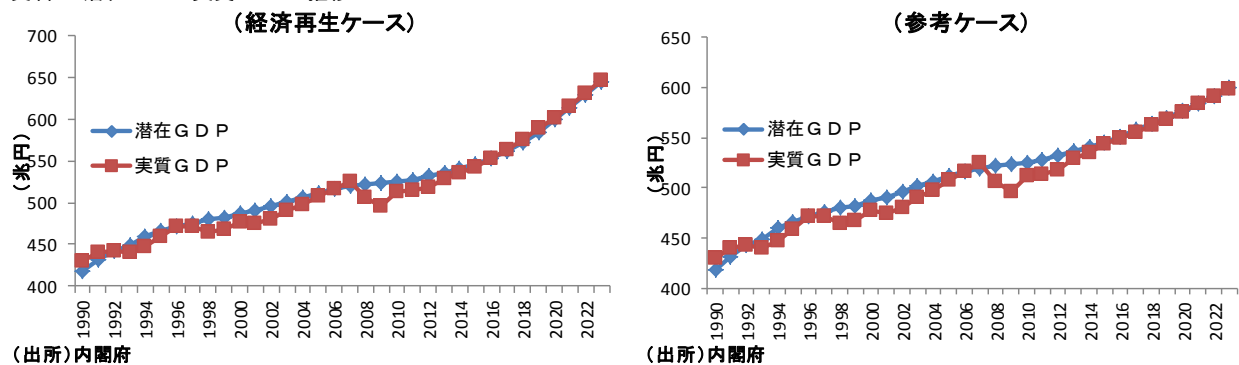
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
実質GDP成長率	2.3	1.2	1.4	1.8	1.9	2.1	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4
名目GDP成長率	1.9	3.3	2.8	3.6	3.4	3.5	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7
潜在成長率	0.7	0.8	0.9	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
消費者物価	0.9	3.2	2.5	2.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
GDPデフレーター	-0.4	2.1	1.4	1.8	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3

参考ケース

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
実質GDP成長率	2.3	1.2	1.4	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
名目GDP成長率	1.9	3.3	2.8	2.1	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
潜在成長率	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
消費者物価	0.9	3.2	2.5	2.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
GDPデフレーター	-0.4	2.1	1.4	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6

(出所)内閣府

資料2 潜在GDPと実質GDPの推移

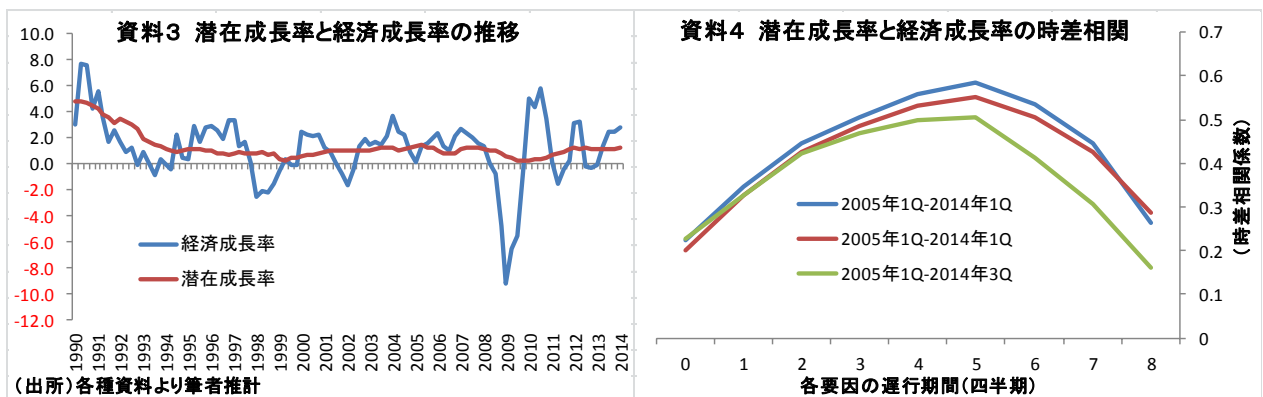


(出所)内閣府

(出所)内閣府

### ●潜在成長率は現実の経済成長率に約3四半期遅れて動く

まず、潜在成長率がこれまでどのように変動してきたかを見てみよう。独自で推計した潜在成長率を時系列で見ると、景気動向に若干遅れて変動している様子が窺える(注1、資料3)。そこで、潜在成長率と現実の成長率の因果関係を見るべく両者の時差相関係数をみてみると、潜在成長率が経済成長率に5四半期遅れて最も高い正の相関を示していることがわかる(資料4)。



(出所)各種資料より筆者推計

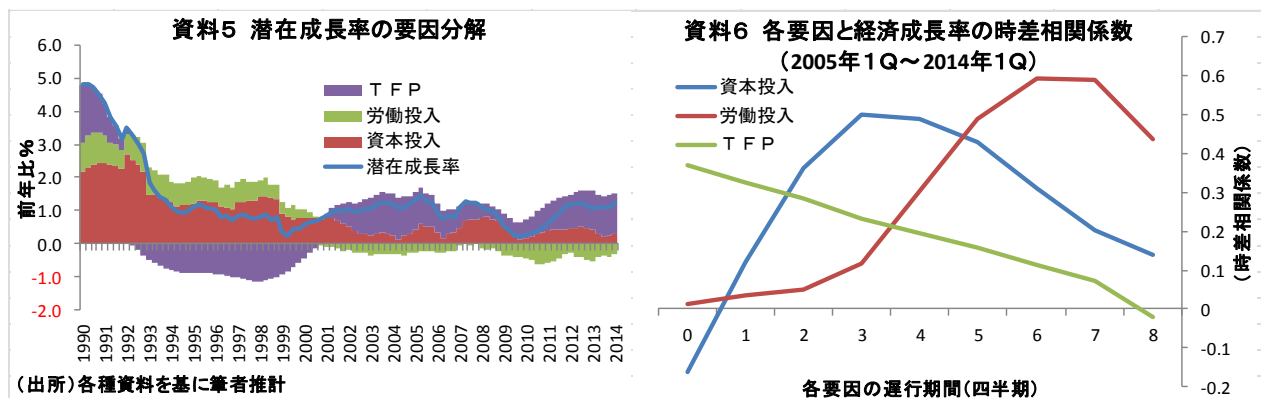
(出所)各資料を基に筆者計測

「成長の天井」説によれば、潜在成長率の低下は企業が保有する設備の老朽化や労働力の減少という供給側の構造問題により起こっていると考えている。これが、金融・財政政策を中心とした需要刺激策から、人材供給や育成などの供給力向上策に政策をシフトすべきと指摘される根拠となっている。しかし、これまでの実質成長率と潜在成長率の因果関係を見た限りでは、潜在成長率が現実の成長率を後追いついて変動していることから、潜在成長率の低迷は供給側の構造的な要因だけではなく、総需要の変動の影響も大きく受けるものと推測される。

### ●潜在成長率を構成する全ての要因が総需要の影響を受ける

では、現実の成長率が潜在成長率に先行しているのは何故だろうか。そこで、潜在成長率を潜在労働投入量、潜在資本投入量、TFPの3要素に分解し、各要素と現実の成長率の動向を比較してみた(資料5)。すると、TFPがほぼ同時、資本と労働の投入量が現実の成長率にやや遅れて変動していることがわかる(資料6)。一般的には、潜在労働投入量の低下の要因として、時短や少子高齢化、雇用のミスマッチ等といった供給側の問題が大きいと捉えられている。しかし、潜在資本投入量については、その源泉が総需要の動向に大きく左右される設備投資であることからすれば、供給側の構造問題のみで潜在成長率の変動を説明するのも無理がある。

したがって、定性的に判断しても、潜在成長率の低下は供給側の構造問題だけではなく、総需要の変動の影響も受けると考えるのが自然である。実際、総需要が各要素に及ぼす影響は以下のようなものが考えられる。



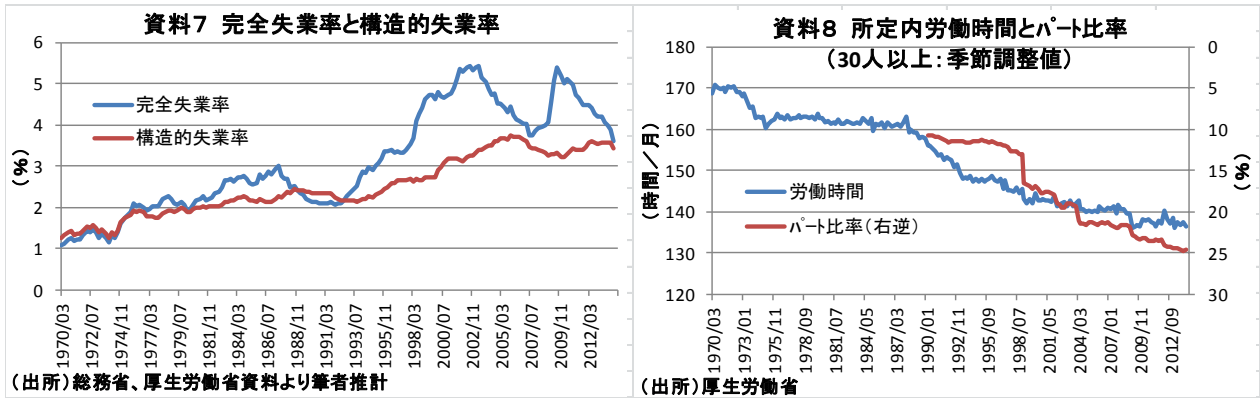
(出所) 各資料を基に筆者計測

#### ① 需要変動に伴う職探しやミスマッチの変化が潜在労働投入量に影響

潜在労働投入量は、労働力人口に構造失業率と潜在労働時間を掛け合わせて計測される。このため、労働力人口と潜在労働時間の減少や構造失業率の上昇に伴い2000年代以降は減少基調にあった。そして、現実の成長率と潜在労働投入量の因果関係を見れば、潜在労働投入量が6～7四半期遅れて連動していることがわかる(前掲資料6)。

確かに、時短の促進による労働時間の減少や少子高齢化に伴う労働力人口の減少、ミスマッチの拡大に伴う構造失業の増加等、これまでの潜在労働投入量の減少は供給側の構造問題の影響もあったものと思われる(資料7、8)。しかし、総需要の拡大で職探しをあきらめていた非労働力人口が労働市場に参入すれば労働力人口は増える。また、景気拡大に伴い人手不足で失業者数が減少しても、構造失業率は低下する。更に、人手不足による従業員の正社員化も潜在労働時間の拡大につながる。したがって、潜在労働投入量は総需要の影響も受けることになる。

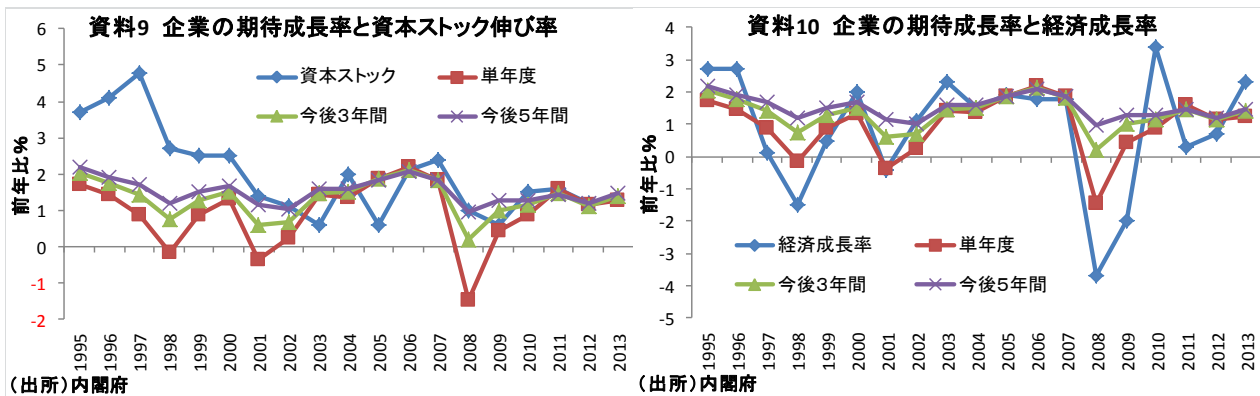
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



## ② 需要の変化に伴う企業の期待成長率変化を通じて潜在資本投入量に影響

潜在資本投入量は、資本ストックに潜在的な稼働率を掛け合わせて計測されるため、資本ストックの伸び率鈍化に伴って90年代以降は押し下げ要因となってきた。一方、現実の成長率と潜在資本投入量の因果関係を見れば、潜在資本投入量が現実の成長率に3四半期程度遅れて変動していることがわかる（前掲資料6）。

資本ストックの伸び鈍化は、企業の期待成長率の低下を意味する（資料9）。これは、資本ストックの源泉である設備投資の意思決定が企業の期待成長率に依存するからである。そして、企業の期待成長率は現実の成長率に依存する（資料10）。したがって、現実の成長率の拡大が続けば、企業の期待成長率の低下を通じて設備投資が拡大し、資本ストックの伸びが加速する。つまり、これまでの需要拡大の効果は、むしろこれからの資本ストックの伸び加速に寄与して来る可能性が高い。



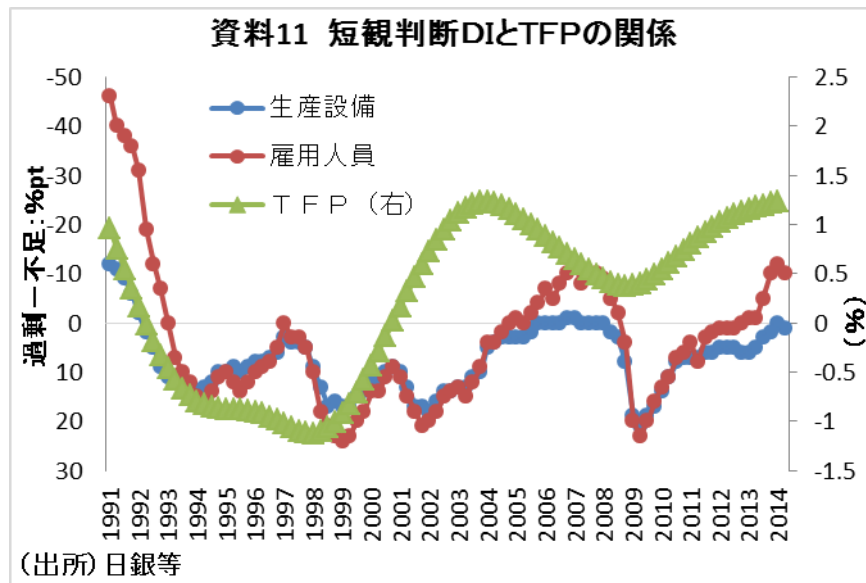
## ③ 需要変化に伴う雇用と設備の質の変化がTFPに影響

TFPは、現実の成長率から資本投入と労働投入の貢献分を差し引いた残りとして計測される。そこで、計測したTFPの動向を見ると、2004年以降は急激に伸びが鈍化し、2009年頃からは緩やかに伸びが拡大している。そして、現実の成長率とTFPの因果関係を見れば、TFPが現実の成長率とほぼ一致して変動していることがわかる（前掲資料6）。

一般的なTFP伸び鈍化の背景として、供給側の構造問題により生産性の低い産業や企業に経営資源が塩漬けになり、生産性の高い分野に資源が配分されなかったことが指摘される。しかし、総需要の長期低迷もTFPの伸びを鈍化させる。何故なら、景気が低迷すれば企業内失業や不稼働設備という形で過剰雇用や過剰設備が発生するが、計測される労働投入や資本投入は減らないので、残差としてのTFPの伸びが減少するからだ。したがって、TFPの伸びも総需要の動向が大きく影響するものと思われる。こう考えれば、2009年以降のTFPの伸び加速は、民間企業の人員削減

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。

や設備の除却努力により過剰雇用や過剰設備が減少した裏として出ているものと思われる（資料11）。



以上のように、一般的に供給側の構造問題として認識されている潜在成長率は、総需要の動向に大きく左右されると判断できよう。

### ●成長の天井を理由にした時期尚早の金融緩和の出口は危険

総需要が潜在成長率に及ぼす影響を纏めると、①潜在労働投入量への影響として、失業者の職探し動向に伴う労働参加率の変化や非正規労働者比率の変化に伴う潜在労働時間の変化、労働需給の変化に伴う構造的失業率の変化、②潜在資本投入量への影響として、企業の設備投資変動に伴う資本ストック伸び率の変化、③TFPへの影響として、企業内失業や不稼動設備に伴う過剰雇用、過剰設備の変化および設備の更新や転職等に伴う資本や労働の質向上、等を通じて、それぞれ潜在成長率に変化をもたらす。したがって、総需要を拡大させることで潜在成長率を押し上げる余地はまだあり、労働需給の逼迫が直ちに「成長の天井」を示すわけではない。

実際、足元では金融政策のレジームチェンジに起因する総需要の拡大が、企業内失業や不稼動設備縮小に伴うTFPの伸び率拡大や、実質金利低下に伴う設備投資増加を通じた潜在資本投入量の伸び加速を通じて潜在成長率を上昇させつつある。

したがって、成長の天井を理由に時期尚早の金融緩和の出口を模索すれば、資本と労働の質が低下するだけで、経済全体で見た供給力の向上は難しいといえよう。つまり、政策当局の需要拡大政策の持続なしに自律的な民間の供給力向上を期待することは難しく、供給側の改革さえ進捗させれば潜在成長率が上昇するといった考えは根拠に乏しいといえよう。

### ●政策当局による総需要刺激策が却って潜在成長率を高める近道

経済の供給力向上は、経済のグローバル化や少子高齢化が急速に進行する我が国にとっては必須の政策課題である。しかし、総需要の拡大がまだ不十分な中で需要喚起策をおろそかにすれば、供給側の改革を進めようとしても潜在成長率も高まりにくいことは本稿で確認した通りだ。

従って、我が国が潜在成長率を高めるには、更なる需要の拡大に務めることが不可欠といえる。しかし、喫緊の課題である民間資本ストックの伸び加速に軸足を置いた政策を図る観点からすれば、民間の設備投資を締め出す公共投資の拡大については政策的に改善すべきことが多い。また、現状の金融政策も絶大な効果を挙げてきたが、資本投入量の伸びを拡大させるような効果はこれからである。こうした見地から、①2%のインフレ目標を堅持し、実質金利の低下を通じて企業の前向きな投資を促すことを視野に入れた大胆な金融緩和の継続、②財政健全化への舵切りと共に公共事業を中心とした財政出動の縮小、③積極的な労働市場改革を通じた労働供給力向上と労働市場の流動化、④経済連携協定を通じたエネルギーコスト抑制や、農業や医療制度改革等を通じた潜在需要への働きかけ——等の政策が強く求められる。

このように、機動的な財政政策を縮小し、大胆な金融緩和の継続と労働市場の流動化、労働供給および潜在需要の顕在化を促す規制・制度改革の合わせ技で資本と労働の潜在投入量と生産性の伸びを加速させることが、わが国経済にとって必要な政策運営といえよう。

(注1) 潜在成長率の推計

生産関数を想定し、①実際の成長率から資本と労働の寄与以外の部分を算出し、②経済全体の生産性を推計、潜在的な資本・労働の寄与に経済全体の生産性を加え潜在GDPを計測した。具体的には、

$$\text{推計式 (コブ・ダグラス型生産関数)} \quad Y = A (KS)^a (LH)^{(1-a)}$$

但し、Y：生産量（実質GDP）、KS：稼動資本量（K：資本ストック、S：稼働率）、LH：稼動労働量（L：就業者数、H：労働時間）、A：TFP（全要素生産性）、a：資本分配率

両辺をLHで割り、対数変換した下記の式を推計する。

$$\text{LN}(Y/LH) = \text{LN}(A) + a \text{LN}(KS/LH)$$

ここで、aに資本分配率の0.33を代入し、LN(A)をHPフィルターにより平準化した値を全要素生産性として使用した。

(1) 資本投入量

現実投入量：民間製造業資本ストックに製造工業稼働率を乗じたものと、民間非製造業資本ストックに日銀短観の生産設備過剰判断DIから推計した非製造業の稼働率を乗じたものを加えた。

潜在投入量：各稼働率との関係から、生産設備過剰判断DIがゼロになる潜在稼働率を用いた。

(2) 労働時間

現実投入量：総実労働時間（30人以上）。

潜在投入量：総実労働時間をHPフィルターにより平準化。

(3) 就業者数

現実投入量：就業者数。

平均投入量：労働力人口に（1－構造失業率）を乗じた。

$$\text{GDPギャップ} = (\text{現実のGDP} - \text{平均的なGDP}) / \text{平均的なGDP}$$

(注2) 構造的失業率の推計

失業者数と人手不足の人数（欠員）が等しいとき労働需給は均衡していると見ることができ、その時の失業率を構造失業率とする。

推計方法は以下の通り（推計期間は63年1Q～2014年1Q）

$$\text{(UV曲線)} \quad \text{LN}(U) = 1.779 - 0.585 \text{LN}(V)$$

$$\text{(t値)} \quad (15.63) \quad (-5.18)$$

$$R^{**2} = 0.117$$

但し、U：完全失業率、V：欠員率（＝有効求人人数－就職件数）／（有効求人人数－就職件数＋就業者数）×100）

ここで構造的雇用失業率をU\*、構造的失業者数をX、就業者数をYとすると、

$$\text{LN}(U^*) = \text{LN}(U) - \beta \cdot \text{LN}(V) / (1 - \beta)$$

$$X = Y / (100 - U^*) \times U^*$$

よって、構造失業率U\*\*は、 $U^{**} = X / (X + Y) \times 100$