

GDP基準改定により 潜在成長率は1%近くまで上昇

経済調査部主任エコノミスト

徳田秀信

03-3591-1298

hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp

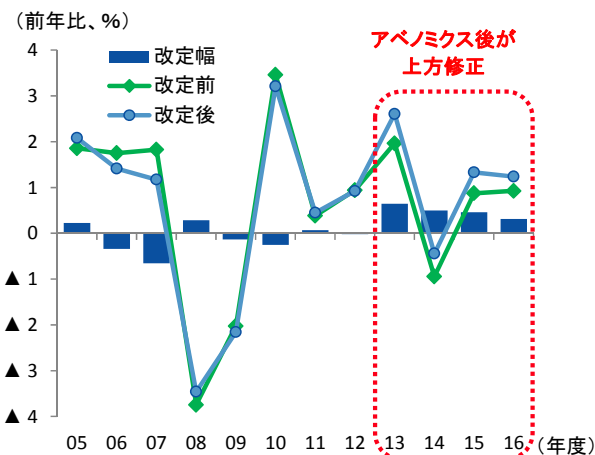
- GDP基準改定を反映すると、足元の潜在成長率は+0.9%と、基準改定前の推計値(+0.5%)から上昇。潜在資本投入とTFP(生産性)の寄与度が上振れ
- 実質+2%の成長目標からすると、潜在成長率は依然低い。引き続き官民が総力を挙げて、第4次産業革命などの生産性向上策に取り組んでいく必要
- 需給ギャップの推計値はほぼ変わらず。一方、昨年から注目が高まる「FTPL(物価水準の財政理論)」からは、潜在成長率の上昇が物価上昇につながるとの示唆も

1. 基準改定を反映すると、潜在成長率は1%近くまで上昇

2016年12月8日に公表された基準改定後のGDP統計では、アベノミクス後(2013~15年度)の実質成長率が0.5~0.6%Pt上方修正された¹(図表1、なお図中の2016年度はみずほ総合研究所の予測値)。この基準改定の結果を受けて、潜在成長率も大幅に上振れるとの見方が強まっていたが、それを確認するには、基準改定後の資本ストック統計の公表を待たなければならなかった。

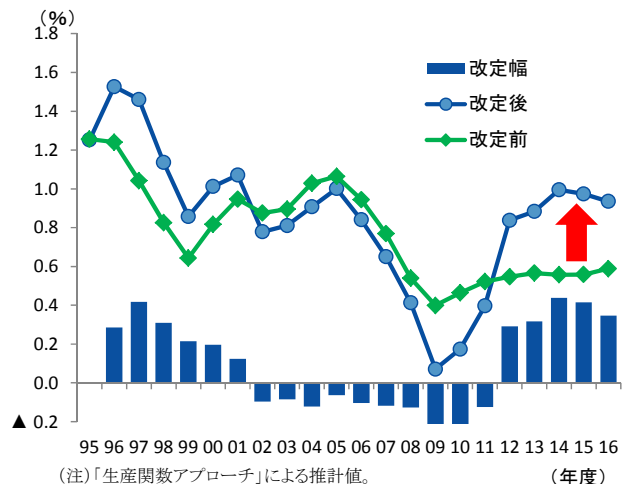
1月25日、基準改定後の固定資本ストック速報²が発表されたことで、基準改定を反映した潜在成長率を足元まで計算できるようになった。そこで、今回、基準改定後の潜在成長率をみずほ総合研究所が試算したところ、2013~16年度³の平均値は+0.9%と、基準改定前の+0.5%から0.4%Pt上方修正された(図表2)。政府目標である実質2%成長と比べると依然低いものの、日本経済に対する悲観的な見方を払拭するだけのインパクトはある結果といえる。

図表1 実質GDP成長率(改定前後の比較)



(注)2016年度はみずほ総合研究所の予測値。
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」により、みずほ総合研究所作成

図表2 潜在成長率の推計値(改定前後の比較)



(注)「生産関数アプローチ」による推計値。
(資料)内閣府などより、みずほ総合研究所作成

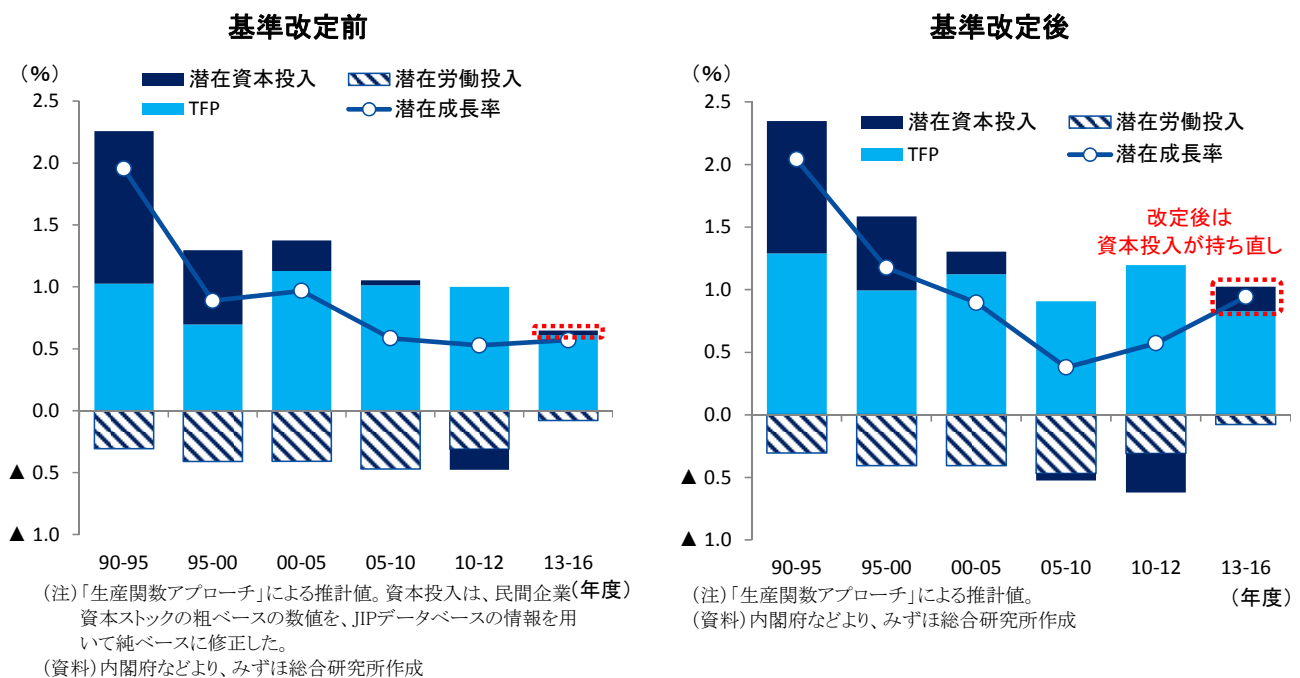
2. 潜在資本投入とTFPが上振れも、実質2%の成長目標からすると力不足

2013～16年度の潜在成長率が上方修正された要因を、3要素（潜在資本投入、潜在労働投入、TFP（Total Factor Productivity、全要素生産性））に分けて確認すると、潜在資本投入とTFPが寄与していることが分かる（ともに0.2%Ptの上方修正要因）⁴（図表3）。潜在資本投入の寄与度は、基準改定前ベースでは2016年度にかけてほぼゼロだったが、基準改定後ベースでは2016年度にかけて上昇する姿となった。これは、アベノミクス開始後の不動産関連投資の活発化や、人手不足の深刻化を受けた省力化投資・R&D投資の増加が反映されたためと考えられる。

TFPの寄与度は、基準改定によって、2013～16年度の平均が上方修正された（+0.6%Pt⇒+0.8%Pt）。もっとも、TFPの寄与度は、1%Ptを超えていた1990年代・2000年代に比べると依然として低く、アベノミクスの成長戦略が成果を挙げているとは評価できない。引き続き官民が総力を挙げて、第4次産業革命などの生産性向上策に取り組んでいく必要がある。

なお、潜在労働投入の寄与度は、基準改定前後で変化はなく、いずれのベースでも2016年度にかけてマイナス幅が縮小している。これは、主に女性の就業増加によって、生産年齢人口の減少の影響が抑えられているためだ。もっとも、女性の労働参加拡大に対して社会の対応が追い付いていないため、女性の家事・育児負担の増大や都心部での待機児童問題の深刻化などの問題が生じている。政府が進める働き方改革の下、長時間労働を是正することで、男性の家事・育児参加、保育士の就業時間短縮⁵による保育士確保などを図ることが、女性の労働参加の拡大を持続的なものとする上で重要だろう。長時間労働の是正は、男性の平均労働時間が減少するという面もあるが、それ以上に女性の就業者数や平均労働時間が増加することで、労働投入全体（就業者数×平均労働時間）の拡大が見込まれる。

図表3 潜在成長率の寄与度分解



3. 家計が自信を取り戻せば、物価の上昇圧力が高まる可能性も

最後に、今回の基準改定に伴う潜在成長率の上方修正が、金融政策の運営に与える影響を考察しよう。潜在成長率が変化することによる金融政策への影響には、標準的には、①需給ギャップの変化、②自然利子率の変化を通じた2通りの経路がある。

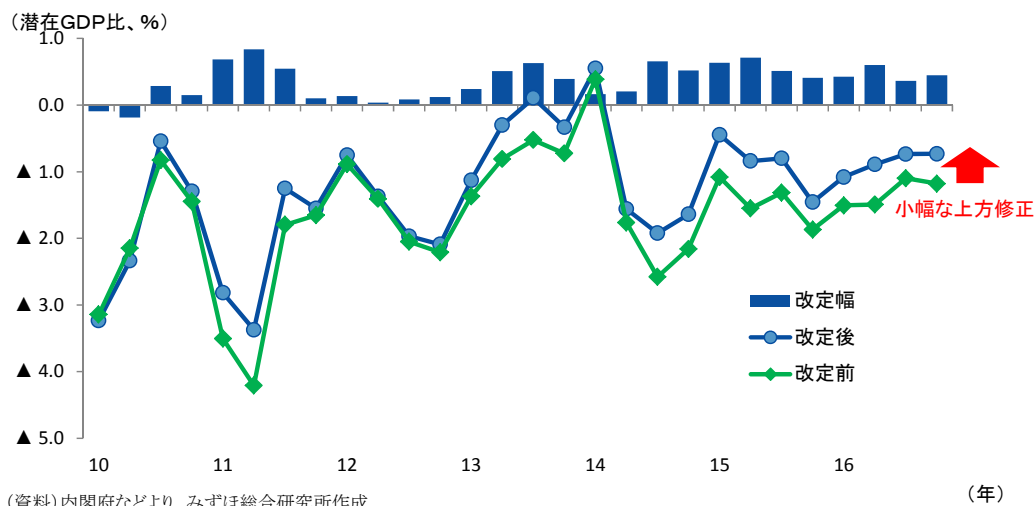
まず、2016年7～9月期の①需給ギャップは、▲1.1%から▲0.7%に上方修正された(図表4)。基準改定に伴う実質成長率の上方修正幅(2013～16年度平均: +0.5%Pt)が、潜在成長率の上方修正幅(2013～16年度平均: +0.4%Pt)を上回ったためだ。もっとも、修正幅は小幅であるため、需給ギャップ面からの金融政策への影響は、基準改定前後で変わらないといえるだろう。

次に、②自然利子率は、潜在成長率と連動して上振れることになる。これは、足元の金融緩和の度合いが、基準改定前に想定されていたよりも、強かったことを意味する。ただし、物価の低迷が長引いていることを踏まえると、現状の緩和的な金利水準を維持することで、物価の押し上げを図っていくという金融政策スタンスに、変化はないとみられる。

なお、標準的な考え方とは離れるが、このところ再び注目を集める考え方に、「FTPL (Fiscal Theory of Price Level、物価水準の財政理論)」と呼ばれる理論がある(プリンストン大学のSims教授が2016年のジャクソン・ホール講演で取り上げ、その後エール大学の浜田教授が賛同している)。これは、通常は「将来にわたる財政政策のスタンスが、インフレに影響を与える」という内容で理解されているものである。実際、Sims教授は、ジャクソンホール講演において、日本に対して、インフレ目標を達成するまで、消費増税を凍結するように提言した。

もっとも、「FTPL」から得られる政策的示唆は、必ずしも「インフレを起こすためには、財政拡張が必要」というものだけではない⁶。「FTPL」が持つ様々な政策的示唆の中で、特に注目されるのは、「潜在成長率が、財政均衡に必要な実質的な家計負担に影響し、それがさらに物価水準に影響する⁷」というものだ⁸。実際、主要国の成長率低下とインフレの低迷が同時に起こっていることから、一定の説得力を持つ見方といえるだろう。この見方を前提とすると、今回の潜在成長率の上方修正は、家計のマインド改善を通じて物価の上昇要因となる可能性があり、今後の動きが注目される。

図表4 需給ギャップ(基準改定前後の比較)



-
- ¹ これは、新国際基準（2008 SNA）への対応により新たに算入されたR&D投資が高めの伸びだったことに加えて（特に2014年度に影響）、建設投資の推計方法が見直されたこと（特に2013年度に影響）や個人消費が確報化によって上振れした（2015年度に影響）ことなど、2008 SNAへの対応以外の要因も影響している。詳細は「2016年7～9月期2次QE概要～アベノミクス開始後の成長率が上方修正～」（2016年12月8日）参照
http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/qe/161208qe_summary.pdf。
- ² 従来民間資本ストック速報に替わる統計。
- ³ GDPなどの潜在成長率の計算に必要な統計が未公表の2016年10～12月期以降については、各基礎統計をみずほ総合研究所の予測値により延長したうえで、潜在成長率を推計している。
- ⁴ 潜在資本投入が上振れしたのは、基準改定によって、2013・14年度の設備投資が上方修正されたことが主因である。また、TFPが上方修正されたのは、潜在資本投入の上振れを上回って、GDP成長率が上方修正されたためである。なお、潜在労働投入については改定前後で変化がない。これは、労働投入の基礎データに用いられるのが、GDP統計以外の統計（労働力調査や毎月勤労統計など）だからである。
- ⁵ 現在は、親の長時間労働を前提として、保育士の就業時間が長期化していることが、女性の離職の一因となっている。
- ⁶ 前提とする経済環境次第では、「財政再建」という正反対の政策的示唆も得られる（木村（2002）「物価の変動メカニズムに関する2つの見方」参照）。
- ⁷ 潜在成長率が上昇すれば、家計の生涯所得の期待値が増加するため、将来の財政負担が相対的に軽減される。その結果、家計の節約志向が緩和し、物価に上昇圧力がかかる。
- ⁸ 木村他（2011）「マネーと成長期待：物価の変動メカニズムを巡って」などを参照。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。