

経済の「サプライサイド強化」に対する誤解

～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 首席エコノミスト

永濱 利廣



<要約>

本論文では、日本経済にとって高圧経済政策が有効であることを指摘する。

第一節では、日本の「履歴効果」について検証する。具体的には、実質経済成長率と日銀が公表する潜在成長率の要因分解データの時差相関係数を計測することで、日本の潜在成長率が需要の要因によって大きく左右されてきたことについて定量的に示す。そして、日本でも潜在成長率を高めるためには高圧経済政策が有効であることについて論じる。

第二節では、日本で可能な高圧経済の余地について考察する。具体的には、主要先進国のインフレ率やGDPギャップ率を比較することで、高圧経済の余地が各国で異なることを確認する。その上で、日本で高圧経済が可

能な需要喚起の規模を内閣府版GDPギャップに基づいて示す。さらに、GDPギャップを解消して高圧経済政策を進めることは、財政健全化にも寄与することについても論じる。

以上の分析を通じて、日本で潜在成長率の向上や財政健全化を進めるためには、高圧経済が望ましい政策であることを指摘する。

■ 1. 日本における「履歴効果」の検証

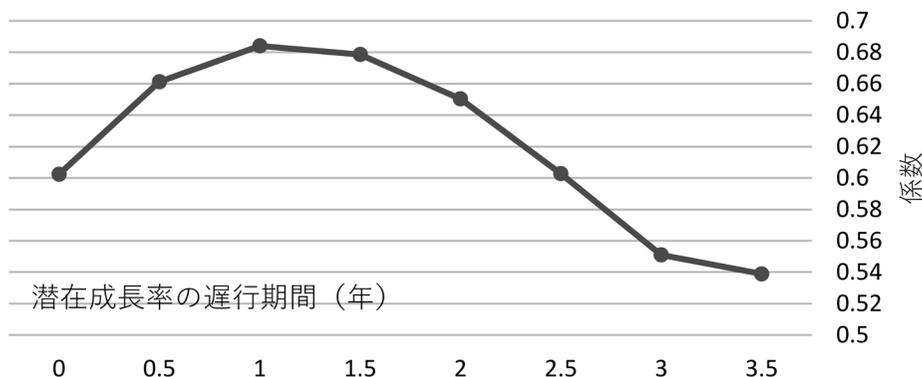
潜在成長率は現実の経済成長率に1年遅れて動く

長らく日本では、潜在成長率が重要な変数とされており、その低下は供給側の構造問題により起こってきたと考えられてきた。例えば、内閣府の平成14年度の年次経済財政報告（第3章第2節）でも、日本経済の構造問題を端的に示しているのはマクロ的な労働生産

〈目次〉

1. 日本における「履歴効果」の検証
2. 日本が可能な高圧経済の余地

(図表 1) 経済成長率と潜在成長率の時差相関係数 (1981年度上期～2024年度上期)



(出所) 内閣府「国民経済計算」、日銀「需給ギャップと潜在成長率」を基に作成

性の低下であり、経済活性化の課題として、①機械化の進展、②規制緩和等による経済全体の効率化、③技術進歩の進展、を挙げている。これが、金融・財政政策を中心とした需要刺激策よりも、生産性向上などの供給力向上策が重要と指摘される根拠となっている。

しかし、日本経済において高圧経済の時期が少なかった背景には、バブル崩壊に伴う需要サイドの急減が供給サイドにダメージを与え、長期の成長力が低下した可能性がある。そこで以下では、日本経済の需要不足が低成長を恒久化させた高圧経済で言うところの「履歴効果」について検証してみよう。

日本の潜在成長率を見ると、経済成長率に遅れて変動しているように見える。そこで、潜在成長率と経済成長率の時差相関係数を計測すると、図表1に見る通り、潜在成長率が経済成長率に1年遅れて最も高い正の相関を示していることがわかる。

つまり、これまでの実質成長率と潜在成長

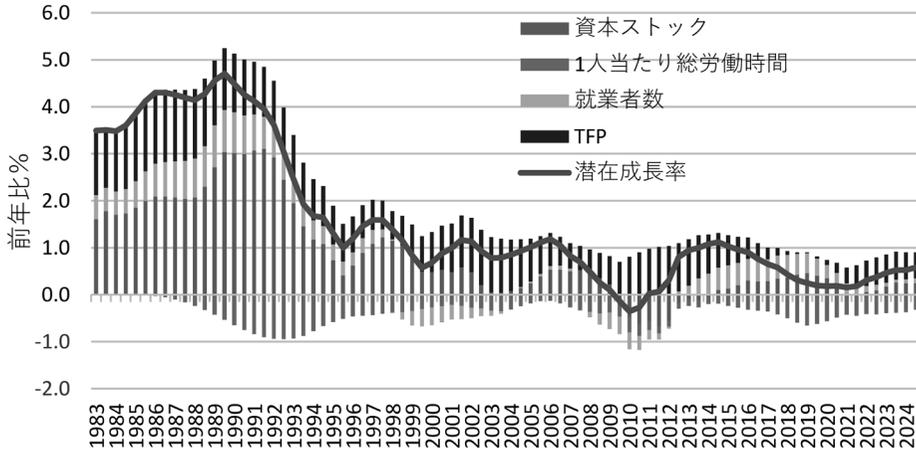
率の相関関係を見た限りでは、潜在成長率が現実の成長率を後追いついて変動していることがわかる。こうしたことからすれば、潜在成長率の低迷は供給側の構造的な要因というよりも、総需要の変動の影響を大きく受けてきたものと推測される。

潜在成長率を構成する殆どの要因が総需要の影響を受ける

そこで続いては、図表2に見るように、日銀の潜在成長率を資本ストック、1人当たり総労働時間、就業者数、TFPの4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。

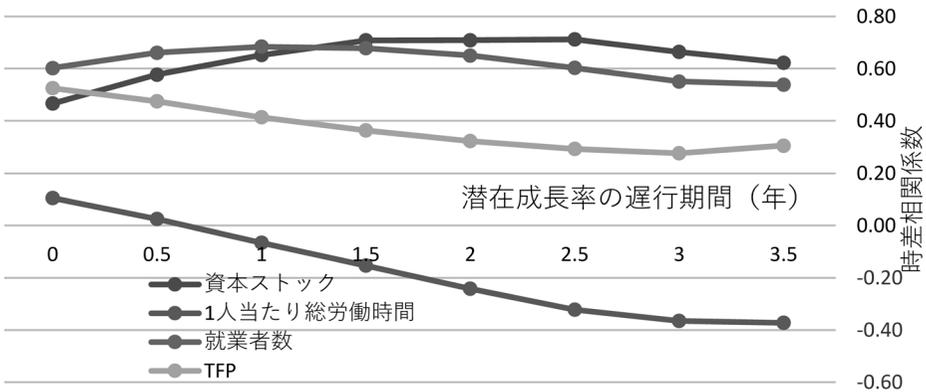
すると、図表3に見るように、TFPがほぼ同時、資本ストックと就業者数が現実の成長率にやや遅れて変動していることがわかる。一般的には、労働投入量低下の要因として、時短や少子高齢化、雇用のミスマッチ等といった供給側の問題が大きいと捉えられて

(図表2) 潜在成長率の要因分解



(出所) 日銀「需給ギャップと潜在成長率」

(図表3) 経済成長率との時差相関係数



(出所) 内閣府「国民経済計算」、日銀「需給ギャップと潜在成長率」を基に計測

きた。しかし資本ストックについては、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。なお、1人当たり総労働時間の時差相関係数がマイナスに転じているのは、1987年に労働基準法が「週48時間制」から

「週40時間制」に改定されて週休二日制が浸透したことや、1980年代後半以降の派遣・有期契約労働者の増加等に伴う短時間労働者の増加等により、労働時間が構造的に減少してきたことが寄与しているものと推察される。

したがって、定性的に判断しても、特にバブル崩壊以降の潜在成長率の低下は供給側の

(図表 4) 失業率と完全雇用失業率



(出所) 総務省「労働力調査」を基に作成

構造問題よりも、総需要の変動の影響が大きいと考えるのが自然である。そして実際に、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。

① 需要変動に伴う職探しや完全雇用失業率の変化が潜在労働投入量に影響

これまで経済成長率と就業者数要因の相関関係を見れば、就業者数要因が1年遅れて連動していることがわかる。

背景には、総需要の長期停滞で職探しを諦めて労働力人口が減少することで、潜在労働投入量が低下することが指摘できる。となれば、高圧経済で総需要が拡大すれば、職探しを諦めていた非労働力人口が労働市場に参入することで労働力人口は増えるだろう。

また、非自発的失業を除く失業率を完全雇用失業率と定義すれば、図表4に見るよう

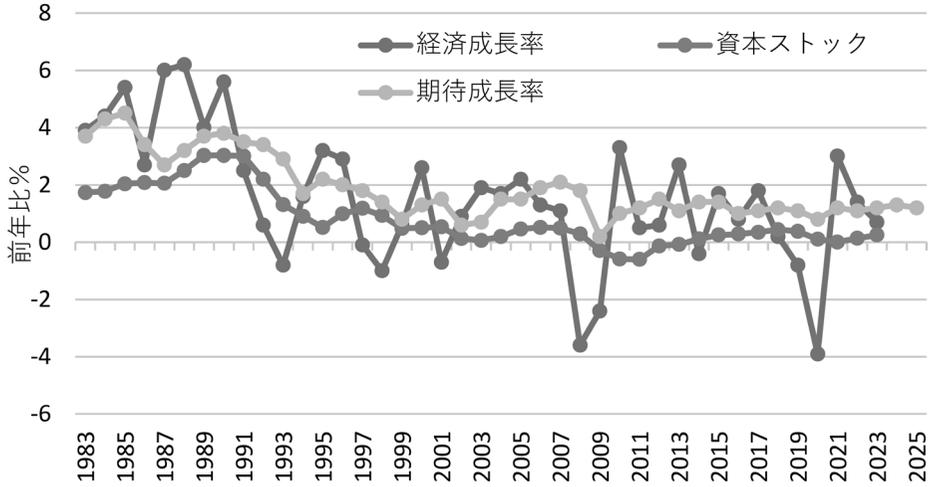
に、景気拡大に伴い人手不足で失業率が低下した場合でも、完全雇用失業率は低下する関係が見て取れる。したがって、潜在労働投入量は総需要の影響も受けることになるといえよう。

② 需要の変化に伴う企業の期待成長率変化を通じて資本ストックに影響

資本ストックの伸び率鈍化が90年代以降の潜在成長率の押し下げ要因となってきたが、これまで経済成長率と資本ストックの相関関係を見れば、潜在資本投入量が現実の経済成長率に2年程度遅れて変動していることがわかる。

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。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、

(図表5) 経済成長率と資本ストックと期待成長率



(出所) 内閣府「国民経済計算」「企業行動に関するアンケート調査」、日銀「需給ギャップと潜在成長率」

(注) 内閣府の企業行動に関するアンケート調査は毎年1月に行われるため、ここでは当該年の値として計算した。

また、期待成長率とは、業界需要の実質成長率の今後3年間の見通しをいう。

図表5に見るように、これまでの企業の期待成長率は現実の成長率に大きく左右されることがわかっている。したがって、長期停滞が続けば、企業の期待成長率の低下を通じて設備投資が低迷し、資本ストックの伸びが減速する一方、現実の成長率の拡大が続けば、企業の期待成長率の上昇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、バブル崩壊以降の長期停滞に伴う資本ストックの伸び鈍化が潜在成長率の低下に寄与しており、逆に高压経済に伴う需要拡大の効果は、資本ストックの伸び加速に伴い、潜在成長率の上昇に寄与する可能性が高い。

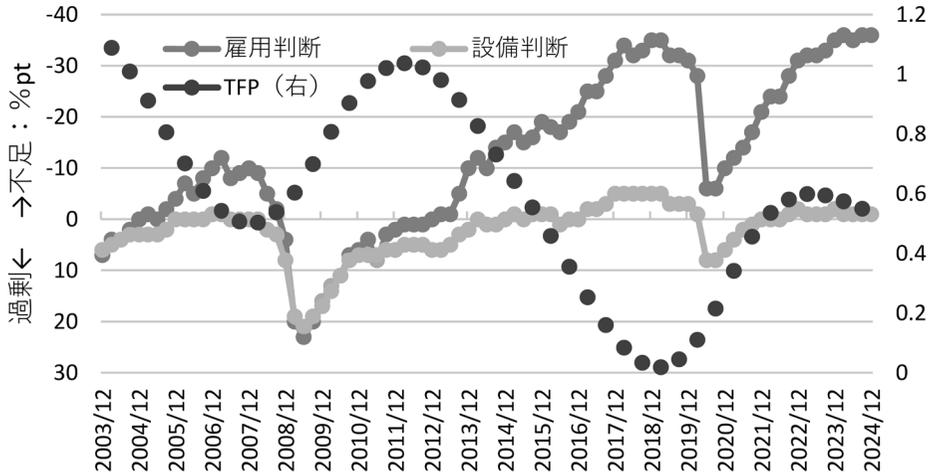
③ 需要変化に伴う雇用と設備の質の変化が

TFPに影響

これまでの経済成長率とTFPの相関関係を見れば、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。そして、TFPの動向を見ると、2019年度頃からは伸びが拡大している。

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てきた（内閣府：平成19年度年次経済財政報告）。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動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

(図表6) 短観過不足判断DIとTFP



(出所) 日銀「短観」 「需給ギャップと潜在成長率」

働投入や資本投入は減りにくいので、残差としてのTFPの伸びが低下するからである。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、図表6に見るように、特に2013年以降のTFPの伸び低下は、アベノミクス始動に伴い就業者数や資本ストックの伸びが加速したことにより、残差として計測されるTFPの伸びが低下したことが推察される。一方、2020年以降のTFPの伸び加速は、新型コロナウイルス発生に伴い就業者数や資本ストックの伸びが低下したことにより、残差として計測されるTFPの伸びが上昇し、2022年以降のコロナからの正常化局面では、過剰雇用や過剰設備が減少した裏として残差として計測されるTFPの伸びが加速しているものと推察される。

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、資本投入、労働投入、生産性のいずれの側面からも総需要の動向に大きく左右されると判断できよう。

高圧経済が潜在成長率を高める近道

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、労働需給の変化に伴う完全雇用失業率の変化、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、企業内失業や不稼働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雇用の正社員化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ことが推察される。

したがって、日本では総需要を拡大させることで潜在成長率を押し上げる効果があり、高圧経済の有効性が正当化される。実際、足元ではコロナからの回復などに起因する総需要の拡大が、設備や雇用の不足に伴うTFPの伸び率拡大を通じて潜在成長率を上昇させている。

逆に、デフレギャップ解消前に時期尚早の増税や金融緩和の出口を模索すれば、資本と労働の量的・質的低下により、経済全体で見た供給力の向上は難しい。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、例えば先に見た内閣府の平成14年度年次経済財政報告（第3章第2節）で指摘されているような、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。

経済の供給力向上は、少子高齢化に加えてパンデミックや戦争に伴う経済社会構造の変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今回の分析で確認した通りである。したがって、我が国が潜在成長率を高めるには、更なる需要の拡大に努める高圧経済が不可欠といえる。

しかし、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、民間の経済活動を締め出す防衛増税等については

政策的に改善すべきことが多い。また、アベノミクス以降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道半ばである。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積極財政への転換と共に、需要喚起効果の高い減税を中心とした財政政策の拡大、といった高圧経済政策が強く求められる。

このように、効果的に財政政策を拡大し、大胆な金融緩和の継続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、日本経済にとって必要な政策運営といえよう。

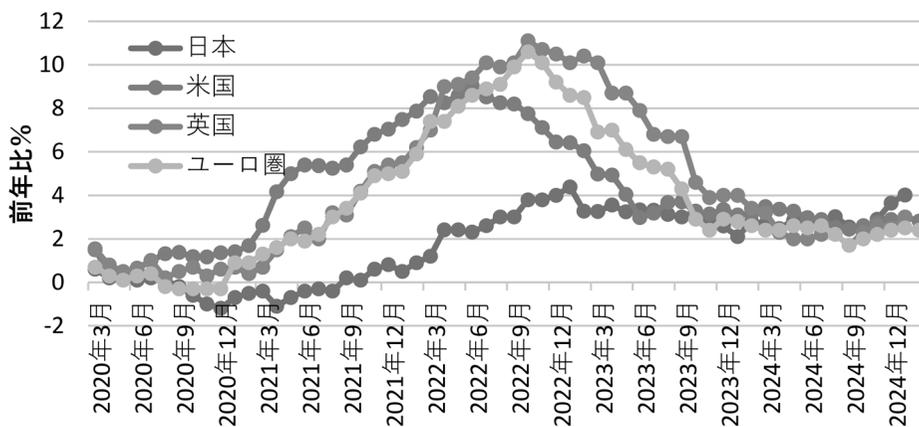
■ 2. 日本が可能な高圧経済の余地

重要なのはインフレ率とGDPギャップ

2022年の英国では、トラス新政権誕生（当時）に伴い大規模な財政出動方針が打ち出されたことをきっかけに、金利上昇（国債価格下落）、通貨安、株安のトリプル安が同時に進行するいわゆる英国売りにより金融市場が混乱した。こうしたことによって、日本も大規模な財政出動を打ち出せば、トリプル安を招く懸念があると高圧経済に批判的な向きもある。

そもそも、日本や英米の政府は家計や企業と違って中央銀行が通貨発行権を持ち、自国

(図表7) 主要先進国のCPIインフレ率



(出所) 各国資料より作成

通貨を発行することで債務を返済できるが、政府が支出を野放図に拡大すると、いずれ需要超過となって高インフレとなる。そうになると、政府はインフレ率が行き過ぎないようにするために財政支出を抑制しなければならず、中央銀行も金融を引き締めなければならない。つまり、政府の財政支出の制約となるのはインフレ率である。

そこで、主要先進国のCPIインフレ率(CPI)を比較すると、図表7に見るように、欧米ではインフレ率が+8~+10%台に到達していた。このため、当時の欧米のように、需給ひっ迫によりインフレ率が目標の+2%を大きく超えてしまっていた国は、財政出動が限界にきていたといえる。

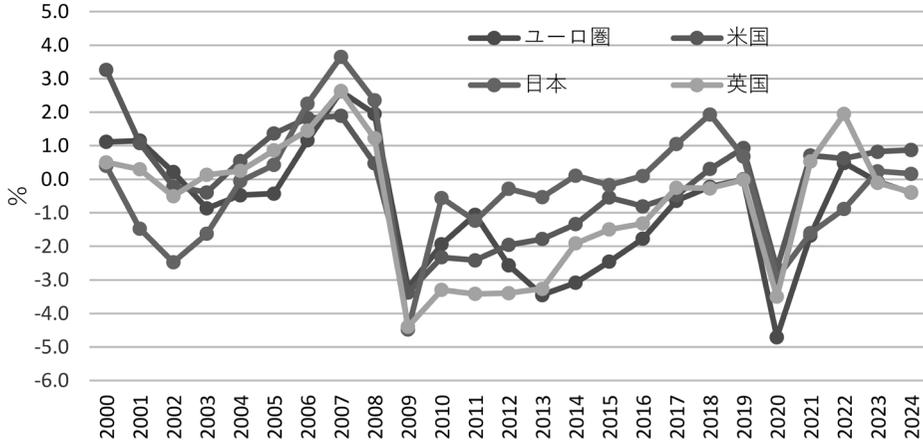
しかし、日本の場合はインフレ率がそこまで上がっていない。コストプッシュ型のインフレにより一時的にインフレ目標+2%を超えたが、輸入物価の上昇に伴うインフレであ

るため持続性は低いといえよう(日経センターのESPフォーキャスト2025年2月調査によれば、消費者物価上昇率のエコノミストコンセンサスは26年度+1.7%)。

このように、英米と日本のインフレ率に格差が生じた一因として、英米では需要超過の経済になっていたのに対し、日本は依然として需要不足の経済状況になっていたことがある。このため、財政の予算制約を考える上では、表面上のインフレ率に加えて、GDPギャップの動向も重要になってくるだろう。実際のインフレが行き過ぎているかどうかを見る上で、コストプッシュ型のインフレが捨象される上、実際のインフレ率よりも先行して動く性質があるためである。

そこで、国際比較可能なIMFのGDPギャップで比較すると、図表8に見るように、米国・英国・ユーロ圏とも22年時点で需要超過によりインフレ率が加速した一方、日本では

(図表 8) 主要先進国のGDPギャップ



(出所) IMF

22年時点でも需要不足が続いていたことがわかる。

特に日本の場合、より詳細に90年代後半以降の内閣府版GDPギャップと消費者物価との関係を見ると、GDPギャップがインフレ率に対して2四半期ほど先行して動いていることがわかる。

そこで、日本のコアCPIインフレ率と2四半期前のGDPギャップをローリング回帰し、その係数をもとにCPIコアインフレ率前年比+2%に必要な内閣府GDPギャップを推計すると、直近では低下傾向にあるものの、それでも+0.7%程度が必要になる(図表9)。つまり、物価安定目標の達成には、現時点で内閣府のGDPギャップが安定的に+0.7%を上回る必要があり、内閣府が見通す25年度のGDPギャップ+0.4%では真の意味で物価安定目標が達成されたとは限らないことにな

る。

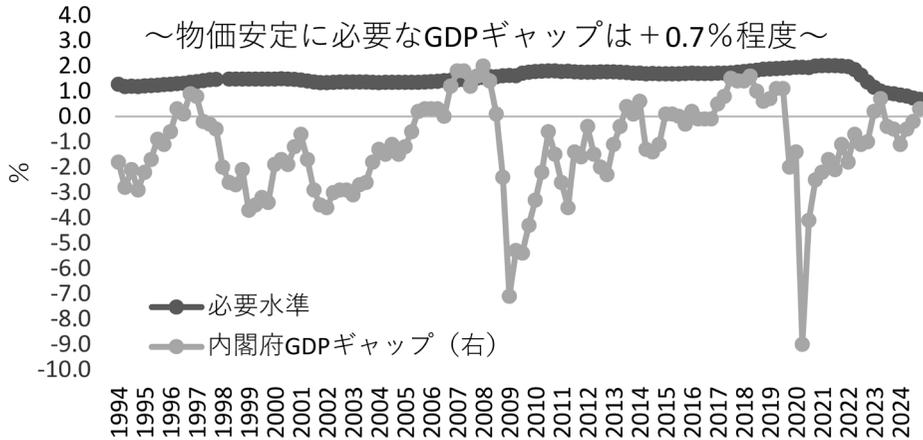
つまり、内閣府が推計するGDPギャップを基準とすれば+0.7%の需要拡大が達成されないうちは、消費者物価指数のインフレ率はコストプッシュインフレ巡後に+2%に安定しないことになり、日本の場合はそれだけまだ高圧経済の余地があるということになる。

なお、必要GDPギャップの低下の背景には、22年度以降のインフレ加速に伴う期待インフレ率の上昇により、フィリップス曲線が上方シフトしたことがあるものと考えられる。

日本で高圧経済が進みにくい理由

しかし、日本において高圧経済政策の環境は今のところ整っているとはいえない。この理由として、プライマリーバランス(以下

(図表 9) 内閣府GDPギャップと物価安定必要水準



(出所) 総務省、内閣府データをもとに筆者推計

PB) 黒字化が過度に重視されていることが指摘できる。

こうした中で、頼るべきは先に見た通りインフレ率とGDPギャップの関係だろう。これまでのマクロ安定化政策では、財政政策よりも金融政策の機動性の方が高いため、金融政策が優先される傾向にあった。しかし、サマーズ氏の長期停滞論に基づけば、長期停滞に陥っている中では、金融政策のみでは需要喚起の効果が出にくいことも事実である。

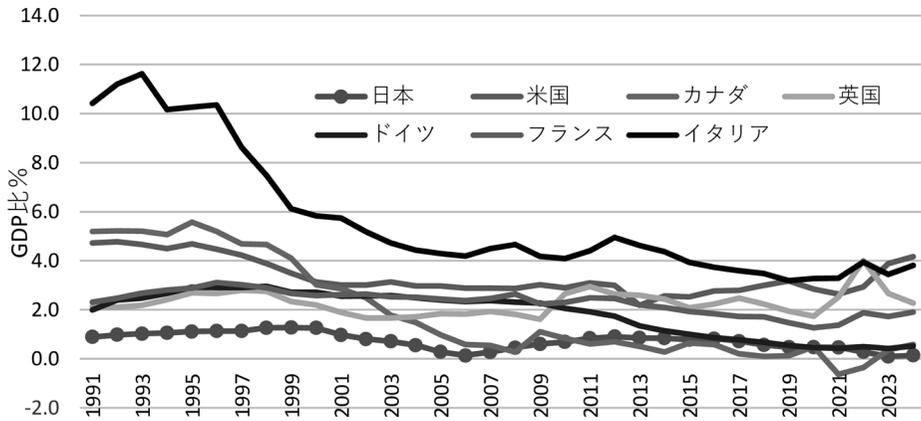
そして、政府と日銀がアコードを結んだアベノミクス下を振り返れば、大胆な金融緩和により極端な円高・株安が是正され、雇用者数が500万人以上増加するという大きな成果を上げた。しかし一方で拙速な消費増税などもあり、+2%のインフレ目標は達成できなかったと言われているが、図表9のGDPギャップとインフレ率の関係を見ると、物価安

定に必要なGDPギャップ水準に到達していなかったことがわかる。

つまり、トータルで13兆円もの負担増となった2回の消費増税をはじめとした不十分な財政政策により、GDPギャップ率がインフレ目標+2%に必要な水準に到達できなかった可能性がある。仮にGDPギャップが安定的に需要超過を持続するまで、消費増税を先送りすることができれば、アベノミクス下でもインフレ目標+2%を達成した可能性があるといえる。

こうしたことからすれば、GDPギャップの需要超過が安定的に持続する前に金融・財政政策が拙速な引き締めへ転じてしまうと、日本経済の正常化は困難となる。したがって、日本で高圧経済政策が機能するには、財政規律目標の柔軟化が必要になるだろう。

(図表10) G7諸国の政府純利払い費／GDP



(出所) OECD

財政健全化にも貢献する高圧経済

特に、日本政府はこれまで財政健全化目標として「PB」黒字化と「政府債務残高／GDP比」の安定的引き下げを掲げてきた。しかし、コロナショック前までは財政リスクが最も高いイタリアがPB黒字だったことや、海外の主流派経済学者や米財務省が財政健全性を図る指標の重要性を「政府債務残高／GDP」から「政府純利払い費／GDP」にシフトしつつあること等からすれば、日本の財政健全化目標も国際標準に近づけていくことが必要だろう（ファーマン、サマーズ:2020）。

事実、図表10に見るように、G7諸国の「政府純利払い費／GDP」を比較すると、OECDの2024年見通しベースで日本は最も低い水準である。

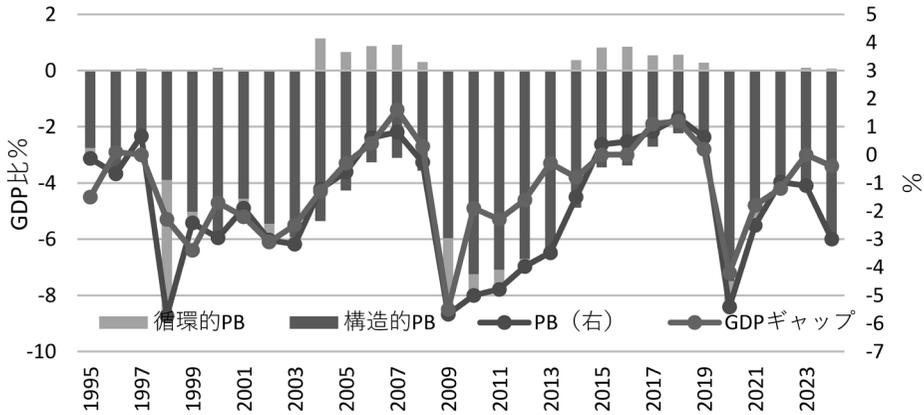
ただ、「政府純利払い費／GDP」のみでは、国債の格下げ等により金利が上がれば債務が

大変ということになりかねず、影響は無視できない。その観点からすると、「PB」や「政府債務残高／GDP」目標の完全撤廃は行き過ぎだろう。しかしながら、財政健全化目標が、高圧経済政策を進める上での支障となつてはならない。

実は、図表11に見るように、PBとGDPギャップの連動性は高く、経済が正常化すれば自ずと財政も健全化するといった関係がある。実際、1990年代後半以降のPBと内閣府版GDPギャップの関係を見ると、非常に連動性が高いことがわかる。そして、PBにおける2010～2013年の下方乖離は民主党政権によるアンチビジネス政策、2015～2019年の上方乖離はアベノミクスによるプロビジネス政策が影響していると推察されるが、考え次第ではGDPギャップ対比で財政を引き締めすぎた可能性も示唆される。

このため、当面は高圧経済政策でGDPギ

(図表11) 日本のPBとGDPギャップの関係



(出所) 内閣府「GDPギャップと潜在成長率」、IMF「World Economic Outlook」

ギャップをプラスにすることを最優先して、財政健全化目標を柔軟化することも検討に値しよう。そして、財政目標は景気動向を配慮したPBにした方が適当と思われる。

国際標準的な考え方に基づけば、需給バランスを考慮した構造的なPB赤字をなくすことを目標にすることが一般的なため、需要不足の状況の際にはPB赤字が許容され、需要不足解消時に赤字が残っていれば、構造的な赤字を解消する必要があると考える。

そして、構造的PBはGDPギャップを用いて景気動向を調整して算出するのが一般的だが、デフレギャップが存在する中で無理に財政を緊縮気味に運営しても却ってPB赤字を悪化させることにもなりかねない。

ブランチャール（2022）が指摘している通り、2010年の欧州債務危機を受けて財政健全化が実施されたが、この健全化は規制を理由に行われたものであり、強力すぎたために

EUの経済回復を遅らせた。これは、いくら財政健全化を強力に進めても需要が減ってしまえば税収が減ってしまうためである。

こうしたことから、GDPギャップのプラスが達成できれば循環的PBは黒字化するため、「(GDPギャップがプラスになってから)数年以内に構造的PBの黒字化を目指す」といった財政健全化目標も一つの案だろう。内閣府版GDPギャップが安定的に需要超過の水準を維持できるようになれば、CPIのインフレ率も目標の+2%に近づこう。そうなれば、高圧経済環境が達成され、自然と金融政策も出口が見えてくるだろう。そして、GDPギャップが安定的に需要超過を維持できる局面を迎えれば、財政はまず歳出削減、それでも足りなければ増税といった形で、財政健全化の姿も見えてくるだろう。

結語

以上、本章の分析により、日銀が公表する日本の潜在成長率を構成する要因と実際の経済成長率の時系列データの関係から、日本の潜在成長率を高めるには、高圧経済的な政策で需要を拡大させることが有効であることを示した。

その上で、内閣府が推計するGDPギャップを用いて日本の高圧経済政策が可能な需要拡大余地の目安を計測し、GDPギャップとプライマリーバランスの関係から将来の財政健全化を進める上でも高圧経済が有効な政策である可能性を指摘した。

【参考文献】

- ・オリヴィエ・ブランシヤール (2022) 「債務が危険な水準に達する条件とは」FINANCE & DEVELOPMENT March 2022
- ・木野内栄治 (2017) 「コラム：株高のカギ握る高圧経済とリバトリ減税」ロイター
- ・木野内栄治 (2017) 「コラム：2017年の投資戦略、高圧経済株に標準」ロイター
- ・木野内栄治 (2020) 「コラム：イエレン氏「高圧経済」論、16年講演が示唆する政策展開」ロイター
- ・世界経済白書 (各年版) 内閣府
- ・永濱利廣 (2014) 「「成長の天井」の誤解 ～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
- ・永濱利廣 (2021) 「格差改善にも効果的な高圧経済～インフレ目標+2%とともに必要な政府のGDPギャップ+2%目標～」第一生命経済研究所
- ・永濱利廣 (2022) 「英国と大きく異なる日本の財政状況～英国の財政リスクはG7ワースト2に対して日本はベスト2～」第一生命経済研究所

- ・年次経済財政報告 (平成14年版、平成19年版) 内閣府
- ・Arthur Okun, (1973): "Upward Mobility in a High-Pressure Economy," Brookings Papers on Economic Activity.
- ・Janet L. Yellen (2016): "Macroeconomic Research After the Crisis," Federal Reserve Board.
- ・Jason Furman and Lawrence Summers.2020. "A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest"
- ・Laurence Ball (2015): "Monetary Policy for a High-Pressure Economy," Center on Budget and Policy Priorities.
- ・Summers, Lawrence H. 2015. Have We Entered an Age of Secular Stagnation? IMF Economic Review 63: 277-328.

