

何がイノベーションと資本蓄積を阻害しているのか

—潜在成長率の再推計で見えてきたこと

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



河野 龍太郎氏

■ 1. 2014年の成長低迷の真の原因

昨春から筆者が強調しているのは、日本経済が完全雇用の領域に入っているため、アグレッシブな財政、金融政策は弊害が強まっており、裁量的なマクロ安定化政策についてはむしろ手仕舞いが必要ということである。

2014年度に日本経済の成長ペースが鈍化したのは、4月の消費増税の影響もあるが、それだけとは言えない。2013年末～2014年初にかけてスラックが解消されたため、ゼロ近傍まで低下した潜在成長率を大きく超える成長の継続がそもそも難しくなっていた。経済の実力である潜在成長率がゼロ近傍まで低下していることが低成長の原因なのであって、総需要が不足しているとか、財政・金融政策が足りないということが原因とはもはや言えない。

現に、アグレッシブな金融緩和によって円安に誘導しても、輸出増加が限られる一方で、家計の実質購買力を抑制し、消費回復を遅らせるだけに終わっている。2014年度の景気減速の主因は想定以上の消費低迷にあるが、消費増税の悪影響が殊更大きかったということではなく、円安が追い討ちをかけ、家計の実質購買力を大きく抑制したことが問題を深刻化させたのである。原油安のプラス効果の顕在化が遅れたのも、10月末以降の一段の円安による輸入物価上昇が、効果の一部を相殺したためだ。

もちろん、日本経済に大きなスラックが残存しているのなら、超円安は輸出・生産を増加させ、輸出企業の業績だけでなく雇用者報酬の改善にもつながるため、プラス効果は大きいと言えるだろう。しかし、既に完全雇用の領域にあるため、経済全体のパイは大きく伸びず、結局、輸出企業の利益が拡大するだけで、それは単に家計や内需セクターからの所得移転によるものに過ぎない。今後、仮に超円安の効果が発揮され、輸出・生産が増加することがあっても、それは非製造業の抱える雇用を製造業が奪うことでのみ可能となる。追加財政についても同様である。スラックが残存していた2013年度は2012年度補正予算で総需要を刺激する効果はあったが、2013年度補正が執行された2014年度については、人手不足から公共事業の執行が困難になり、人手不足の深刻化で民間投資や雇用増を阻害するクラウドニング・アウト現象も観測されている。

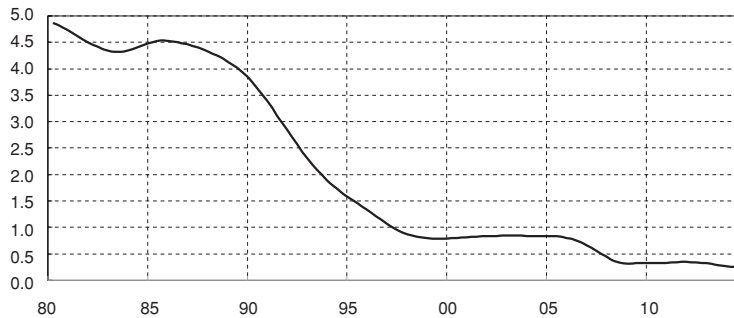
こうした事態にも拘らず、昨年10月末には追加緩和が決定され、今年2月には2014年度補正による追加財政が策定されたのは、スラックが解消されたことが十分に理解されていないためである。確かに過去1年を振り返ると、2014年4Qの実質GDPは前年比マイナス0.8%であり、日本経済は全く拡大していない。しかし一方で、その間、失業率が悪化していないことを考えれば（むしろ低下した）、潜在成長率は良くてゼロ、場合によってはマイナスであるとの推定も成り立つ。企業内の雇用の過不足を示す日銀短観の雇用人員判断DIもこの間、低下が続いていた。

今でも潜在成長率がゼロ%台後半と答える人が少なくない。それを前提にすると、総需要不足が続き、経済政策がさらに必要ということになる。しかし、それが本当だとすると、2014年度に失業率は上昇していたであろうし、雇用人員判断DIも上昇していたはずである。常々論じている通り、潜在成長率は多くの人が考えているよりも相当に低下しており、それ故、多くの人が想定していたよりも早く完全雇用に達したというのが本当のところではないのか。成長率が高まらないのは、財政、金融政策が足りないからではなく、経済の実力そのものが低下しているためである。経済が完全雇用に達した後、継続的に高い成長を可能にするには、潜在成長率そのものを改善せざるを得ず、財政政策や金融政策はむしろ逆効果であり、唯一、効果を発揮するのは規制緩和などの成長戦略である。

■ 2. 潜在成長率は0.3%まで低下

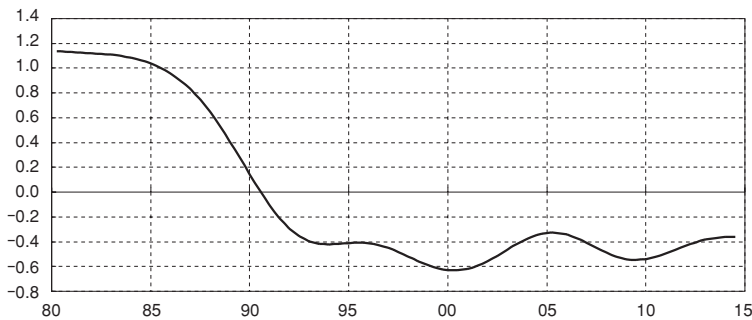
潜在成長率や需給ギャップの水準を把握することは極めて重要である。従来、筆者は2012年度GDP確報を前提に潜在成長率を推計していたが、本稿では、最新の2013年度の

(図1) 潜在成長率 (前期比年率、%)



(出所) 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

(図2) 労働投入 (トレンド、前期比年率、%)



(出所) 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省より、BNPパリバ証券作成

GDP確報を用いた新たな推計結果をご紹介します。推計はコブ・ダグラス型の生産関数に基づいており、結論を先に言うと、2010年度以降（2010～2013年度）の潜在成長率は0.3%と従来の推計結果（2010～2012年度）と変わらなかった。ゼロ成長に一段と近づいているのではないかと懸念していたが、2013年度までは何とか低下は避けられている。ただ、1980年代に平均4.4%だった潜在成長率が、1990年代に1.9%、2000年代は0.7%まで低下した後、2010年代以降も0.3%と低迷している事実が変わりはなく、アベノミクスの健闘空しく、今のところ低下傾向を反転させるには至っていない。また、2013年度のデータが加わったことで、2010年代前半の趨勢も見えてきた。

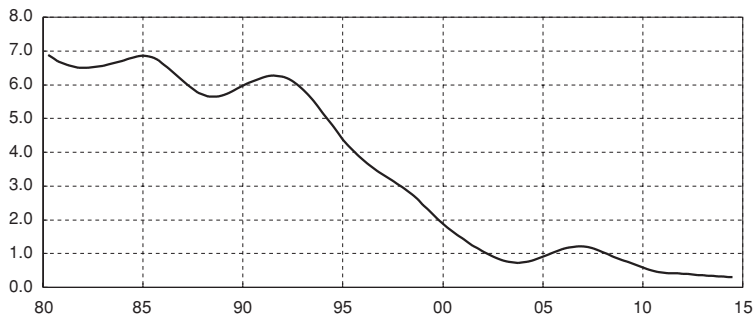
以下、コブ・ダグラス型の生産関数を構成する3つの要素、①労働投入（時間ベース）、②資本蓄積（資本投入）、③イノベーション（全要素生産性、TFP）の寄与を確認する。まず、労働投入の伸びは、2010年代がマイナス0.4%（寄与はマイナス0.3ポイント）と、従来の

(図3) トレンド成長率の内訳 (年率、%)

	トレンド成長率						
	生産性	資本投入		労働投入		寄与	
1980年代	4.4	1.8	6.4	2.0	0.9	0.6	
1990年代	1.9	0.8	4.5	1.4	-0.4	-0.3	
2000年代	0.7	0.7	1.1	0.3	-0.5	-0.3	
2010年代	0.3	0.5	0.4	0.1	-0.4	-0.3	
FY 2009	0.3	0.6	0.8	0.2	-0.7	-0.5	
FY 2010	0.3	0.6	0.6	0.2	-0.6	-0.4	
FY 2011	0.3	0.5	0.5	0.1	-0.5	-0.3	
FY 2012	0.3	0.4	0.4	0.1	-0.3	-0.2	
FY 2013	0.3	0.4	0.3	0.1	-0.2	-0.2	

(出所) 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

(図4) 資本投入 (トレンド、前期比年率、%)

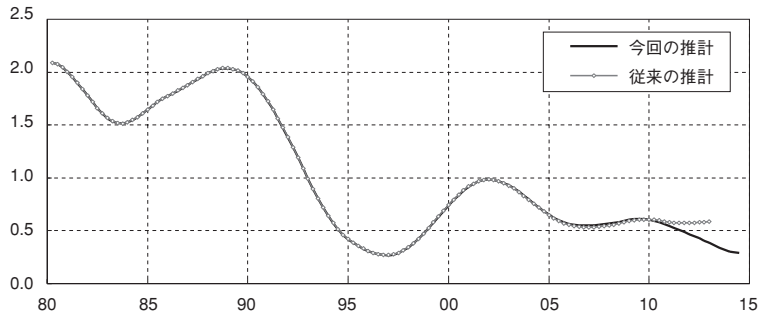


(出所) 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省より、BNPパリバ証券作成

推計結果 (伸びはマイナス0.5%) からわずかに上昇していた。大規模財政で高成長となった2013年度に労働力の伸びが高まり、そうした循環的影響が完全に除去できていない可能性もあるが、それだけでなく、団塊世代が60歳になった際 (2007~2009年度)、強く現れていた労働時間の減少ペースが2010年代に入って和らいでいることも影響している (団塊の世代の一部は、嘱託への移行など労働時間の短い労働者として2014年まで就業を続けた)。

振り返ると、労働投入は、1980年代の平均0.9% (寄与は0.6ポイント) から、1990年代にマイナス0.4%と減少に転じ (寄与はマイナス0.3ポイント)、2000年代にはマイナス0.5% (寄与はマイナス0.3ポイント) と減少ペースが加速したが、2010年代は今のところマイナス0.4% (寄与はマイナス0.3ポイント) と、少なくとも減少ペースは加速していない。今後も労働投入の成長への寄与がマイナスであることに変わりはないが、人口動態や労働時間のトレンドから判断すると、成長抑制効果が一段と強まっていくことにはならないと思われる。

(図5) 全要素生産性 (トレンド、前期比年率、%)



(出所) 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省より、BNPパリバ証券作成

資本投入（資本蓄積）については、従来の推計から結果は変わっていない。1980年代が平均6.4%（寄与は2.0ポイント）、1990年代が4.5%（寄与は1.4%）、2000年代が1.1%（寄与は0.3ポイント）、2010年代は0.4%（寄与は0.1ポイント）である。問題は、資本投入の伸びの低下傾向が2010年度以降も続いていることである。2009年度は0.8%だった伸びは、徐々に低下し、2013年度は0.3%まで悪化している。この傾向が変わらなければ、当然にして2010年代の資本投入の伸び、潜在成長率への寄与はさらに低下する。労働力のマイナス寄与を補うべく、資本投入が増えることが期待されていたが、むしろ資本蓄積は一段と低迷しているのである。

イノベーション（技術進歩）に対応するTFP（全要素生産性）についても、従来の推計結果から変わっていない。80年代が平均1.8%（寄与も1.8ポイント）、1990年代が0.8%（寄与も0.8ポイント）、2000年代が0.7%（寄与も0.7ポイント）、2010年代は0.5%（寄与も0.5ポイント）である。ただ、資本蓄積と同様、2010年度以降もその低下傾向は変わらず、2009年度に0.6%だったものが2013年度には0.4%まで低下している。従来の推計で、TFP伸び率は比較的安定していたのだが、今回の推計では2011年頃から低下している。この点は非常に気になる。

■ 3. 成長戦略の効果が現れないのはなぜか

安倍政権のみならず、歴代政権も成長戦略を掲げ、その達成には少なからぬ政治資源（political capital）を投入してきた。にも拘わらず、TFPの伸び率はむしろ低下し、（それ故、資本収益率の低下が続き）資本蓄積が一段と低迷を続けているのはなぜか。それが本稿の

後半のテーマである。筆者の回答は、歴代政権が行ってきた政策の中には、むしろTFPを損ない、資本蓄積を阻害する政策が少なくなかった、というものであるが、もう1つあまり論じられてない重要な要因がある。それは、東日本大震災の影響であり、それが実態以上にTFPの過小推計につながっている可能性がある。まず、その点を説明する。

0.6%程度で安定していたTFPの伸びが2011年頃から低下しているのは、東日本大震災に伴う原発停止が見かけ上（統計上）、影響しているというのが筆者の仮説である。見かけ上あるいは統計上というのは、実際に低下しているのは、TFPではなく資本投入の伸びだと考えられるためである。計算上、TFPの寄与は潜在成長率から労働投入と資本投入の寄与を除いたものとして推計されるが（それ故、TFPは残差、residual！とも呼ばれる）、資本投入の伸びが過大評価されると、残差であるTFPの伸びは統計上、低下する。

周知の通り、東日本大震災後、全原発が停止し、現在でも再稼働の目処が立っているのは一部に留まる。事故が起こった原発だけでなく、老朽化した原発については、今後、厳しい審査を経たものでなければ、多くが廃棄される可能性が高い。しかし、今のところ、これらの原発は資本ストック統計などから除去されていない。むしろ、原発に代わって増設された火力発電や再生可能エネルギーの発電設備が加わることで、東日本大震災後、同部門の資本ストックの伸びは高まっている。一方、経済全体の付加価値のトレンドは変わっていないため、資本ストックの伸びが過大に評価されると、統計上、残差であるTFPの伸びは過少に推計される。真のTFPの伸びは、2010年代以降、それほど低下していないのではないだろうか。もちろん、役に立たなくなった資本ストック（過剰ストック）を抱えているから、TFPが低迷しているという解釈も可能だが、実際に生じたのは震災による原発停止で資本ストックの伸びがさらに低迷したことである。

■ 4. 政策の不適切な介入が潜在成長率の改善を阻害

しかし、この要因を考慮するとしても、成長戦略に歴代政権が政策資源を投入してきたのであれば、TFPの伸びはもう少し改善していてもよいのではないか。TFPの伸びが高まらなければ、資本収益率も高まらず、資本蓄積も活発化しない。既に結論は触れたが、この点に関する筆者の仮説は、政府の不適切な介入によって、TFPの改善が阻害され、その結果、資本蓄積も滞り、潜在成長率が思うように高まっていないというものである。冒頭で論じた、ここ数年の極端な金融政策や財政政策も、不適切な政府介入の代表例である。

例えば、潜在成長率の7倍となった2013年度の2.1%の高成長は、消費増税前の駆け込

みも影響しているが、最も大きな要因は、10兆円を超える2012年度補正予算である。拡張財政で成長を高めてもそれは将来の所得を単に先食いするだけであり、効果は一時的である。しかし、問題はそれだけではない。公共投資によって牽引されたということは、それは生産性上昇率の最も低い産業に経済資源を投下したことを意味する。政府が主導し、生産性上昇率の低い分野に経済資源を投入すれば、付加価値が一時的に増えるように見えても、反対にTFPの改善に悪影響をもたらし、潜在成長率の回復を阻害する。振り返ると、大規模な追加財政は90年代に繰り返された後、2000年代の小泉時代に停止されたが、リーマンショックのあった2008年度以降、再開され、今に至る。

もちろん、民間部門のTFPや資本蓄積を促すタイプの公的投資も理論上はあり得る。地方圏での公的投資が優先されてきたため、大都市圏では社会インフラは不足がちで、経済全体の生産性を高める公的投資は現実にも存在する。しかし、政策の現場では、引き続き「東京一極集中の是正」が唱えられ、地方への財政資金のバラ撒きを中心とした「地方創生」が幅を利かせているのが現実である。議会制民主主義の下での政治過程においては、TFP改善に効果のある政策は行われず、成長戦略の一環として行われるのは、TFPを阻害する政策ばかりというマーフィーの法則が支配しているようにも見える。

■ 5. 2000年代半ばの超円安政策の失敗

2000年代半ば以降の、超金融緩和やそれに付随する超円安がTFPの改善や資本蓄積を阻害した、というのも筆者の長年の仮説である。2000年代半ばに、欧米のバブルや超円安の下でしか採算の取れないような資本蓄積が、輸出セクターとりわけ電機セクターなどの加工組立分野で積極化された。そのような環境で進められた資本蓄積は、実行されている局面では、成長率を高めているように錯覚されたが、後になってみれば、収益性の低い過剰投資であったことは、誰の目から見ても明らかである。リーマンショックの後、決して行き過ぎとは言えない円高の下で、産業界に激震が走ったのは、超円安の下で過剰設備や過剰雇用が蓄積されていたからに他ならない。このことは、単に製造業のTFPや長期的な資本蓄積を阻害しただけでなく、本来、経済資源が向かうはずであった非製造業の成長機会を損なったという点からも、潜在成長率の足枷となった。

懸念されるのが、電機セクターで当時の過剰ストックの調整がようやく終了したところに、当時以上に極端な円安政策が推進されている点である。今後、仮に輸出企業が国内で生産能力を高めるべく資本蓄積を進めれば、それは1973年初頭に匹敵する超・超円安の下

でしか採算の取れないビジネスを国内で展開させるということの意味する。人件費の高い日本で、生産工程を増やして、それが一体、長期的な成長につながると考えているのだろうか。「もの作り」至上主義も本当に考えものである。

問題はそれだけでは終わらない。前述した通り、経済が完全雇用の領域に入り、当時以上に労働需給が逼迫しているため、国内における輸出セクターの経済活動の活発化は、非製造業の経済活動を抑制し、同部門から生まれる可能性のあった成長分野の出現を阻害する。成長戦略を掲げながら、TFPを引き下げ、収益性の低い投資プロジェクトを助長し、結果的に資本蓄積を阻害する行動を取っていることが理解されていない。超・超円安の誘惑に輸出セクターが惑わされないことを願うばかりである。

多くの場合、政府介入が資源配分の効率性を歪め、大なり小なり、潜在成長率の改善を阻害するリスクを抱えるが、それでも裁量的なマクロ安定化政策の発動が一般に容認されているのは、経済に大きなスラックが残存する場合、未稼働資源が利用されないことの弊害がより大きいと考えられるからである。しかし、経済が完全雇用の領域に達した段階では、そのようなメリットは存在しないため裁量的なマクロ安定化政策といえども、行うべきではない。潜在成長率に悪影響が及ぶだけである。

まさか、デフレ脱却のためであれば、潜在成長率に悪影響が多少及ぶのは止むを得ないと考えているのだろうか。日銀法2条では、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」が金融政策の理念とされている。「国民経済の健全な発展」とは、潜在成長率の改善に他ならず、完全雇用の領域でアグレッシブな金融緩和を行うことは、日銀法が謳う金融政策の理念に反するのは明らかである。

■ 6. 既存企業を利する政策は潜在成長に悪影響

歴代政権が採用する成長戦略についても、実は問題なしとは言えないものが少なからずある。言うまでもなく、成長戦略の王道は、規制緩和である。規制緩和を行うことで、自由な経済活動を可能にし、一人一人の創意工夫を発揮させることで、TFPが高まる。同時に、資本収益率が向上し、資本蓄積も促され、潜在成長率が高まっていく。しかし、成長戦略の中に、特定のタイプの産業や企業に恩恵をもたらすものが散見されはしないだろうか。実は、それは単なる保護主義であり、潜在成長率の改善をむしろ阻害する。

あまり理解されていないが、特定の産業や企業がメリットを享受する場合、そのメリットの原資は、広く薄くその他の経済主体に課せられる。正確に言うと、消費者（国民）に

広く薄く課せられ、その分、消費者は支出を抑制するから、他の産業や企業は保護主義の原資を直接負担させられていない場合でも、間接的にダメージを被る。ある特定の産業や企業を利する政策は、大なり小なり、対象となっていない企業の足を引っ張るのである（なお、2015年度税制改正では是正された租税特別措置もまさにこの手の政策であり、法人税の実効税率引下げの原資として縮減されたことは大変望ましい）。

とりわけ、既存の企業がサポートを受けると、新たに参入しようとしている企業には大きなハードルになる。日本で退出が少なく、新規参入が少ないのは、既存企業が、税制や金融支援などで様々なサポートを受ける結果、新規参入者のハードルを高めていることが影響している。新たに生まれる企業の出現が阻害され、成長企業が誕生しないため、真のダメージを把握しづらいが、まさにそのことが、TFPと資本蓄積を阻害し、潜在成長率の改善の足を引っ張っている。

既存の産業や企業を利するプロ・ビジネス政策は反・成長戦略であり、新規参入を促すプロ・マーケット政策こそが潜在成長率の改善につながる。成長戦略のつもりが反・成長戦略になっていないか、今一度全ての政策を再検討する必要がある。特定の産業や企業を利する政策は、不適切な政策だとまず考えてよい。 ▮