

2017年1月10日  
三井住友アセットマネジメント  
シニアエコノミスト 渡邊 誠

エコノミスト便り

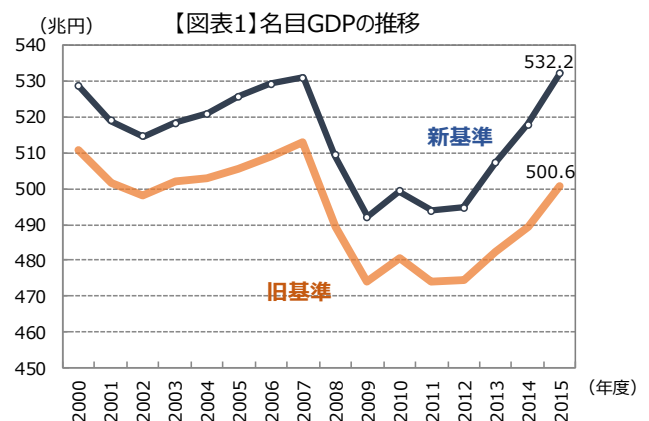
## 【日本経済】潜在成長率は果たしてどの程度か？

～暫定的な推計だが足元 0.6%程度～

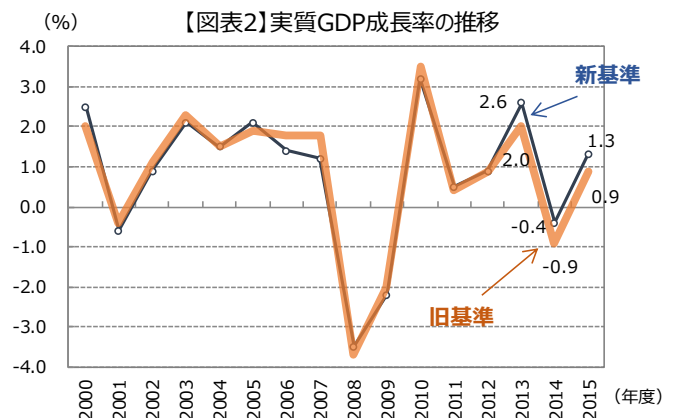
- 2008年基準のSNAに即して推計した潜在成長率は足元0.6%となった。内閣府や日銀が旧基準のSNAに即して推計した結果（0.2～0.4%）と比べて0.2～0.4ポイント高い結果である。
- 資本投入の寄与の高まりなどで、2018年にかけて潜在成長率は0.7%へと高まると見られる。
- ただし、2020年にかけては人手不足が制約になり、潜在成長率が再び低下する可能性がある。

12月8日、2016年3Q GDP（二次速報）の公表にあわせて、SNA（国民経済計算、一般にGDP統計）の基準改定（従来1993年基準から今回2008年基準）やデータの年次改定が行われた。これにより、研究開発費が新たに設備投資に算入されたことなどで名目GDPの水準が旧基準と比べて大きく切り上がったほか（図表1）、2013～2015年度のGDP成長率について、平均で年0.7%から年1.2%へ0.5ポイントも上方改定された（図表2）。アベノミクスが始まった後の経済のパフォーマンスが従来見ていたよりもだいぶ堅調だったということが一つの重要なインプリケーションであるが、もう一つ、ここから示唆される重要なインプリケーションは、潜在成長率そのものが従来想定（日銀、内閣府の推計値では0.2～0.4%）されていたよりも高い可能性である。0.2%程度の潜在成長率の下で、2013年度～15年度まで平均1.2%成長が続いたなら、この間、累計で3ポイントもの大幅なGDPギャップの改善が生じていたはずであり、そうであれば物価上昇圧力はもっと高まっていてもおかしくなかった。こうした疑問に答えるため、今回、2008年基準のSNA（以下、2008SNA）に則して潜在成長率を推計した。

推計は、内閣府や日本銀行の手法を参考に、コブ＝ダグラス



(注) データは2000年～2015年。  
(出所) 内閣府のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成



(注) データは2000年～2015年。  
(出所) 内閣府のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

型の生産関数をベースに行った(図表3)。ただし、現時点で推計に必要な2008SNAに対応した資本ストック統計などが公表されていないほか、1993年以前の時系列データが未公表であるため、①資本ストックについては、研究開発投資の資本ストックへの反映方法に関する諸外国の事例を分析した先行研究の手法を参考に推計、②1993年以前の系列については一定の仮定を置いた上で93SNAから推計、するなど、筆者が適宜推計して補完した。

このため、暫定的な推計であり、結果は多少の幅をもって解釈する必要はあると思うが、新たに推計した日本の潜在成長率は、足元で0.6%となった(図表4)。日銀や内閣府が旧基準のGDPに則して推計した潜在成長率(0.2~0.4%)と比べて0.2~0.4ポイント高い結果である。0.6%の潜在成長率のうち、全要素生産性の寄与(技術革新やそれによって引き起こされる労働や資本の質的向上、生産の効率性など)が0.3ポイント、労働投入の寄与が0.1ポイント、資本投入の寄与が0.2ポイントであった。

潜在成長率の動きを時系列で見ると、1990年代半ばに2%前後であった潜在成長率は、労働投入や資本投入の鈍化を背景に1990年代末には1%程度まで低下、2000年代後半には全要素生産性の鈍化などから0%台前半で低迷した(図表5)。ただし、その後、2010年代に入ると、資本投入、労働投入の伸びの高まりで、2016年にかけて0.6%まで上昇している。特に2015-2016年については労働投入の寄与がプラスに転じている。因みに、今後については、2014年度以降の研究開発投資の増加などが寄与することで、2018年頃にかけて潜在成長率は0.7%へと高まると見られる。

冒頭で2013~2015年度のGDP成長率の実績が上方修正されたと述べたが、一方で上述の通り、潜在成長率も従来想定されていたよりも高いという結果になったため、この間、GDPギャップも改善こそしたものの、やはり3年間で3ポイントもの大幅な改善とはならなかった。ゆえにインフレ圧力も限られたということだろう。とはいえ、筆者の推計では、2016年3Q時

【図表3】内閣府の潜在GDPの推計方法

コブ・ダグラス型生産関数を想定し、現実成長率を資本、労働、ソロー残差としての全要素生産性に分解する。定式化は①のとおり。

$$Y=A(KS)^\alpha(LH)^{(1-\alpha)} \dots ①$$

ただし、Y：生産量(実質GDP)、A：TFP(全要素生産性)、KS：資本投入量(K：資本ストック、S：稼働率)、LH：労働投入量(L：就業者数、H：労働時間)、 $\alpha$ ：資本分配率(0.33を仮定)。

①式の両辺をLHで割り、対数変換すると、②式を得る。

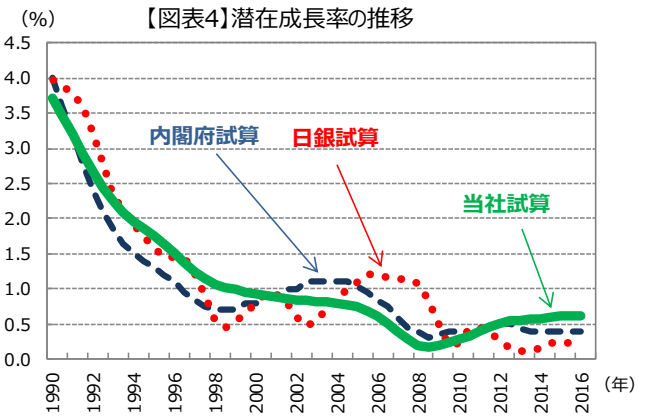
$$\ln(Y/LH) = \ln A + \alpha \ln(KS/LH) \dots ②$$

②式に現実の資本・労働投入量等を代入してAを求め、HPフィルター(統計的手法)により平滑化した値を全要素生産性として使用する。これに資本と労働の潜在値を加えると、③式により、潜在GDPが求められる(変数の右上の\*は潜在)

$$\exp[\ln(Y^*)] = \exp[\ln A + \alpha \ln(K^*S^*) + (1-\alpha)\ln(L^*H^*)] \dots ③$$

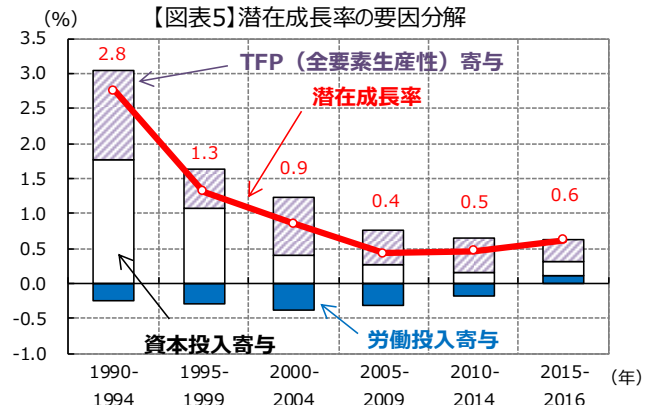
(注) 内閣府「日本経済2011~2012」付注1-6より筆者が一部加工して引用。  
(出所) 内閣府の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表4】潜在成長率の推移



(注) データは1990年上半期~2016年上半期。半期データ。  
(出所) 内閣府、日本銀行、各種データを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表5】潜在成長率の要因分解



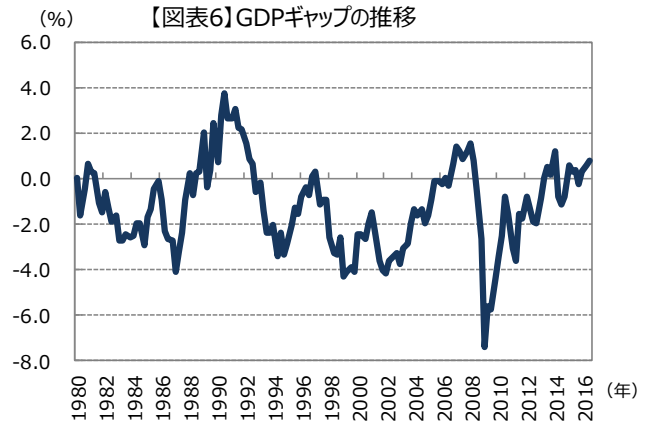
(注) データは1990年~2016年、各期間の平均値。推計は当社。  
(出所) 各種データを基に三井住友アセットマネジメント作成

点で GDP ギャップ（＝（実際の GDP－潜在 GDP）/潜在 GDP）は 0.8%とプラスであった（図表 6）。今回の潜在 GDP の推計は暫定的なものであるため、GDP ギャップについても幅をもって解釈する必要があるが、経済に余剰な生産・労働資源は殆ど残されていないことは確かであろう。

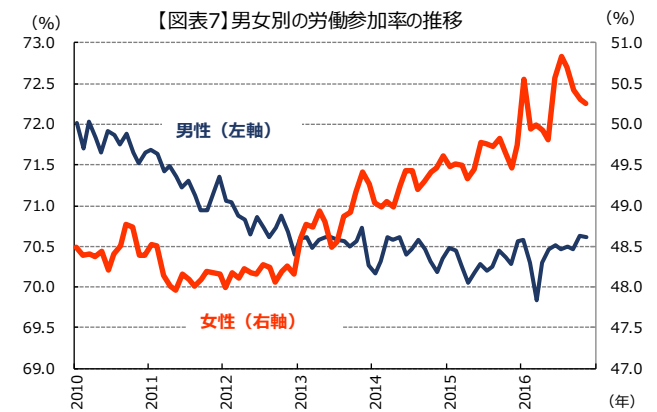
さて、今回、潜在 GDP を推計して非常に興味深かった点の一つは、2010 年代に入り、潜在成長率が上昇していたということだが、その背景が労働投入の伸びの高まりであった点も非常に興味深い。12 月 7 日付エコノミスト便り『[人手不足は経済の足枷となるのか？](#)』でも述べた通り、アベノミクス後、潜在成長率を上回る成長が続く中、女性を中心に労働参加の動きが続いたことで、この間の雇用の逼迫が避けられた面があったが（図表 7）、こうした女性を中心とした労働参加が続いたことで、潜在成長率そのものも高まったということである。

だからこそ、政府は働き方改革に政策の力点を置き、労働参加率を高め、労働投入を押し上げることで、潜在成長率を高めようとしている、あるいは、潜在成長率の低下を食い止めようとしているのであろう。生産関数の考え方に基けば、潜在成長率を高めるには、労働投入の伸び、資本投入の伸び、全要素生産性の伸びのいずれか、あるいは全てを持続的に高める必要がある。しかし、政府の成長戦略で全要素生産性の伸びを高めることができるかどうかは不確実で、簡単ではない。企業の設備投資も政府からすれば必ずしも期待に沿ったものではなかったろう。それゆえ、残る労働投入の伸びを高める政策に軸足を置き始めたのだと見られる。

ただし、前述のエコノミスト便りでも述べた通り、あと 2～3 年程度は労働参加率の上昇で人手不足の深刻化を食い止めることができても、労働参加率を永遠に高めることはできないため、その後は限界にぶつかる。一人あたりの労働時間を増やすという手もあるが、それも簡単ではないだろう。労働参加率の引上げが限界に達すれば、労働力人口の伸びは生産年齢人口の伸びとほぼ一致する。つまり、労働投入の伸びのトレンドは潜在成長率に対してマイナス寄与となる。そうなれば、潜在成長

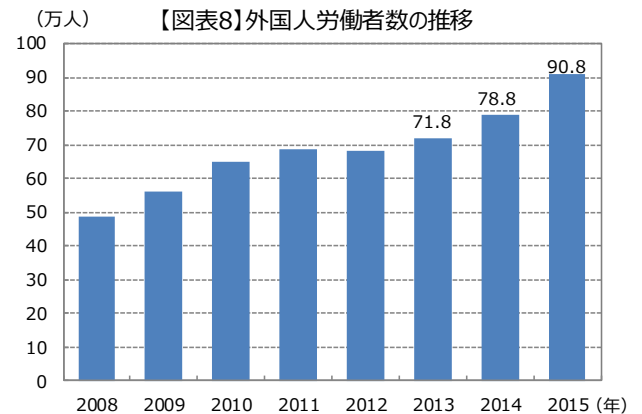


(注) データは1980年1Q～2016年3Q。当社推計値。  
(出所) 各種データを基に三井住友アセットマネジメント作成



(注) データは2010年1月～2016年11月。季節調整値。  
(出所) 総務省のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

率が再び低下する可能性がある。それゆえ、政府は女性や高齢者の労働参加を促す一方で、外国人労働者にも門戸を開き始めているのだろう。実は、外国人労働者の増加は既に始まっているのだが（図表 8）、これについては、稿を改めて述べたい。



(注) データは2008年～2015年。各年10月末時点。  
 (出所) 厚生労働省のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会