

調査レポート

日本経済ウォッチ(2015年8月号)

【目次】

- 1. 今月のグラフ..... p.1
 ~ 電力需要減少の背景: 関東地方を例に

- 2. 景気概況..... p.2
 ~ 持ち直しが一服している

- 3. 今月のトピック: 日本の潜在成長率について
 p.3~14
 - (1) 「失われた20年」における経済の低迷
 - (2) 経済成長が低迷した要因
 - (3) 成長力向上に向けた課題 ~ 労働投入
 - (4) 成長力向上に向けた課題 ~ 資本投入
 - (5) 成長力向上に向けた課題 ~ 生産性の向上

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎
副主任研究員 細尾 忠生
研究員 尾畠 未輝

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2
TEL: 03-6733-1070

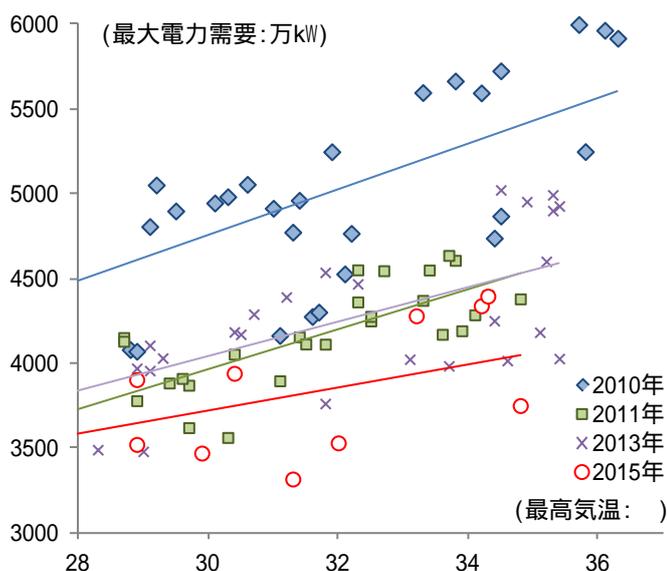
1. 今月のグラフ ～ 電力需要減少の背景：関東地方を例に

東日本大震災直後には電力需給のひっ迫が懸念されたことから、企業や消費者の節電意識が強まった。通常、電力需要は夏と冬に拡大するが、とくに夏場の電力需要は気温と密接な関係がある。関東の夏場の最大電力需要と最高気温の関係をみると、震災が起こる前の2010年と比べ、震災直後の2011年は政府による働きかけもあって同じ気温の日でも電力需要が下がった(図表1)。その後、猛暑だった2013年や今年も電力需要は下がったままであり、震災を機に節電が定着していることがわかる。こうした背景には、人々の節電意識が高まる中、LED電球や家電などで省エネ技術の優れた製品が徐々に普及したことがあるだろう。

一方、産業用が中心の大口電力でも震災を機に需要が大きく減っている。東京電力管内における7月および8月の大口電力需要の合計は、震災前の4年間(2007～2010年)では平均535.3億kWhだったが、震災後の4年間(2011～2014年)では平均462.8億kWhと、各年450～470億kWh程度の水準で推移している。基本的に、生産が増加すると大口電力の需要が増す。関東の夏場の大口電力需要(うち鉱工業用)と生産の関係をみると、震災後の方が同じ生産量での電力需要の水準が低く、ここでも震災後、節電が進んだことが分かる(図表2)。ただし、震災後に大口電力需要がそれほど拡大していない背景には、そもそも生産の水準が低いこともある。

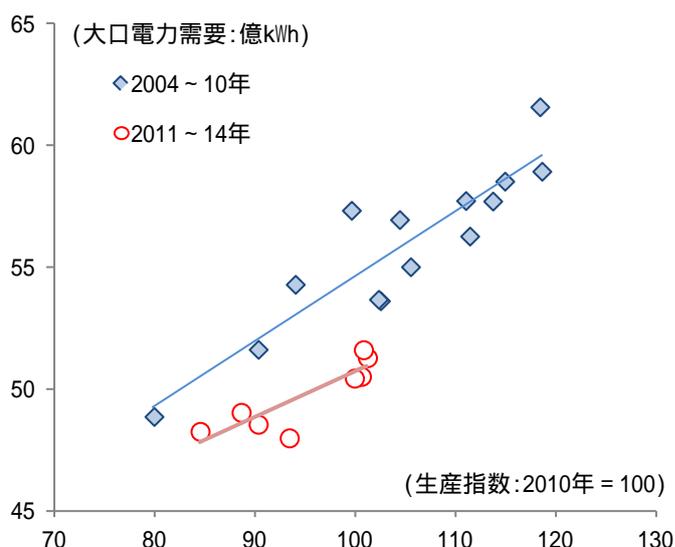
(尾島 未輝)

図表1：関東の最大電力と気温の関係



(注) 日次データ。7、8月の値(2015年は7月のみ)。直線は近似線。最大電力は東京電力管内、最高気温は東京。
(出所) 東京電力、気象庁

図表2：関東の大口電力販売量と生産の関係



(注) 月次データ。7、8月の値。直線は近似線。
電力販売量は東京電力管内、鉱工業計。
生産は関東経済産業局管内、鉱工業。
(出所) 電気事業連合会、経済産業省

2. 景気概況～持ち直しが一服している

景気は持ち直しが一服しており、いったん踊り場に入る可能性が高まっている。8月17日に発表される4～6月期の実質GDP成長率も前期比マイナスに転じると予想され、景気回復の足取りの重さを改めて確認することになるであろう。

弱さが目立つのが企業部門である。6月の鉱工業生産指数は前月比+0.8%と増加に転じたものの力強さに欠け、4～6月期では前期比-1.5%と3四半期ぶりに減少した。製造工業生産予測調査では7、8月は上昇する計画となっているが（7月は前月比+0.7%、8月は同+2.7%）このところ実績が下振れるケースが多く、横ばい圏内での動きが続く可能性がある。

生産低迷の背景にあるのが在庫調整圧力の強まりと輸出の弱含みである。在庫指数は需要の弱さを反映して自動車や一般機械類を中心に6月も上昇した。水準は2009年2月以来の高さに達しており、生産を抑制する圧力となっている。また、実質輸出は、6月は前月比+1.0%と増加したが、4～6月期でみると前期比-3.6%と弱い。昨年秋から今年初めまでは順調に持ち直していたが、足元では昨年夏の水準まで低下している。輸出が弱含んでいる原因としては、海外経済の拡大ペースが鈍っている可能性が指摘できる。実際、世界的な需要の減少を見込んで、原油をはじめとした国際商品市況が下落基調に転じている。

一方、引き続き堅調な経済指標もある。雇用情勢は良好な状態が維持されており、6月の完全失業率が3.4%と低水準にあるほか、6月の有効求人倍率は1.19倍と高い水準を維持している。労働需給のタイト化を受けて賃金も持ち直している。6月の一人当たり現金給与総額（速報値）は前年比-2.4%と急減したが、夏のボーナスを6月に支給する企業の比率が低下したこと原因であり、一時的な落ち込みと考えられる。ベアによる押し上げ効果が浸透しつつあり、所定内給与は同+0.4%と増加基調を維持している。

さらに、エネルギー価格の下落によって企業、家計のコスト負担が減少している。食品など円安の影響で上昇している品目があるものの、6月の消費者物価（全国）の伸び率は「生鮮食品を除く総合」で同+0.1%と小幅の伸びにとどまっている。

このように個人消費を取り巻く環境は改善傾向にあるものの、6月の家計調査における二人以上の世帯の実質消費支出（季節調整値）は前月比-3.0%と大きく減少し、4～6月期でも-3.2%と4四半期ぶりにマイナスに落ち込んだ。天候不順や消費者マインドの改善一服などが原因と考えられ、個人消費の持ち直しが一服している。

賃金の上昇や物価の安定が個人消費の下支え要因となることに加え、世界経済の回復に伴って輸出が緩やかながらも増加に転じると期待されるほか、企業業績の改善を受けて設備投資が増加基調を維持すると予想されるため、景気が失速するリスクは小さいだろう。しかし、景気はいったん踊り場に入る可能性が高いうえ、海外経済の回復テンポが鈍った場合には、さらに下振れる懸念がある。

（小林 真一郎）

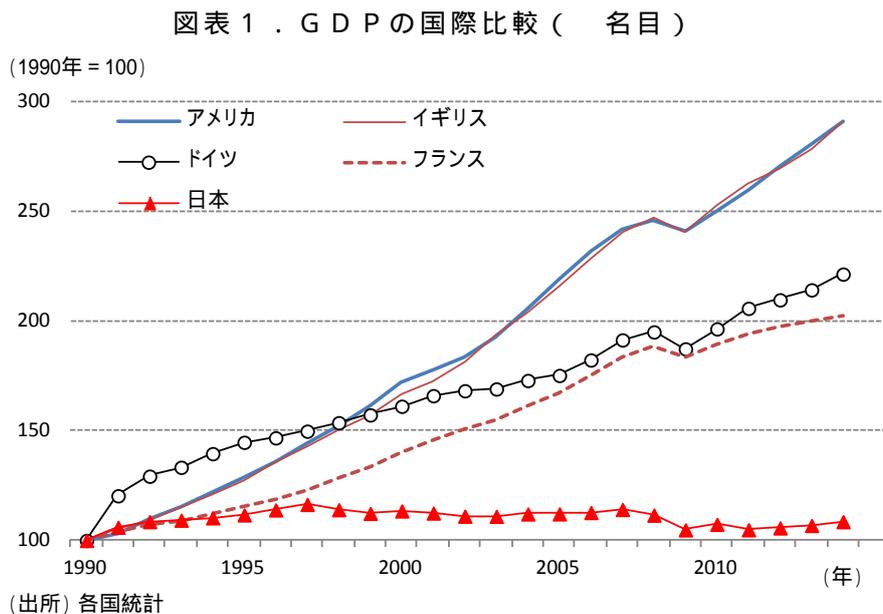
3. 今月のトピック：日本の潜在成長率について

アベノミクスの3本目の矢とされる成長戦略の重要性が指摘されている。この背景には、「失われた20年」と呼ばれる経済の長期低迷を克服し、日本経済の成長力を引き上げていくことが必要との問題意識がうかがえる。今回は、成長戦略の評価を考える際の基礎となる日本の潜在成長率について整理した。

(1) 「失われた20年」における経済の低迷

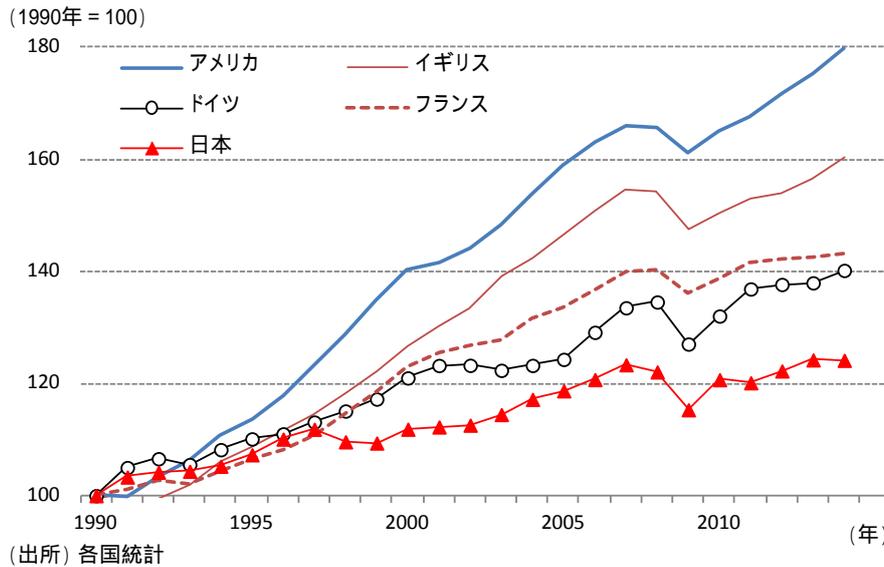
最初に、1990年から現在に至るまでの期間に、日本経済がどのような経済成長の軌跡を歩んできたのか、他の先進諸国と比較し整理しておこう。

まず、各国の経済規模を示す名目GDPの変化を1990年を起点にみると、アメリカでは四半世紀の間におよそ3倍近い水準に増加し、ドイツ、フランスでも2倍以上に増加したが、日本の名目GDPはほぼ横ばいにとどまった(図表1)。



日本経済が低迷し、経済規模がほとんど拡大しなかった背景には、後述する通り、同じ期間にデフレが進行したことがあったと考えられる。しかし、物価変動の影響を取り除いた実質GDPでも、日本経済の成長ペースは、他の先進諸国と比べ非常に緩慢なものにとどまっており、日本経済の潜在成長率が急速に低下していたことがうかがえる(図表2)。

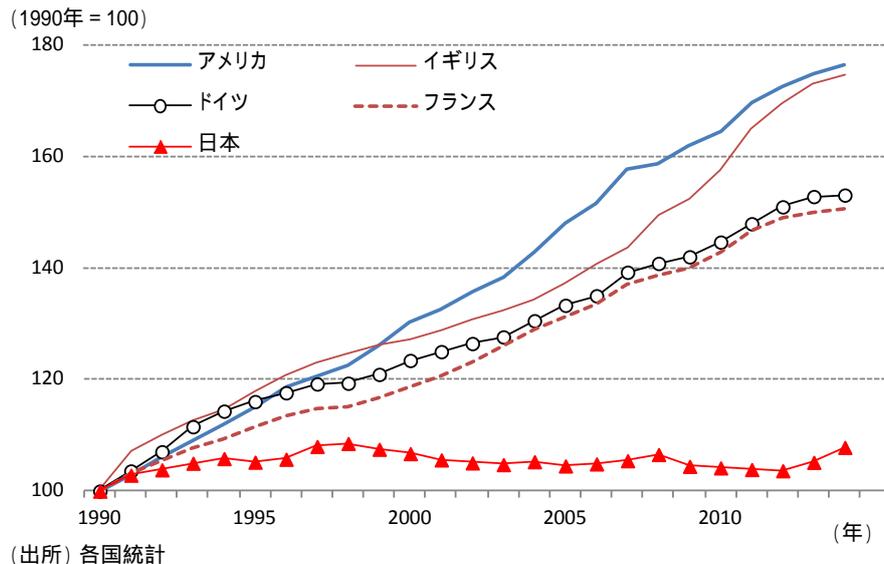
図表2 . GDPの国際比較 (実質)



デフレが経済成長に及ぼした影響をみるために物価の動きをみると、まず、日本の消費者物価はほぼ横ばいとどまっていたことが分かる (図表3)。

たしかに、他の先進諸国の物価は、安定したペースで上昇しており、このような、ほど良い物価上昇が日本で起きなかったことが、経済に悪影響をもたらしたとの主張も多く、緩やかな物価上昇を目的に、大胆な金融緩和策が実施されている。もっとも、金融緩和策によって、日本経済の実力である潜在成長率が引き上げられるわけではないだろう。

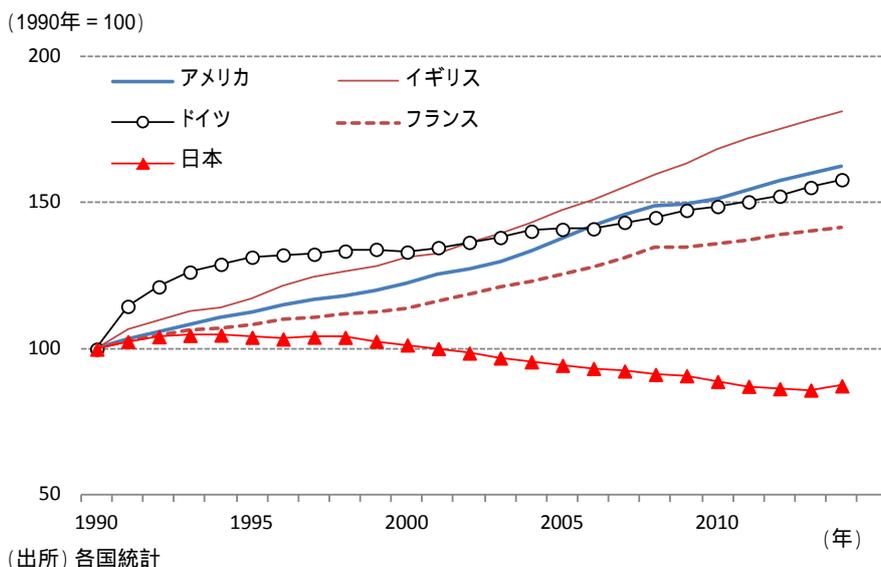
図表3 . 消費者物価 (国際比較)



一方、物価指標の中で下落が続いていたのが、GDPデフレーターである（図表4）。GDP統計の基礎となる国民経済計算体系において、支出面のGDPは、個人消費、設備投資、在庫投資、住宅投資、公共投資、輸出の総計から、輸入を差し引くことによって計測される。同様に、国民経済計算体系で物価動向を示すデフレーターについても、理論的には、各需要項目ごとのデフレーター上昇率から輸入デフレーター上昇率を差し引くことによって計測される（ただし、実務的には名目GDPと実質GDPの差分として計測されている）。

このような定義によって、輸入物価が上昇するとその分だけ、GDPデフレーターが下落する関係にある。ガソリン等の価格が高騰し、生活実感として物価が上昇しても、物価上昇の原因が、原油をはじめとした輸入物価の上昇にある場合には、GDPデフレーターは下落しデフレに陥る。消費者物価が横ばいにとどまっていた中で、GDPデフレーターが下落していた日本のデフレは、国内の物価下落の影響よりも、原油等の資源価格の上昇にともなう輸入物価の上昇よるところが大きく、大胆な金融緩和策よりも、資源価格の下落によって解消される側面があったといえる。

図表4 . GDPデフレーター（国際比較）

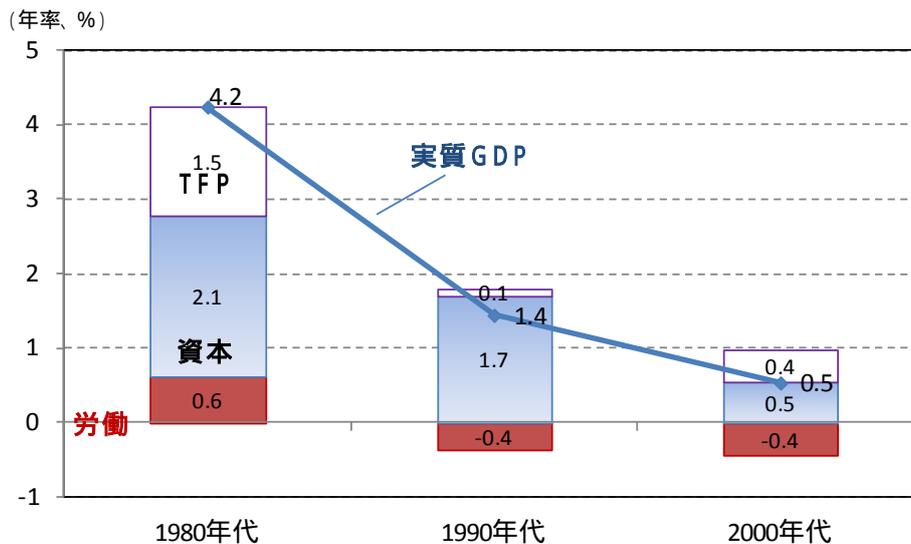


(2) 経済成長が低迷した要因

次に、経済の長期低迷の要因を探るために、経済成長を生み出す3つの要素(労働、資本、生産性)に経済成長を分解する成長会計の考え方にに基づき、日本を他の先進諸国と比較する。

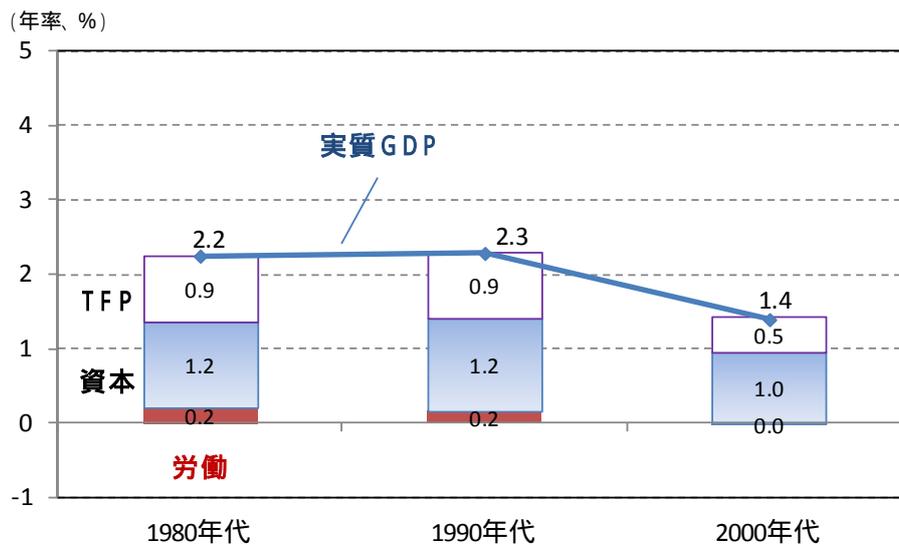
まず、日本についてみると、潜在成長率は1980年代には4%程度であったが、2000年代には0.5%程度まで急速に低下した。その背景には、労働投入の経済成長への寄与度がマイナスに転じたこと、TFP(全要素生産性)の上昇による成長の押し上げ寄与が急速に低下したことがあった(図表5)。

図表5 . 日本の潜在成長率



(出所) EU KLEMS

図表6 . 先進国の潜在成長率(米英独仏の平均値)



(出所) EU KLEMS

次に、日本以外の先進国の潜在成長率を、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスの平均値でみると、1980年代には日本より低かったが、90年代についても、80年代と同様に2%程度の潜在成長率を維持して日本の潜在成長率を上回り、2000年代にわずかに低下したものの、依然として日本を1%ポイント程度上回っている（図表6）。この背景には、移民の受け入れ等により労働投入の減少を回避していることや、IT投資等の資本投入を拡大させていること、生産性を持続的に改善させていることが読み取れる（図表6）。

日本と他の先進国との成長率格差の要因を定量的に整理したのが図表7～8である。1990年代には他の先進国と比べ、労働投入とTFPがそれぞれ0.5%ポイント、0.8%ポイント日本の潜在成長率を下押しした。また、2000年代には、他の先進国と比べ、労働投入と資本投入がそれぞれ0.4%ずつ潜在成長率を下押ししていたことが分かる。

図表7．日本と他の先進国との成長格差（内訳）～ 1990年代
（%ポイント）

	実質GDP	労働	資本	TFP
：日本	1.4	-0.4	1.7	0.1
：日本以外の先進各国	2.3	0.2	1.2	0.9
- ：成長格差	-0.8	-0.5	0.5	-0.8

図表8．日本と他の先進国との成長格差（内訳）～ 2000年代
（%ポイント）

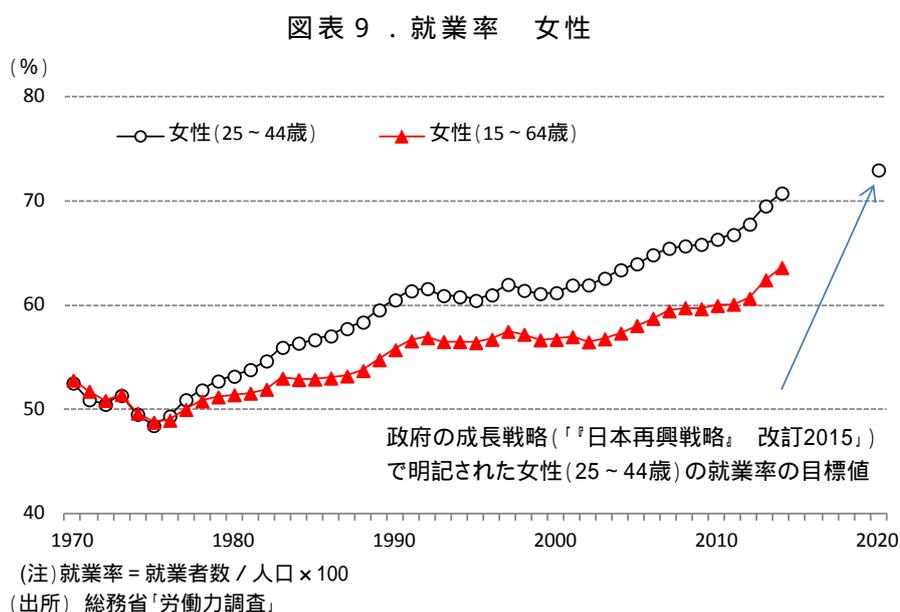
	実質GDP	労働	資本	TFP
：日本	0.5	-0.4	0.5	0.4
：日本以外の先進各国	1.4	0.0	1.0	0.5
- ：成長格差	-0.9	-0.4	-0.4	0.0

今後、日本経済の潜在成長率を上げていく上での課題をみるために、次項から、経済成長の3つの源泉である、労働投入、資本投入、生産性の改善について、現状と今後の展望を整理する。

(3) 成長力向上に向けた課題 ～ 労働投入

最初に、日本経済の労働力について整理する。まず、人口のうち働く人の割合を示す「就業率」の動向を性別、年齢別にみてみよう。

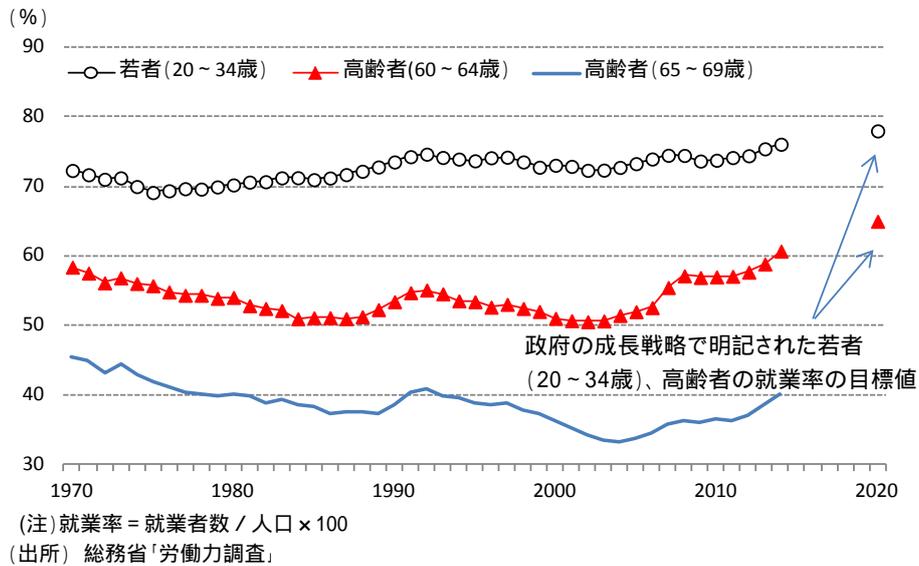
女性の就業率は2000年ごろを境に上昇傾向が続いている(図表9)。政府が策定した成長戦略(『日本再興戦略』改訂2015)では、出産適齢期の女性が、産前産後に離職することによって、当該年齢層の就業率が低下するM字カーブを解消していくことを念頭に、25～44歳の女性の就業率を2020年に73%に引き上げるとの目標が定められている。当該年齢層の女性の就業率はこのところ上昇傾向を示しており、政府目標の達成が視野に入っている。



若者は、厳しい雇用環境に直面していることが懸念されており、政府の成長戦略においても、20～34歳の就業率の目標値が定められている。ただし、全体的にみると、若者の就業率そのものは高水準で推移しており、このところ小幅ながら上昇する動きもみられる。近年、先進各国で、若者の就業率が顕著に低下し各国で問題化しているが、日本では、若者の就業率はまだ高水準にあり、政府目標の達成も見込まれる(図表10)。今後は、雇用の量的な側面だけでなく、職務を通じた能力向上の機会の確保等、企業の競争力を損なうことなく若者の雇用の質を向上させていくことが必要であろう。

高齢者の就業率は、高齢者雇用の大半を占めてきた自営業者が減少していることにより、低下傾向が続いてきた。しかし、近年、一部の企業において、技能継承を目的に高齢者雇用に積極的な動きがみられること、2013年度から65歳定年制への段階的な移行を定めた「改正高年齢者雇用安定法」が施行されたこと等を受けて、企業の高齢者雇用が広がり始めており、高齢者の就業率が上昇に転じている。このため、高齢者の就業率目標を定めた成長戦略の目標達成も視野に入っている(図表10)。

図表 10 . 就業率 若者、高齢者



このように、女性、若者、高齢者といった、多様な働き手の就業率が上昇している。それでは、このような就業率の上昇が、労働力の拡大を通じて、潜在成長率の上昇にどの程度寄与するのだろうか。

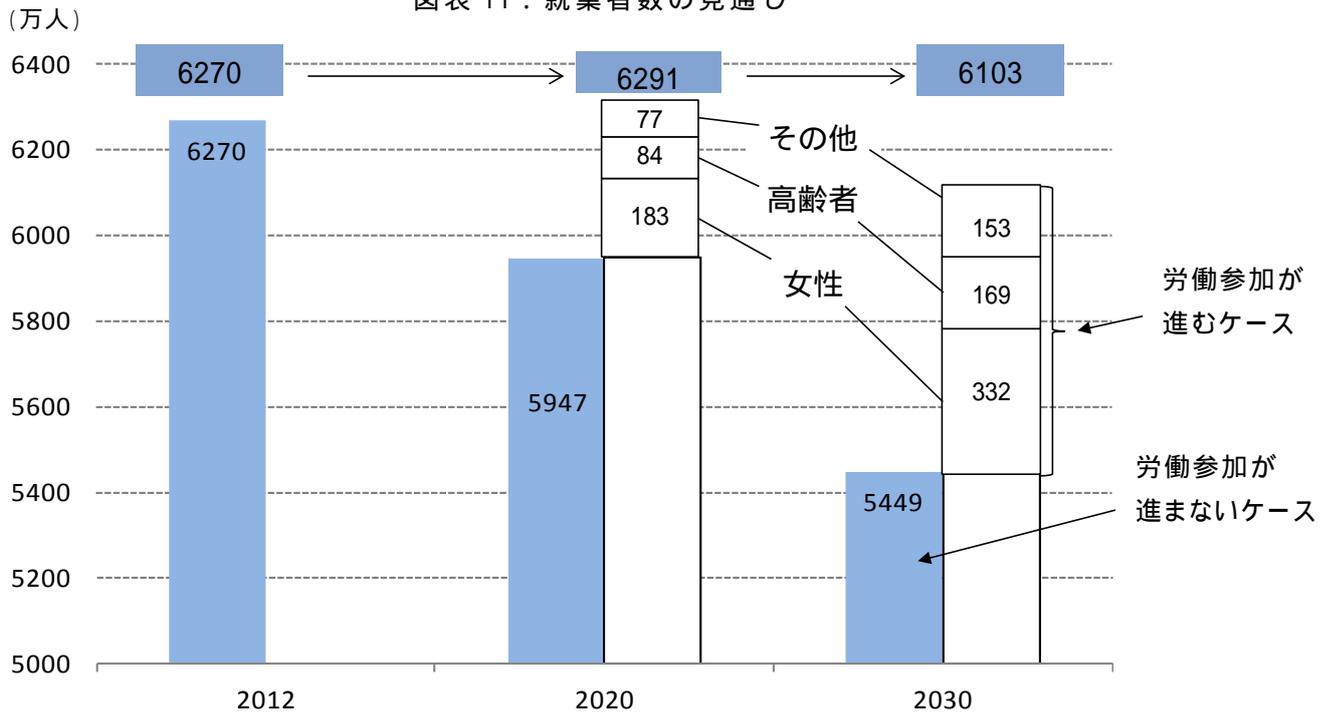
まず、政府が公表している労働力需給推計を確認すると、女性、若者、高齢者の労働参加が一段と進む楽観的なケースにおいても、2020年にかけて就業者数は横ばいにとどまり、その後2030年にかけて減少することが見込まれている（図表11）。

これは、就業率が上昇しても、分母である人口が、就業率の上昇を上回るペースで減少していくため、就業「率」の上昇が就業者「数」の増加に結びついていないことを示している。

次に、就業者数の見通しに基づき、労働投入による潜在成長率への寄与度を計算すると、労働参加が進む楽観的なケースでも、労働投入の寄与度は、マイナス幅が縮小する程度にとどまり、潜在成長率を抑制する要因となってしまうと見込まれる（図表12）。

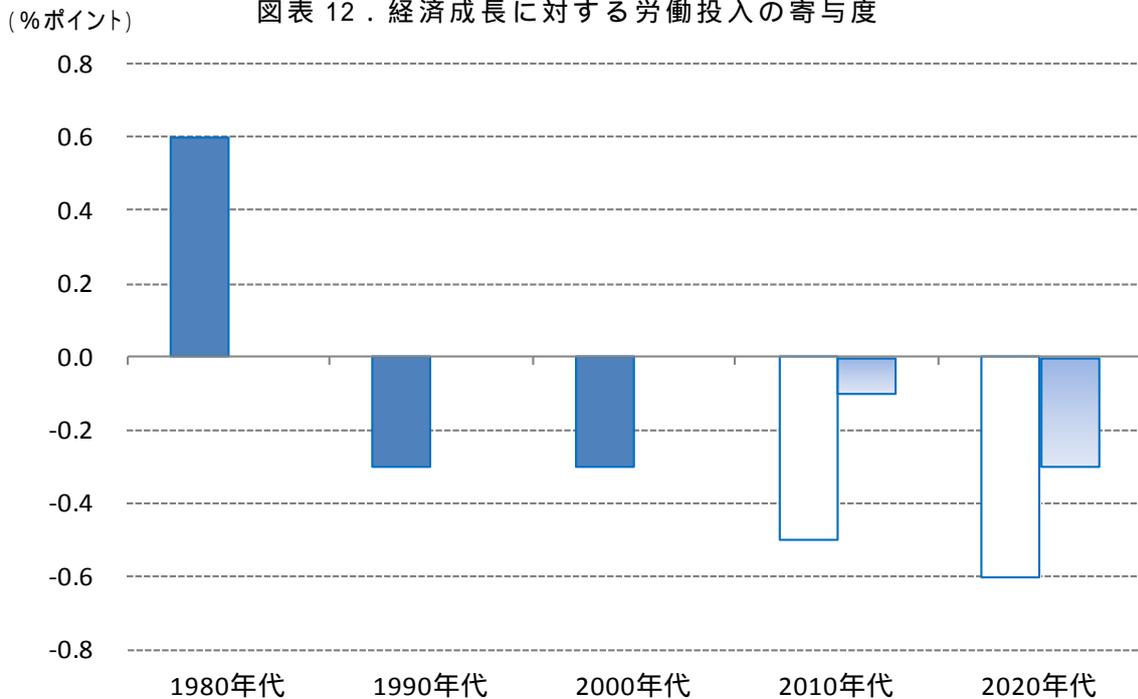
女性、若者、高齢者が働きやすい環境を整備することによって、これらの人々の就業率を引き上げていくことが重要であることは言うまでもない。しかし、政府の狙い通りに就業率が上昇しても、人口減少による下押し効果を和らげる程度の効果しか見込めない。いわば、多様な働き手の労働参加を促進していくことは、日本の潜在成長率を引き上げていくための大前提にすぎない。就業率を引き上げていくとともに、その他の方法により、潜在成長率の向上を目指していくことが必要である。就業率を引き上げていくだけでは、潜在成長率の向上にとって量的な不足が否めない。

図表 11 . 就業者数の見通し



(注) 政策的な就労支援は次のとおり。 女性: 両立環境の整備に伴う継続就業率の向上、時短・妻の正規雇用化・夫の意識改革に伴う男性の家事分担比率の向上、保育所・幼稚園の整備に伴う保育所幼稚園在園児童比率の向上。 若者: フリーター・ニート対策、マッチング効率改善に伴う新卒就職率の向上。 高齢者: 短時間勤務制度の普及、65歳まで働ける企業割合の上昇。厚生労働省・雇用政策研究会「雇用政策研究会報告書」における労働力需給推計より引用。

図表 12 . 経済成長に対する労働投入の寄与度

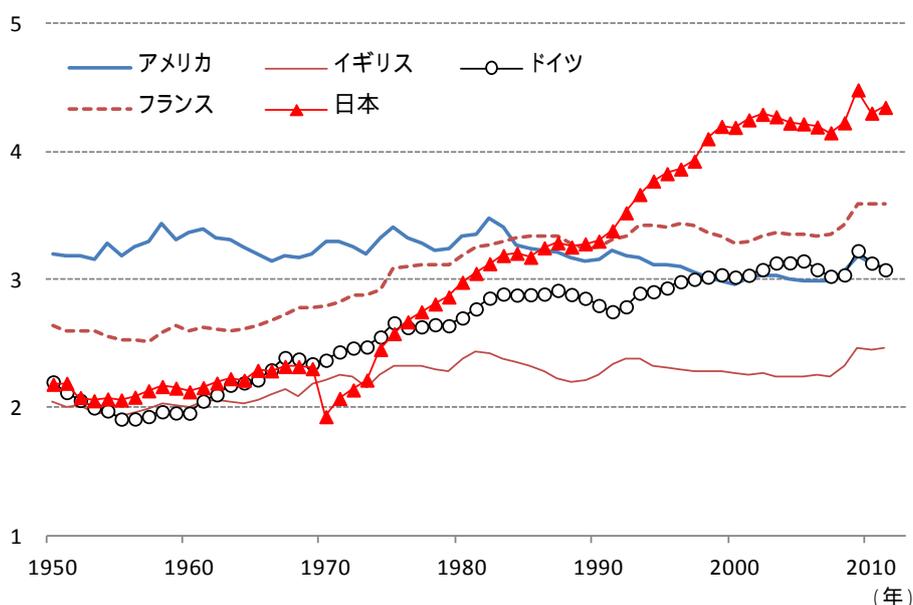


(注) 労働投入寄与度は以下の仮定にもとづき試算: 就業者数: 厚生労働省・雇用政策研究会「雇用政策研究会報告書」における労働力需給推計より引用。 労働時間: 現状のペースで減少すると想定。 労働分配率: 一定と仮定。

(4) 成長力向上に向けた課題 ～ 資本投入

一国の資本ストックの水準を、経済規模との比較でみた指標に資本係数（実質資本ストック / 実質GDP）がある。それによると、日本の資本ストックは経済規模の4倍超にのぼり、他の先進諸国がおおむね3倍程度の水準にあるのと比較して高い水準にあり、過剰な資本を抱えていることが分かる（図表13）。資本係数の逆数は、資本の平均生産性（実質GDP / 資本ストック）を示すことから、日本の資本係数が国際的にみて高いことは、日本で効率の良い資本形成が行われてこなかったことを示唆している。

図表13. 資本係数



(注) 資本係数 = 実質資本ストック(K) / 実質GDP(Y)
 (出所) Penn World Table

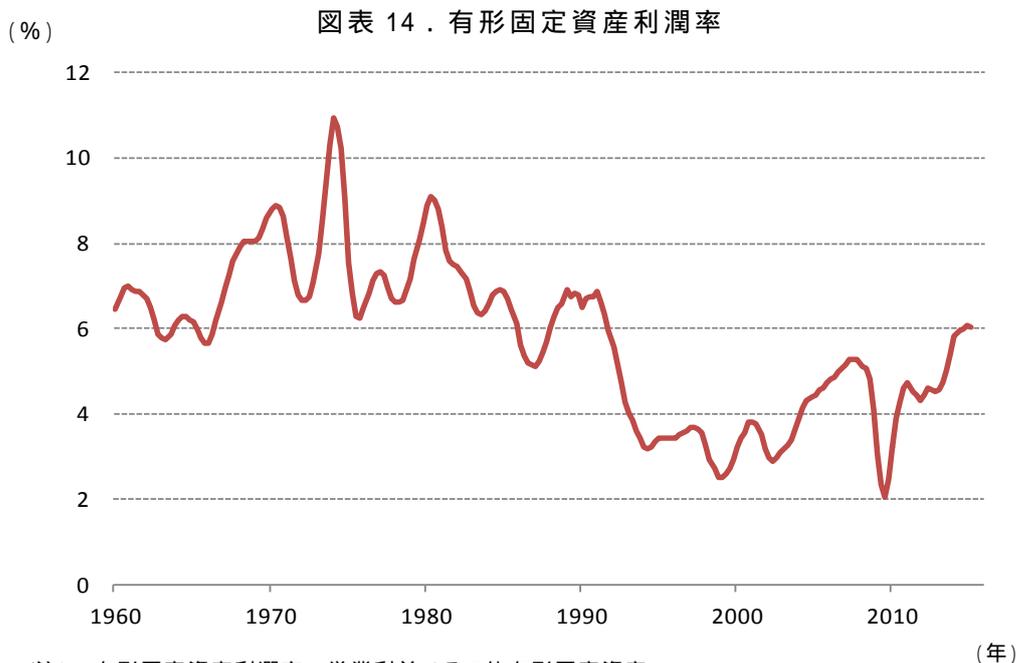
実際、企業の設備投資の収益率をみるために、「法人企業統計」の中で、企業が保有する工場、機械等の設備金額を示す「**有形固定資産**」と「**営業利益**」の比率を計算した「**有形固定資産利潤率**」をみると、長期的に低下傾向が続き、一時は、安全資産である国債の実質利回りを下回っていた（図表14）。

たしかに、このところ、「有形固定資産利潤率」には下げ止まりの動きがみられる。しかし、「有形固定資産」の「増減率」と「利潤率」の関係をみると、企業は「有形固定資産」を長期にわたって減少させており、それが利潤率の拡大に結び付いている（図表15）。つまり、企業が積極的な設備投資を行いながら、投資の収益率も同時に改善していくことが本来望ましいが、実際には、個々の投資の収益率が改善しない中、設備投資を抑制することによって、保有する「有形固定資産 (= 資本ストック)」の利潤率の改善を図る企業行動がうかがえる。

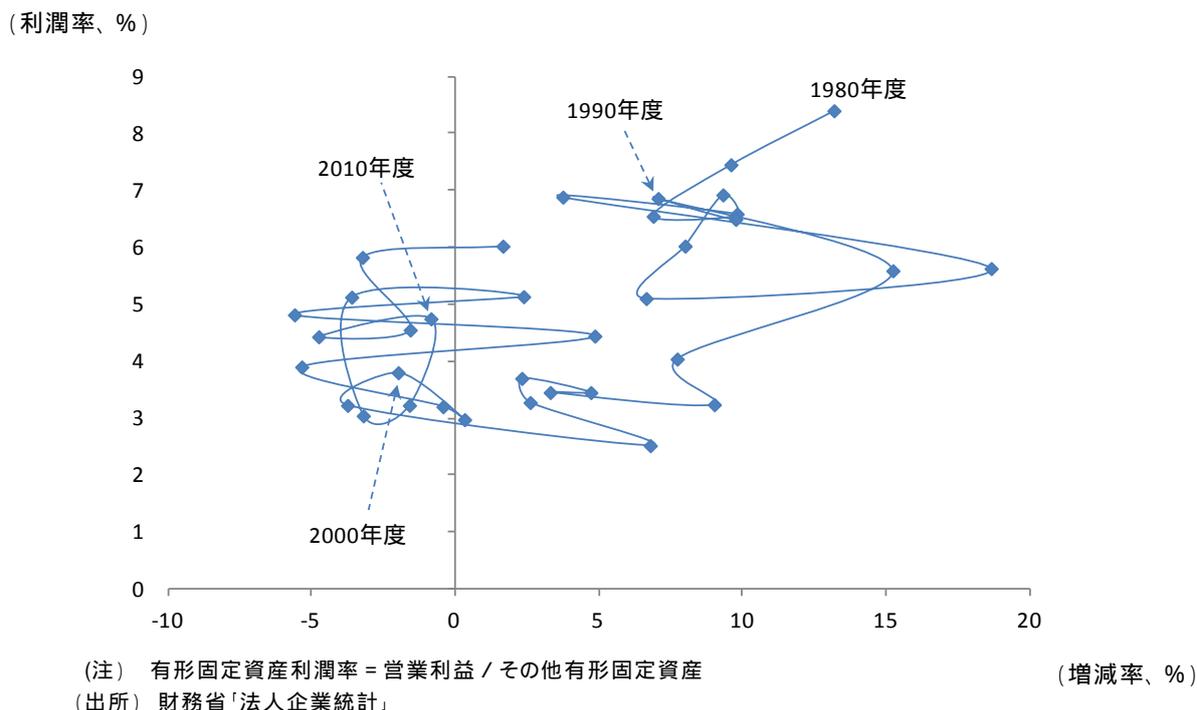
3つの過剰（雇用、設備、債務）と呼ばれた課題に企業が直面していた頃と比べ、過剰な

設備の解消に企業は努めてきたとされるが、資本係数を見る限り、日本は、今もなお、過剰な設備を抱えた状況にあるといえる。

政府の成長戦略では、2016年度にリーマンショック前の設備投資水準（70兆円）を回復するとの目標が定められており、企業の設備投資動向をみる限り目標達成が視野に入りつつある。しかし、今後、国内の人口減少が進む中、政府の目標水準を超えた資本投入の拡大を通じて潜在成長率を引き上げていくことは、投資効率の悪い過剰な設備を一段と積み上げていくことになりかねず、日本の目指すべき方向性ではなさそうである。



図表 15 . 有形固定資産：利潤率と増減率



(5) 成長力向上に向けた課題 ～ 生産性の向上

これまでみてきた通り、労働投入や資本投入を拡大させることによって潜在成長率を引き上げていくことが難しい中で、日本経済の成長力を強化していくためには、TFP、つまり生産性を向上させていくことが唯一の方策といえる。

技術的には、TFPは労働投入や資本投入で計測されない成長率の押し上げ効果であり、具体的には統計上の「残差」にすぎない。しかし、近年では、TFPの動きと密接に関係する要因を追求し、TFPの具体的な中身を分析した研究成果が注目されている。

こうした研究成果によれば、TFPの向上は、(1) 個々の企業が競争力を高めることによって経済全体の生産性が向上する「直接効果」、(2) マクロ経済全体で、労働、資本といった資源配分が効果的に行われることによって、生産性の高い企業のウエイトが拡大して経済全体の生産性が向上する「再配分効果」によってもたらされるとの共通理解が定着している(図表 16)。

図表 16 . T F P の向上をもたらす 2 つの効果

直接効果 ～ 個々の企業の生産性上昇に起因する効果

再配分効果 ～ 生産性が高い企業のウエイトが高まることに起因する効果

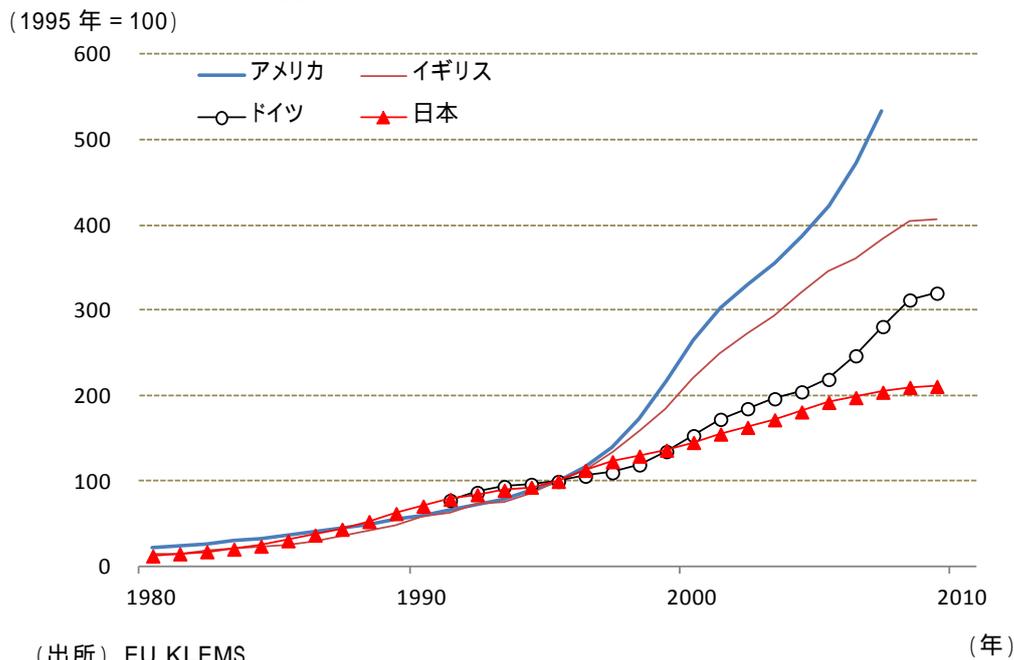
「直接効果」を通じてTFPを高めていくための方策として、「無形資産投資」の重要性が指摘されている。従来、設備投資として計上されてきた「有形資産投資」にとどまらず、企業が生産性を高めていくために、ソフトウェア等のIT資本投資、研究開発投資、ブランディング・マーケティング・組織再編等の経済的競争能力投資を拡大させていくことが重要とされる。

実際、IT資本ストックの推移をみると、日本は他の先進各国と比べて十分な投資を確保できていない（図表17）。先進各国に劣後する同様の傾向は、経済的競争能力投資でもみられる。このため、日本では、「無形資産投資」を拡大させることにより個々の企業が生産性を高めていく余地が大きいであろう。

「再配分効果」によってTFPを向上させるためには、雇用の流動性を高める制度改革や、ROE（株主資本利益率）等の指標を活用しながら企業統治を強化していくことによって、労働や資本が生産性の高い企業に向かいやすい環境を整備していくことが必要である。

日本経済の潜在成長率を引き上げていくためには、企業、家計、政府が一体となり、生産性向上に向けた取組を強化していくことが必要である。

図表17. IT資本ストックの推移



(細尾 忠生)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。