

日経MJ 2019年 7月29日付

低成長映すTFP伸び低下

日本経済の先行きが少し心配な状況になっている。米中摩擦などの影響で日本の輸出に影響が出始めている。加えて国内の消費者の財布のひもも固くなっているように、10月に予定されている消費税率の引き上げの影響も気になる。経済の先行きを見る上で重要な指標として、長期金利がある。先行きの経済について悲観的であれば、それだけ長期金利も低くなるはずだ。10年物国債の利回りから物価上昇率を引いた実質金利はマイナス1%と、かつてない低水準になっている。長期金利は日銀



伊藤元重の

エコノウオッチ

の金融政策にも強い影響を受けるだろうが、それ以上に先行きの見通しが暗い経済トレンドが反映している部分が大い。足元の日本経済の動きを考えると、私には特に2つのデータが気になっている。1つは、日本のTFP(全要素生産性)の動きである。TFPの伸びはこの6年ほど、毎年低下を続けている。生産性の伸びが低下しているの、結果として日本の潜在成長率も1%を切る低い水準にとどまっている。労働供給量や資本ストックの大幅な伸びが期待できない日本経済では、

デフレマインド色濃く

TFPが伸びない限り、経済は成長しない。このような状況では、財政金融政策でどれだけ需要を刺激しても経済が拡大することは無い。もう一つ気になるデータがある。それは日本のTFPが伸びないことと深く関わっている。そのデータとは企業部門が全体としてどれだけ余剰貯蓄をしているのかに関するデータだ。GDP統計の中に企業部門の純貸出・純借入というデータがある。要するに、企業部門全体が、どれだけの余剰貯蓄をしているのかを示したものだ。このデータはGDPに対する割合という形で提示されているので、他の主要国と比べられる

し、過去に遡ってその動きを調べることもできる。2016年のデータによると、日本は4.7%、ドイツが1.9%、米国や英国がマイナス0.9%となっている。すべてGDP比の数字なので、例えば日本だと、GDPを530兆円として計算すると、余剰貯蓄は約24兆円となる。巨額の余剰貯蓄がこの1年で蓄積されたことになる。諸外国の数値と比べれば分かるように、日本の企業の余剰貯蓄は突出して大きいのだ。M&A(合併・買収)や研究開発も含め、投資をする原資があるのに、投資に振り分けていないのだから、生産性が上昇していか

ない。この企業の余剰貯蓄のデータがショックングなのは、日本が諸外国よりも突出して余剰貯蓄率が高い状態が1998年以来、現在にいたるまで約20年も続いているということだ。98年といえば、金融危機が起きた年だ。当時、多くの企業は3つの過剰に苦しんでいた。過剰債務・過剰設備・過剰雇用だ。当時は3つの過剰から抜け出すために、投資を抑え借金の返済を急ぐことは必要だった。しかし、その状態が現在まで続いている。デフレの時代のマインドが強に残っているとか考えられない。(学習院大学国際社会科学部教授)