

報道資料

世界経済見通し 2015年4月

第3章 要旨: どこへ向かっているのか。潜在 GDPに関する考察

Patrick Blagrove、Mai Dao、Davide Furceri (チーム長)、Roberto Garcia-Saltos、Sinem Kilic Celik、Annika Schnücker、Juan Yopez、Fan Zhang

要点

- 近年、主要な先進及び新興市場国・地域で潜在成長率が低下している。先進国・地域で低下が始まったのは2000年代のはじめだった。
- それまでの危機と異なり、世界金融危機は、先進及び新興市場国・地域の潜在 GDP の水準の低下のみならず、その成長率の縮小の長期化にも関連している。
- 先進国・地域の潜在成長率は、現時点より若干上昇するものの、中期的には危機前の伸び率に満たない状況が続く可能性が高い。その主な理由は、高齢化であり、また、産出量と投資が危機から徐々に回復するなか、資本の成長の伸び率が緩慢であることにある。
- 新興市場国・地域では、高齢化、投資の一層の弱まりに加え、こうした国や地域と先進国・地域との間の技術ギャップが縮小するなかで減速する生産性の伸びを理由に、潜在成長率は中期的にさらに落ち込むと見られる。
- 潜在成長率の見通しが低下したことにより、財政の持続可能性の実現など、新たな政策課題が生まれよう。主要な先進及び新興市場国・地域は、潜在 GDP の拡大を優先課題とする必要があろう。

潜在 GDP とは、安定したインフレ率（インフレ圧力・デフレ圧力下でない）で維持することのできる産出レベルを言う。潜在 GDP の今後を推定することは難しく、またその予測はさらに困難である。これは、ある経済の潜在 GDP を直接的に計測することが不可能だからだ。長期的に GDP の潜在成長率（潜在成長率）は、資本及び労働の供給と生産性の伸びにより決まる。そして、労働供給の伸びは、生産

年齢人口の成長と労働参加率の変化に左右され、また資本ストック成長ペースは投資と初期の資本ストックの規模による。こうした二つの要素の生産性は、ビジネスプロセス及び技術革新の進歩により決まる。エコノミストは、こうした要因のトレンドを検証することで、直接的に測定することはできないものの、潜在成長率を推測することができる。

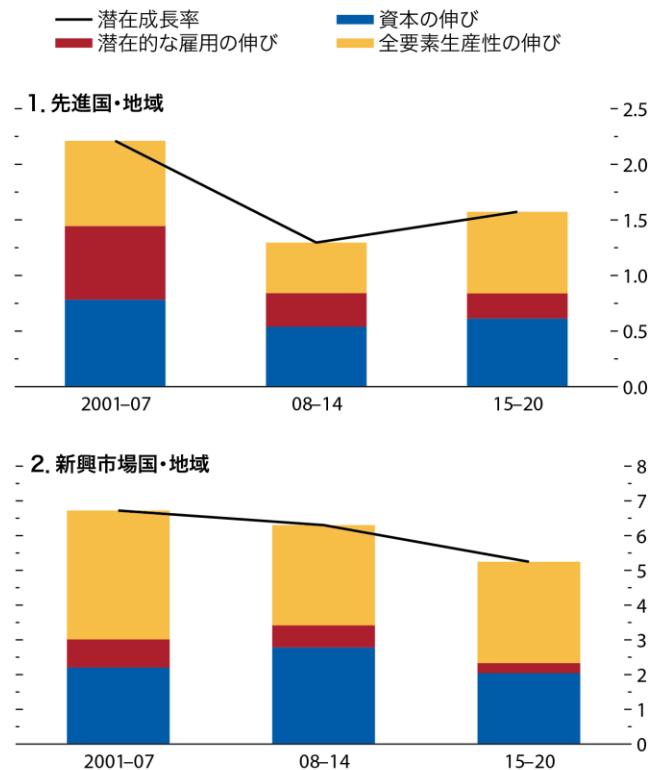
先の危機より前に、潜在成長率は、新興市場国・地域では上昇していたが、一方で先進国・地域では低下がはじまった。どちらのケースも、生産性の伸びの変化によるところが大きかった。先進国・地域の場合、主に情報技術の革新による例外的に並外れた成長の後の減速を反映している。一方、新興市場国・地域の成長は、主に、構造変革及びグローバルそして地域型バリュー・チェーンの拡大（そしてこれが技術と知識の移転を促した）を反映している。

危機の後に、先進国・地域、そして新興市場国・地域双方で、潜在成長率が低下した。それまでの金融危機と異なり、世界金融危機は潜在 GDP の水準の低下のみならず、潜在成長率の低下とも関連している。先進国・地域をしてみると、潜在成長率は危機前（2006年～2007年）

の2%を若干下回るレベルから、2013年～2014年は約1.5%へと低下した。この背景には、資本の伸びの鈍化と危機とは無関係の人口動態の負の要因がある。新興市場国・地域では、この間、潜在成長率は約2パーセントポイント低下、全要素生産性の伸びの低下が全体の低下の要因となっていた。

先進国・地域の潜在成長率は、2008年～2014年の平均約1.3%から2015年～2020年は1.6%まで若干拡大する見込みである。これは、危機前の数字（2001年～2007年の2.25%）を大きく下回るものである。これは、人口動態要因のマイナスの影響と、産出と投資が危機から回復するなか、資本の成長率が現在の数字から緩やかにしか増加しないことを反映している（図1、パネル1）。

図1. 潜在成長率とその内容の変化 (%)



出所：IMFスタッフ推計
注：経済グループの定義は添付3.1を参照。TFP=全要素生産性

新興市場国・地域では、潜在成長率は2008年～2014年の平均約6.5%から2015年～2020年は5.2%まで一段と低下する見込みである。これは、高齢化、資本の成長に影響する構造的制約、そしてこうした国や地域が技術フロンティアに近づくなかでの全要素生産性の伸びの低下が原因となっている（図1、パネル2）。

危機前と比べ、こうした中期的な潜在成長率の見通しが低下したことが、新たな政策課題を提起している。先進国・地域、新興市場国・地域ともに、潜在成長率の低下により、財政の持続可能性の維持が一段と困難になろう。また、潜在成長率の低下は低水準の均衡実質金利にも関連していると思われ、先進国・地域で負の成長ショックが発生すれば金融政策が再びゼロ金利下限の制約を受ける可能性がある。

潜在GDPの拡大が、先進国・地域、新興市場国・地域双方の政策優先課題である。この目的の達成に必要な改革は国により異なる。先進国・地域では、弱い需要が長期化していることの投資と資本の伸び、そして失業への影響を相殺するために、需要の下支えを継続する必要がある。構造改革及び研究開発への支援の拡大が、供給とイノベーションの増大の鍵である。新興市場国・地域では、インフラ支出の拡大が重大なボトルネックの解消に必要であり、ビジネス環境と製品市場の改善、そして人的資源の蓄積を促す構造改革が不可欠である。

世界経済見通し 2015年4月
第4章 要旨:民間投資—何が足かせか。

Aqib Aslam, Samya Beidas-Strom, Daniel Leigh (チーム長)、
Seok Gil Park, and Hui Tong

要点

- 先進国・地域の民間設備投資は、世界金融危機の間に急激に縮小、以来ほとんど回復していない。世界の他の国や地域を見ると、民間設備投資の減速ペースは総じてより緩やかである。
- 企業投資（民間投資で最大の割合を占める）の弱さは、主に弱い経済環境に見られる症状である。ほとんど例外なく、企業投資の低調さは、経済活動の弱さから想定できるレベルとなっている。
- このことから、産出量拡大のための包括的な政策努力が、民間投資の持続的な拡大に資するだろう。

近年、公共政策をめぐる討論で、民間設備投資の期待以下のパフォーマンスが大きく取り上げられている。先進国・地域での民間設備投資は世界金融危機以降、危機前の予測と比べ平均で25%減少している。こうした落ち込みは、住宅投資（住宅）・非住宅投資（企業）双方で見られるなど、広範なものとなっている。新興市場及び途上国・地域の民間投資は近年、2000年代初めから半ばのブームの後やはり減速しているが、そのペースは先進国・地域より緩やかである。

企業投資の弱さは、主に弱い経済環境に見られる症状である。これまでの景気後退と比べ、世界金融危機の後、企業投資は大きく縮小した。しかし、産出量もやはり大きく減少している。これは、企業投資と産出量の正常な連動であることを示唆している。企業投資は、近年の経済活動の弱さを踏まえて想定できる水準から、仮に逸れていたとしてもほとんど逸れていない（図1）。企業は（現在及び予想される）販売不振に、資本的支出を削減することで対応しているのである。企業の多くが、顧客の需要の欠如が生産を抑制する大きな要因であると回答するなど、企業調査への回答が本章の分析を補足する証拠となっている。

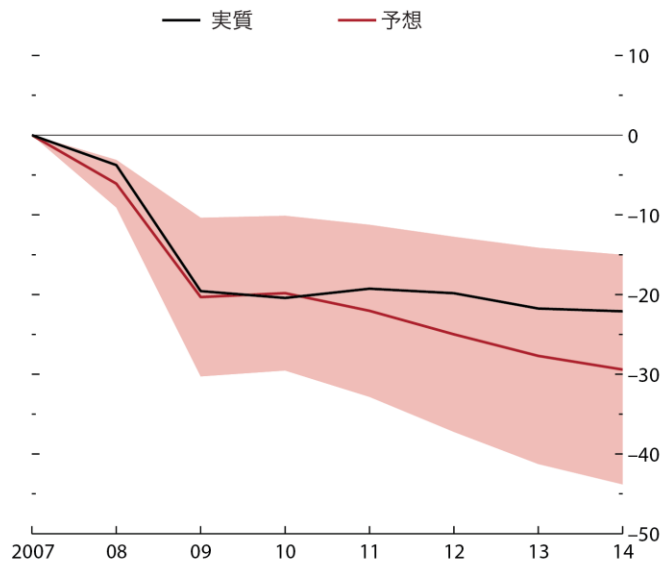
弱い経済活動以外に厳しい融資環境や政策の不透明性も、特に欧州南部など一部の国や地域で企業投資の妨げとなっている。本章における異なるタイプの企業による投資決定に関する分析が、これら要因に関する証拠を示している。危機以降、医療など外部資金により依存している分野の企業による投資が、他の企業の投資より大

大きく落ち込んでいる。さらに、株価が通常、全体的な不透明性を示す指数により大きな反応を見せている企業が、売り上げの低迷を勘案しても、投資をより削減している。投資プロジェクトの、後戻りが不可能で容易ではないという性質を考えれば、不透明性は企業投資をくじくという役割を果たしてきた。

以上のことから、産出量を拡大するための包括的な政策努力が、民間投資の持続的拡大に資するだろう。

財政政策及び金融政策により、投資が危機以前のトレンドまで回復する可能性は低いものの、企業に投資を促すことができる。短期的に需要を刺激し中期的に供給を引き上げ、結果民間投資を「呼び込む」ためには、追加的な公共インフラ投資も必要かもしれない（インフラニーズが明確に特定されており、公共投資プロセスが効率的で経済に余剰能力がある国や地域）。たとえば、労働力参加を強化するといった構造改革は、潜在GDPの見通しを改善し、結果、民間投資を促すこともできよう。最後に、厳しい融資環境が民間投資を抑制している限り、過剰債務への対処や銀行のバランスシートの浄化などを通し、危機に関連した融資の足かせを緩和することを狙った政策が果たす役割もある。

図1. 先進国・地域の企業による実物投資：
経済活動に基づく実質及び予想
(%, 2007年春の見通しからの投資の逸脱)



出所：Consensus Economics, Haver Analytics, 各国当局及びIMF
スタッフ算出

注：これまでの投資-産出関係、及び危機後の危機前の予測と比較した
産出の落ち込みに基づく予測。共通エリアは90% 信頼区間。