

日本経済の期待成長率とアベノミクス*



小 川 一 夫
(関西外国語大学)
外国語学部教授

目 次

- | | |
|--------------------------|--------------------------------|
| 1. はじめに | 5. GDP成長率見通し関数の計測結果 |
| 2. アベノミクス以降の日本経済のパフォーマンス | 6. 中小・中堅企業によるGDP成長率の見通し |
| 3. 上場企業によるGDP成長率見通しの推移 | 7. 結びにかえて：経済見通しを明るくするためには何が必要か |
| 4. GDP成長率見通しの決定要因 | |

1. はじめに

2012年12月に発足した第2次安倍内閣は、日本経済の抜本的な立て直しを目標に新たな経済政策を採用した。一連の経済政策は「アベノミクス」と呼ばれ多くの人々の関心を集めてきた。

アベノミクスが登場した背景を見ておこう。日本経済は、1990年代に入り地価の暴落を引き金に大量の不良債権が発生し、多くの金融機関が経営破綻に陥った。しかも、経営破綻した銀行は中小にとどまらず、1997年には都市銀行の北海道拓殖銀行、四大証券会社の一つで

ある山一証券が経営破綻した。さらに、1998年には日本長期信用銀行、日本債券信用銀行が相次いで国有化された。金融システムは機能不全に陥り、その影響は実物部門にも波及し、経済活動は長期にわたって低迷を続けた。この長期低迷は「失われた10年(20年)」と呼ばれた。2000年代に入り、企業のリストラ努力や外需の牽引もあって「失われた10年」からの脱却が進んだが、2008年に勃発したグローバル金融危機や未曾有の被害をもたらした2011年3月の東日本大震災といった大きな負のショックによって日本経済の回復は大きく遅れることに

* 本研究の一部は科学研究費補助金 基盤研究 (B) (課題番号16H03604) から援助を受けている。合わせて感謝の意を表したい。

なった。このような状況の下で日本経済を抜本的に立て直す目的で導入された経済政策がアベノミクスである。

アベノミクスは、当初、2%のインフレ率達成に向けた量的・質的緩和政策を骨子とする大胆な金融政策、大規模な公共投資を核にした機動的な財政政策、そして民間投資を喚起する構造改革という「3本の矢」から構成された。その後、2015年からの3年間は「アベノミクスの第2ステージ」と位置付けられ、「一億総活躍社会」の実現を目指して、希望を生み出す強い経済、夢を紡ぐ子育て支援、安心につながる社会保障という新たな「3本の矢」が放たれた。

アベノミクスが日本経済のパフォーマンスに与えた効果については評価が分かれるところであり、本稿の目的はアベノミクスによって企業が予想する日本経済の長期的な見通しがどのように変化したのか、定量的な分析を行うことにある。われわれが使用するデータは、内閣府が毎年1月に東京、名古屋の証券取引所第一部及び第二部に上場する全企業を対象に実施している「企業行動に関するアンケート調査」である。そこでは、企業が今後の景気や業界需要の動向をどのように見通しているか等についてアンケート調査を行っている。その中でもわれわれが着目する指標は、今後1年間、3年間、5年間におけるわが国の実質経済成長率（以下、GDP成長率）の見通しである。本稿では2001年度から2016年度までのデータを使用して、企業がGDP成長率をどのように見通してきたのか、また、見通す上でどのような要因を重視してきたのかについて定量的な分析を行う。分析を通じて、アベノミクス実施以降、GDP成長率

の見通しがどのように変化したのか、またその変化はどのような要因によってもたらされたのか、実証的に検討を加える。

われわれが得た結果を要約しておこう。まず、企業によるGDP成長率の見通しは、見通し期間の長短にかかわらずアベノミクスが実施された2013年度以降にも大きな変化がないことが分かった。また、GDP成長率の見通しを決定する要因を需要要因（消費成長率、民間設備投資成長率、民間住宅投資成長率、輸出成長率）と供給要因（資本ストック成長率、労働成長率、技術進歩率）に分けて定量分析を行った。その結果、需要要因については、長期におけるGDP成長率を予測する上で、現在から過去の消費成長率、輸出成長率の説明力が高いこと、供給要因については、現在の資本ストック成長率、労働成長率、技術進歩率を同時に考慮した場合に説明力が高いことがわかった。

また、需要要因と供給要因を比較すると、GDP成長率を見通す上で需要要因の方が重要であることもわかった。さらに、需要要因と供給要因といったマクロ要因に加えて各業界の需要見通しもGDP成長率を予測する上で大きな影響を与えていることが分かった。以上の実証結果からアベノミクス実施以降、経済成長率の見通しが改善しない原因の一つとして消費成長率の伸び悩みを指摘することができる。長期的に成長期待を高めていくためには、安定した消費成長率の向上が不可欠である。そのためには雇用や社会保障制度の安定化によって家計を取り巻く将来不安を払拭することが最重要な政策課題となる。

本稿の構成は以下の通りである。次節では、

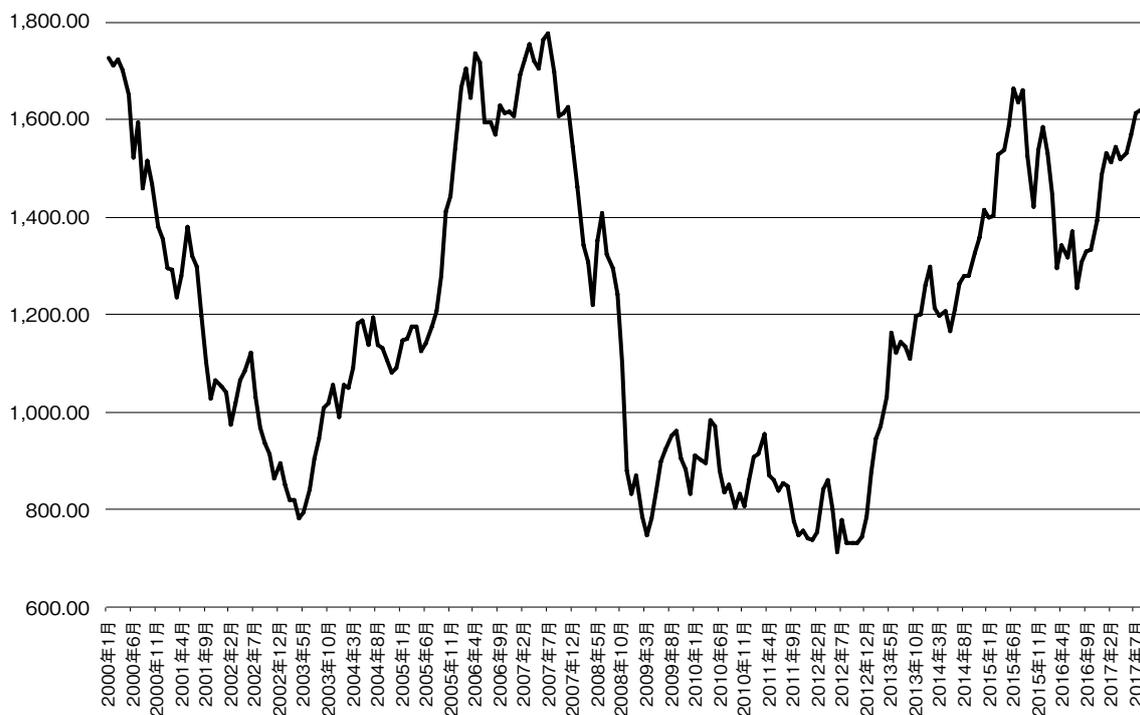
アベノミクス実施以降の日本経済のパフォーマンスについて概観する。第3節は、上場企業によるGDP成長率の見通しについて、その時系列的变化を追跡して、アベノミクスの実施以降、成長期待にどのような変化が生じたのか、その特徴を明らかにする。第4節ではGDP成長率の見通しを決定する要因を理論的に整理する。第5節では第4節で提示した将来の経済見通しを決定する要因について回帰分析を用いて検討する。第6節は、限られたデータに基づいて上場企業と中小・中堅企業のGDP成長率の見通しを比較する。第7節は、第5節で得られた計測結果に基づいて、日本経済の長期見通しを改善するために必要な施策について考察を加える。

2. アベノミクス以降の日本経済のパフォーマンス

アベノミクスは、当初、株式市場や外国為替市場の参加者によって好感を持って受け止められた。図1は東証株価指数（TOPIX）の推移が示されているが、2012年12月の第2次安倍内閣の発足以降、株価が大きく上昇していることがわかる。2015年8月には2007年の好況期に匹敵する高さまで上昇した。

外国為替市場では2012年12月以降、円安が急速に進行した（図2）。2012年12月には、1ドル83.64円であったが、2015年6月には1ドル123.75円まで円安が進んだ。その結果、輸出も成長率を高めた（図3）。2013年第4四半期から2015年第1四半期まで5%を超える高い輸出成長率を記録した。

図1 東証株価指数（TOPIX）の推移



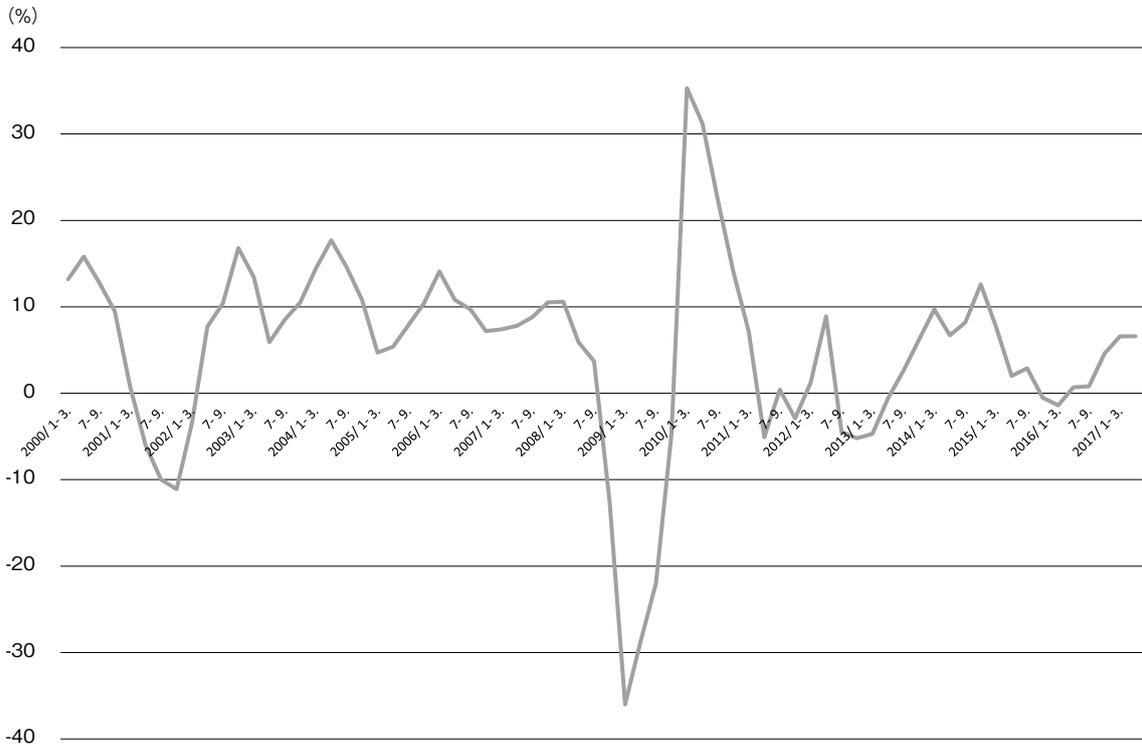
1968年1月4日 = 100
出所：東証統計月報

図2 円ドルレートの推移



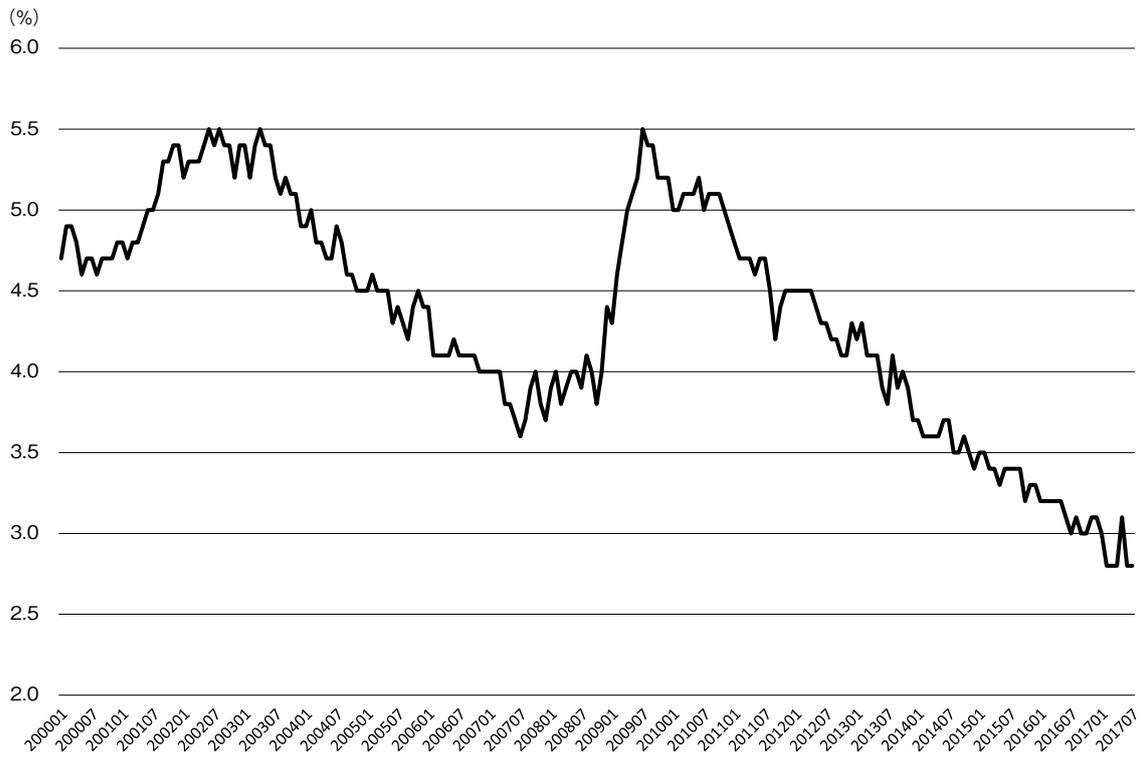
為替レートは、東京市場スポット 中心相場/月末値。
出所：日本銀行ホームページ

図3 輸出成長率（対前年同期比）の推移



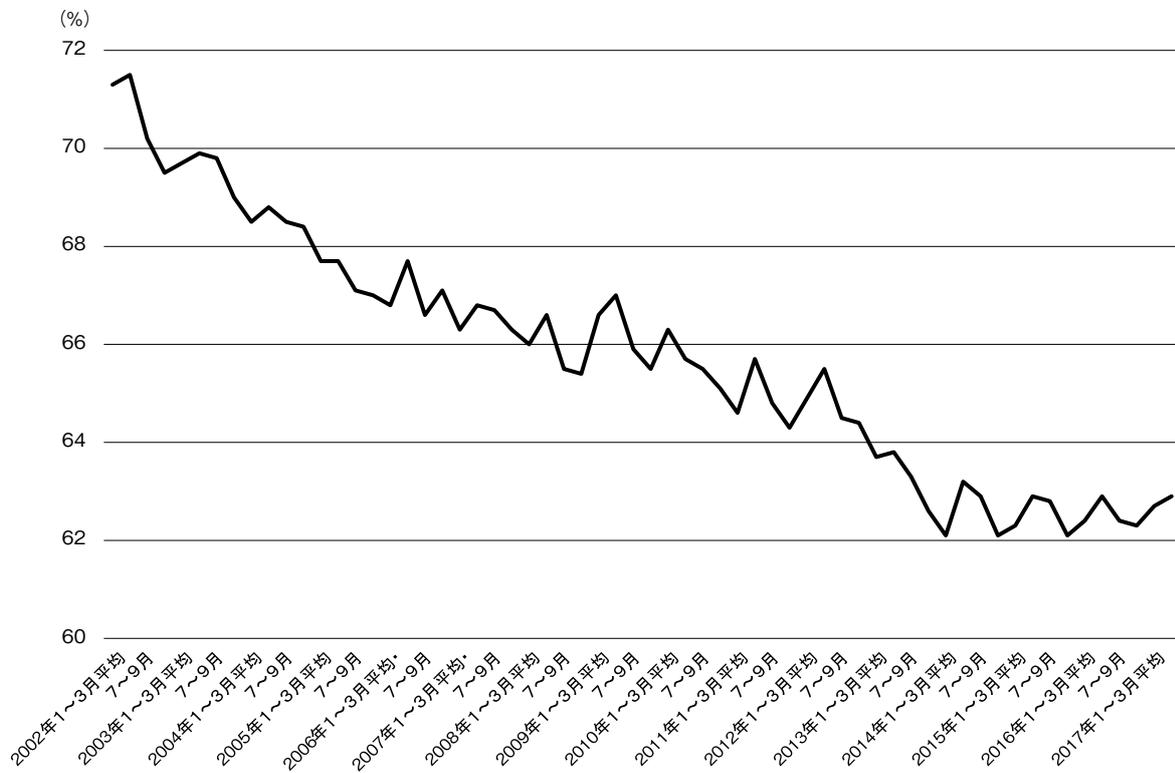
出所：内閣府経済総合研究所ホームページ

図4 完全失業率の推移



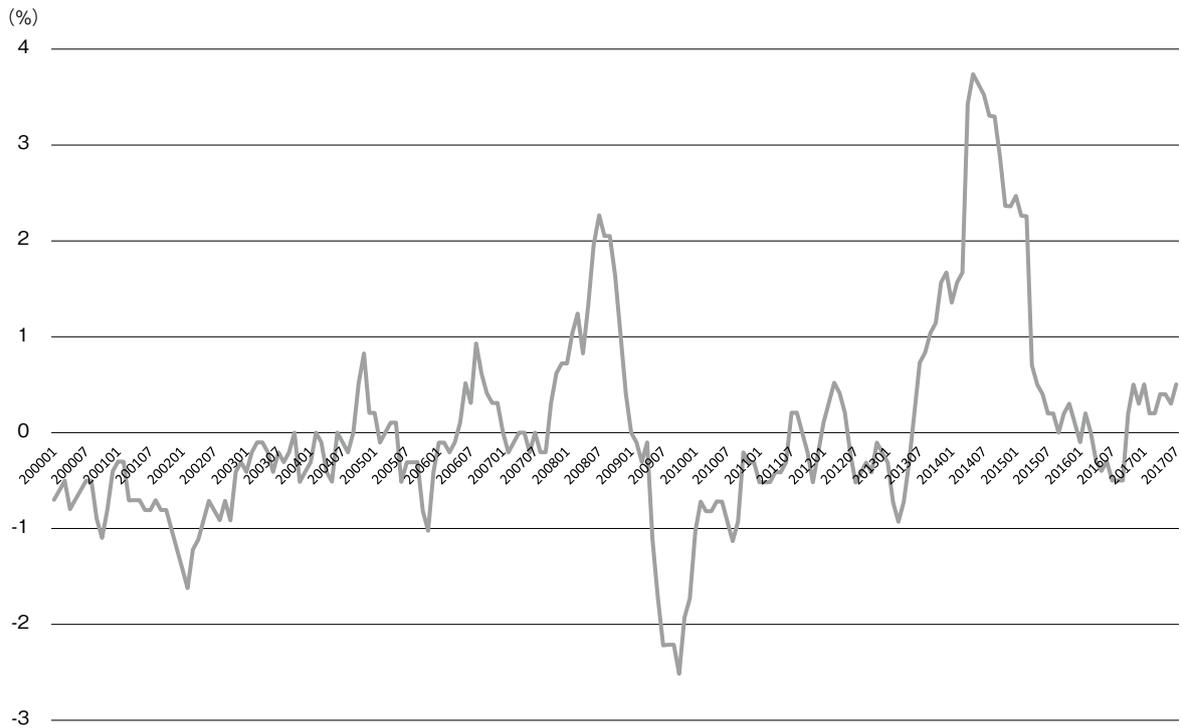
出所：総務省統計局ホームページ

図5 雇用者のうち正規職員・従業員の割合



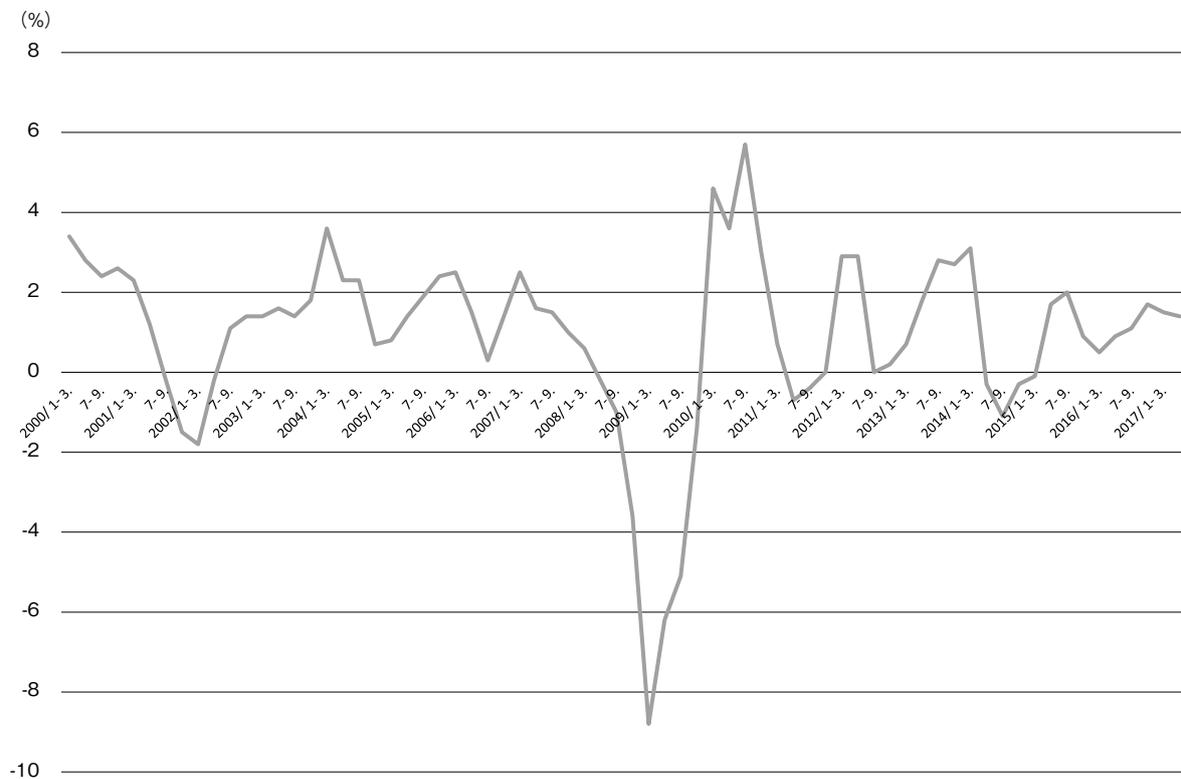
出所：総務省統計局「労働力調査」

図6 消費者物価上昇率（対前年同期比）の推移



出所：総務省統計局ホームページ

図7 GDP成長率（対前年同期比）の推移



出所：内閣府経済社会総合研究所ホームページ

さらに、労働市場も大きく改善している。図4は完全失業率の推移を示しているが、2010年6月に5.2%に達した後、低下の途をたどっている。2012年12月は4.3%であったが、その後も失業率の低下傾向は続き、2017年7月には2.8%まで低下している。

このように日本経済は長期低迷から脱却する途をたどり始めたように見えるが、決して明るいニュースばかりではない。図5は、労働市場で働く雇用者のうち正規職員・従業員の割合を示しているが、低下傾向が続いている。2002年第1四半期に71.3%であった割合は、2012年第4四半期に64.4%まで低下し、その後も低下傾向には歯止めがかかっていない。2017年第2四半期は62.9%を記録している。また、潤沢なマネタリー・ベースの供給にもかかわらず、2%のインフレ率目標は達成されていない。図6は消費者物価指数の上昇率を示しているが、2014年4月の消費税率の8%への引き上げによって一時的に消費者物価指数は4%近い上昇を

示したが、2015年7月以降は消費者物価の伸びはゼロ近傍で推移している。また、国債残高の対GDP比は200%を超えており、さらに2016年6月には消費税率の10%引き上げが2019年10月まで延期され、財政健全化からは、ほど遠い状況にある。最後にGDP成長率の推移を見ておこう（図7）。GDP成長率は2013年第3四半期から2014年第1四半期にかけて2%を上回ったが、その後は1%前後で推移している。

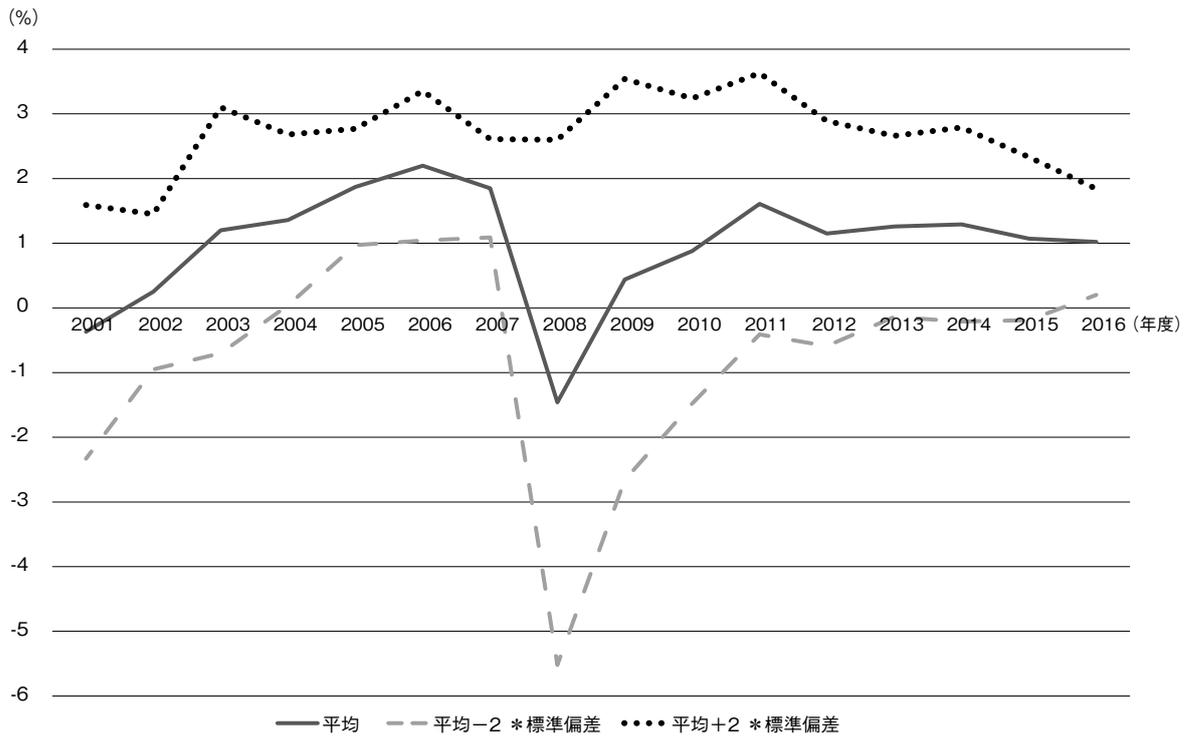
3. 上場企業によるGDP成長率見通しの推移

内閣府「企業行動に関するアンケート調査」では、今後1年間、今後3年間、今後5年間のわが国のGDP成長率の見通しを尋ねている。¹図8から図10は全産業を対象に2001年度から2016年度までのGDP成長率見通し（平均値）を示したものである。²なお、図には見通しのばらつきを表すために、平均値から標準偏差の±2倍離れた点線も合わせて記している。

1 GDP成長率の見通しを回答した企業数合計は、今後1年間見通しでは、666社（2012年度）～1,178社（2002年度）、今後3年間見通しでは、652社（2012年度）～1,150社（2002年度）、今後5年間見通しでは、643社（2012年度）～1,136社（2002年度）と見通しが長期になるにつれて回答企業数は減少している。

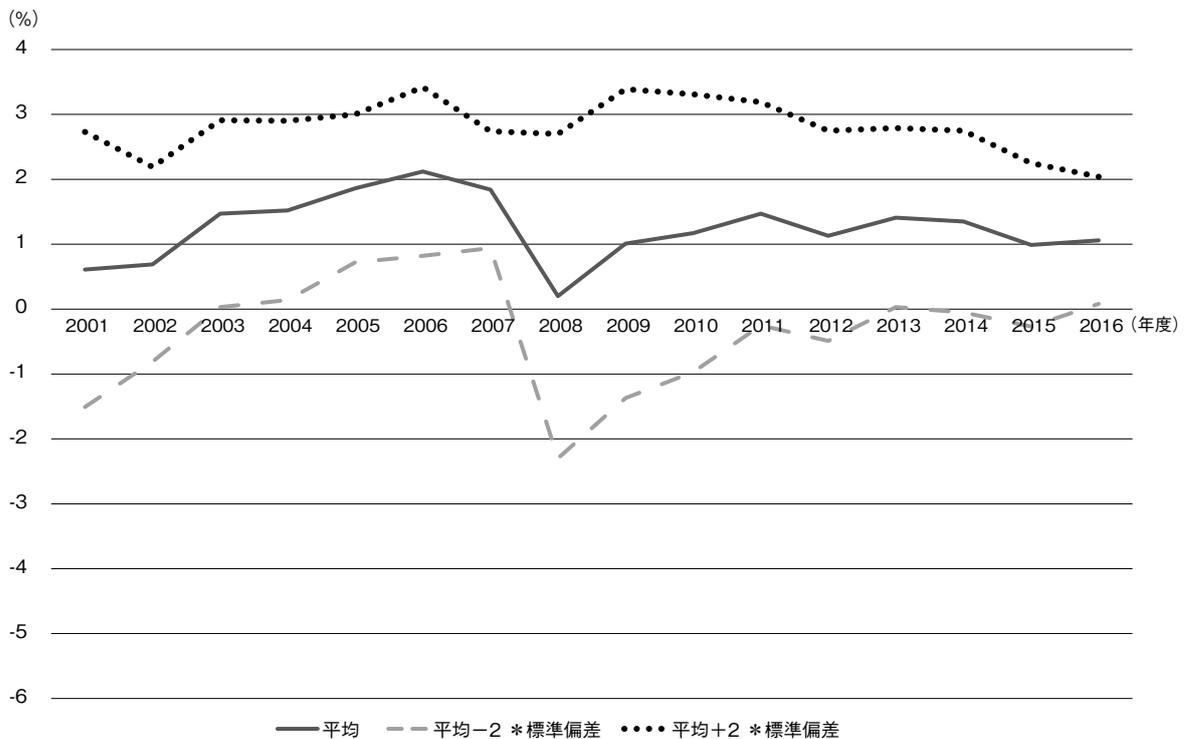
2 図で示されている値は、「実数値平均」である。なお、アンケート調査では、選択肢の中から選択された各階級の中点の値を用いて算出した「階級値平均」も利用できるが同様の傾向を示している。

図8 GDP成長率見通し：今後1年間



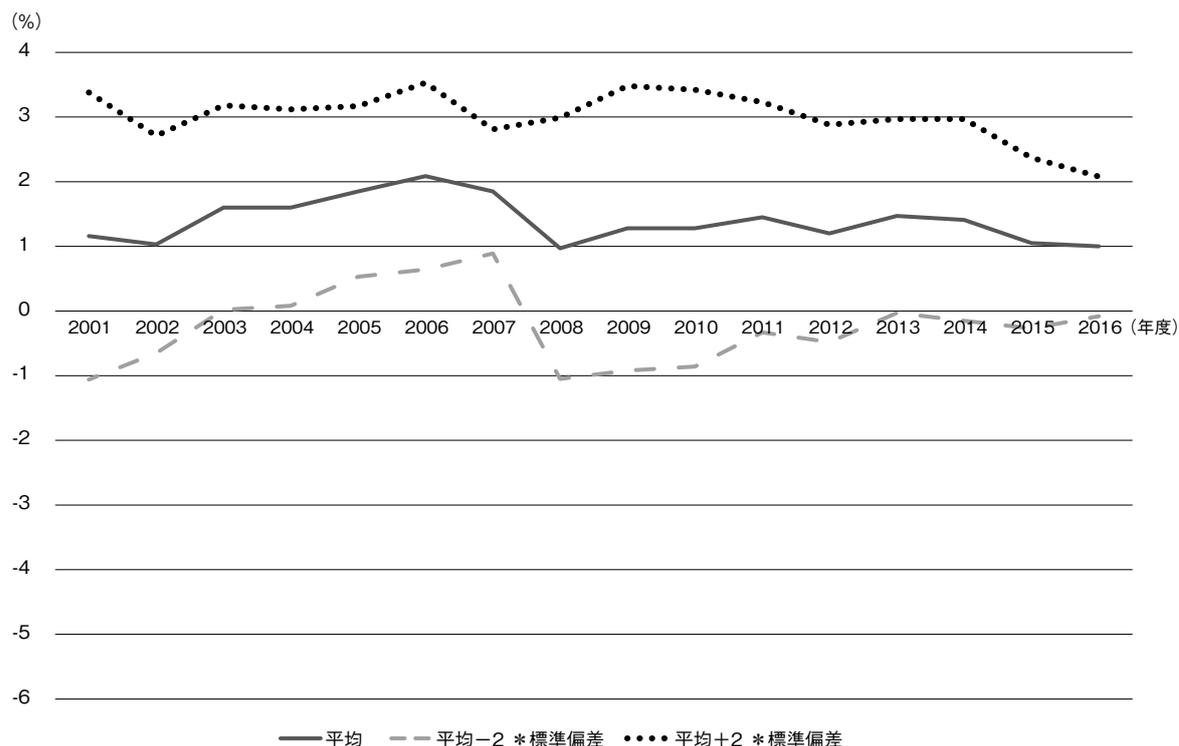
出所：内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

図9 GDP成長率見通し：今後3年間



出所：内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

図10 GDP成長率見通し：今後5年間



出所：内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

図からは、見通しの長短にかかわらず共通の特徴を見出すことができる。まず、2001年度から2006年度にかけて経済成長率の見通しに上昇傾向が観察されることである。2001年度における今後1年間、3年間、5年間の予測値は、それぞれ-0.37%、0.61%、1.16%であったが、2006年度にはそれぞれ2.20%、2.12%、2.09%まで上昇している。その後、2008年度にかけて大きく低下する。2008年度における今後1年間、3年間、5年間の予測値は、それぞれ-1.46%、0.20%、0.97%である。その後は緩やかに回復するものの、2012年度以降の予測値はほぼ横ばいで推移している。例えば、今後1年間の予測値は、2012年度1.15%、2016年度1.02%、今後3年間の予測値は、2012年度1.13%、2016年度1.06%、今後5年間の予測値は、2012年度

1.20%、2016年度1.00%である。従って、アベノミクスが実施された期間に経済成長率の見通しが高まったとは必ずしもいえない。

次に見通しのばらつきについてその特徴を見ておこう。図から明らかなように今後1年間の見通しのばらつきが最も大きい。しかし、見通しが長期化するにつれてばらつきは減少していく。今後1年間の見通しについては、企業は直近に起こったさまざまなショックの効果を考慮に入れて回答するが、見通しが長期になるにつれてショックが日本経済に与える影響は減衰していくことから、見通しのばらつきは減少していく。見通しのばらつきについては、アベノミクスの実施期間について減少傾向が観察される。今後1年間の予測値のばらつきは、2013年度0.70%、2016年度0.41%、今後3年間の予測

値のばらつきは、2013年度0.69%、2016年度0.49%、今後5年間の予測値のばらつきは、2013年度0.75%、2016年度0.54%と見通しの長短にかかわらず低下している。この傾向は、アベノミクスの時期において大きなショックが発

生しておらず、経済が安定していることを反映しているのかもしれない。

図11から図13はカーネル密度推定（確率変数の密度関数を推定する統計的手法）の手法を用いて、各年についてGDP成長率の見通し

図11-1 今後1年間のGDP成長率見通しのカーネル密度分布：2001-2007

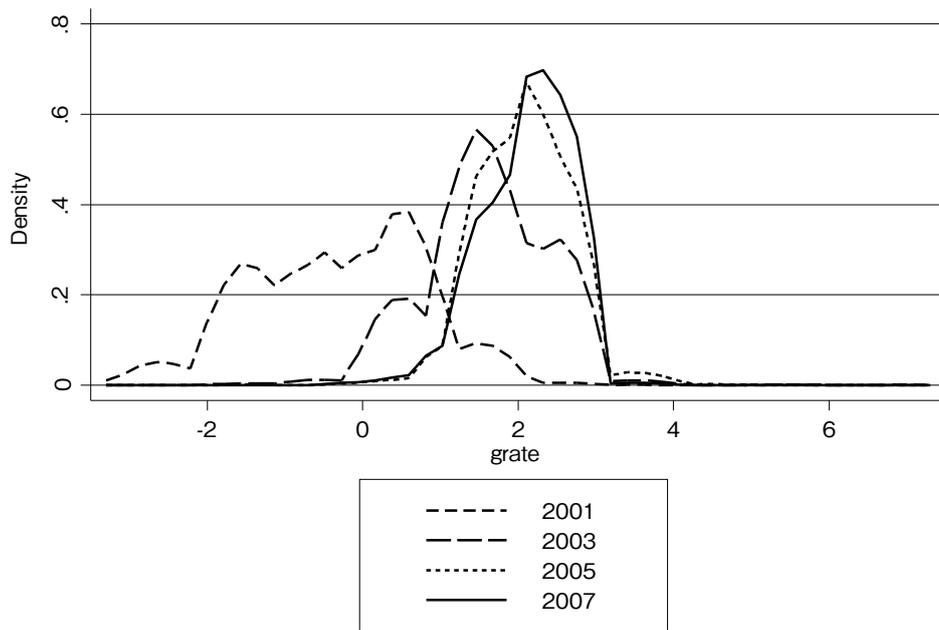


図11-2 今後1年間のGDP成長率見通しのカーネル密度分布：2007-2016

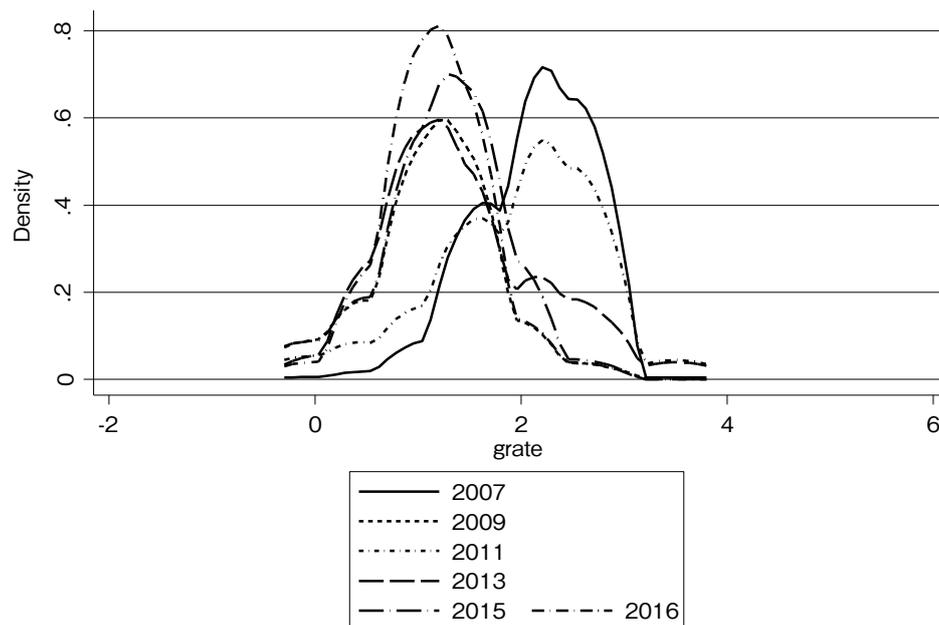


図12-1 今後3年間のGDP成長率見通しのカーネル密度分布：2001-2007

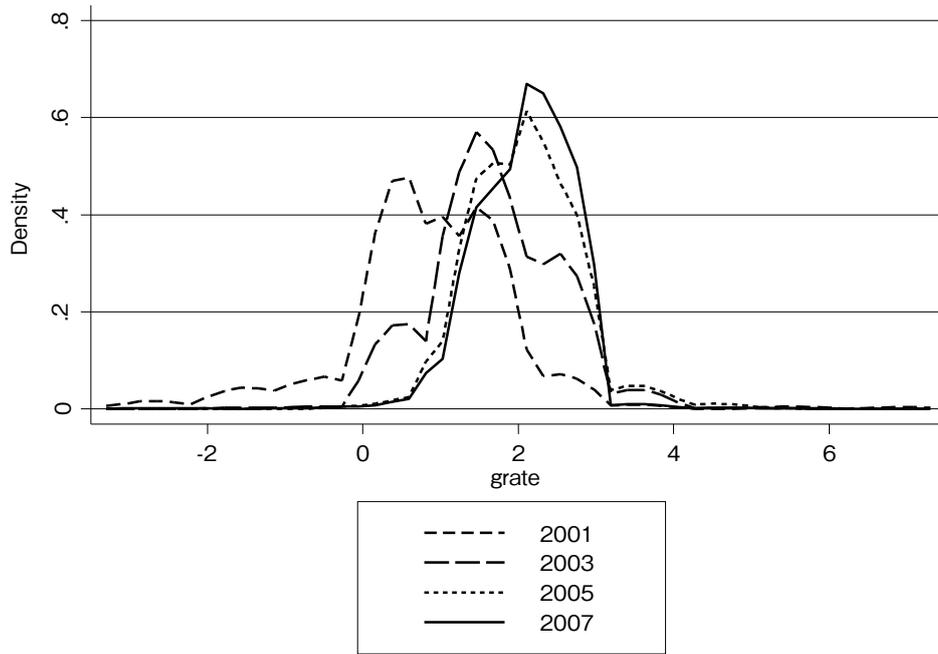


図12-2 今後3年間のGDP成長率見通しのカーネル密度分布：2007-2016

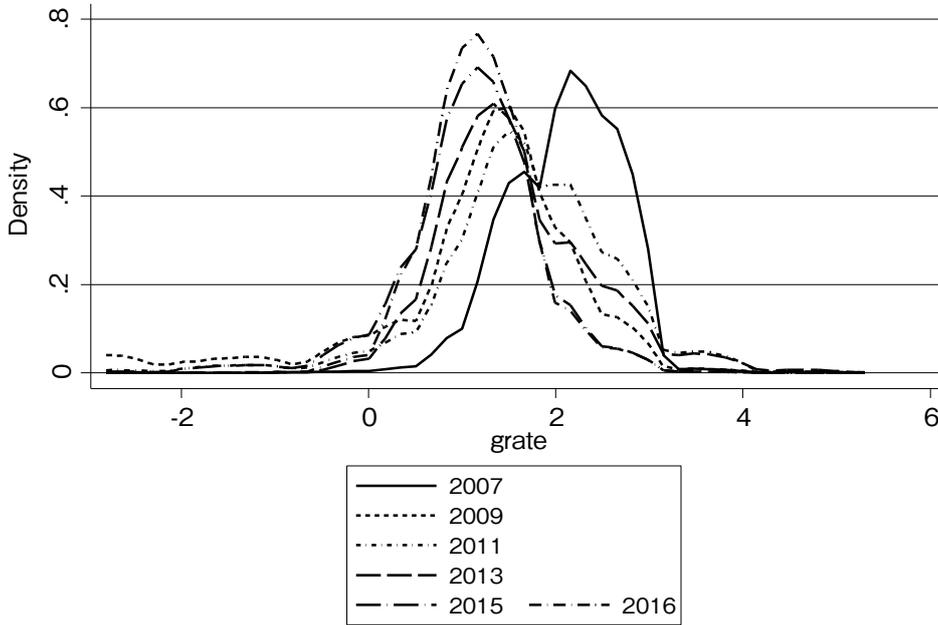


図13-1 今後5年間のGDP成長率見通しのカーネル密度分布：2001-2007

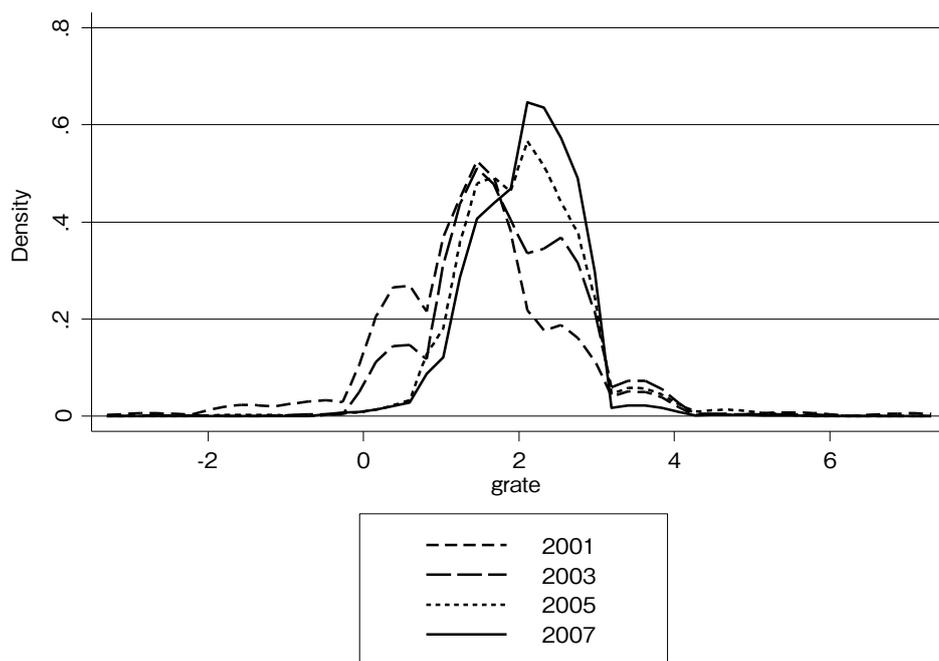
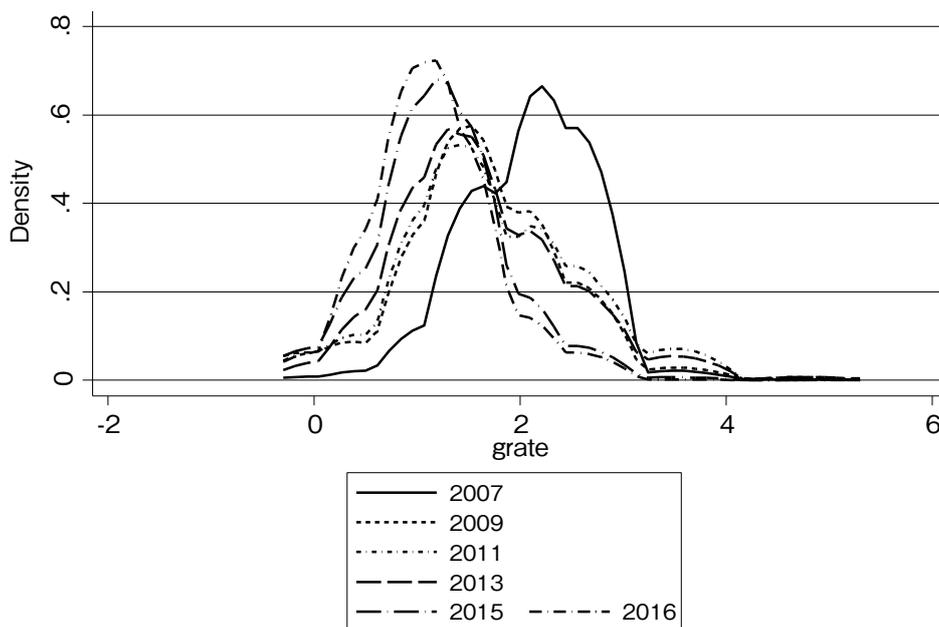


図13-2 今後5年間のGDP成長率見通しのカーネル密度分布：2007-2016



の母集団の分布を推定したものである。

カーネル関数は、Epanechnikovカーネル関数を用いており、バンド幅は0.3である。図11-1には、今後1年間の見通しについて2001年度から2007年度まで2年ごとに推定した密度関

数が示されている。また、図11-2は、今後1年間の見通しについて2007年度から2016年度まで2年ごとに推定した密度関数を示している。同様に、図12-1と図12-2は今後3年間の見通しの密度関数を、図13-1と図13-2は今後5年間の

見通しの密度関数を2つの期間に分けて示している。見通しの長短に関わらず、2001年度から2007年度にかけて密度分布が右にシフトしていることがわかる。即ち、分布の平均が上昇しているのである。しかし、2007年度から2016年度にかけては密度分布が再び左にシフトしており、分布の平均は低下している。アベノミクスの時期に限ってみても、それ以前よりも分布が右にシフトしたとはいえない。

4. GDP成長率見通しの決定要因

企業は利用可能な情報を駆使して、将来の経済成長率の見通しを立てる。企業が利用する情報は3つのタイプに分けることができる。一つは、すべての企業に共通して利用可能な情報である。ここでは企業がGDP成長率(YGROWTH)を見通す上で、GDPを需要面と供給面に分けて、それぞれの情報を利用していると考えられる。GDPを需要面から各支出項目に分解した式が(1)式である。

$$Y = C + I + G + X - M \quad (1)$$

ただし、Y：実質GDP
 C：消費支出
 I：投資支出
 G：政府支出
 X：輸出
 M：輸入

GDPを構成するそれぞれの需要項目は、将来のGDP成長率を予測する上で重要な情報を

提供してくれる。ここでは需要項目のうち以下の4つを取り上げる。消費指標として民間最終消費支出の成長率(CGROWTH)、投資支出については民間住宅成長率(RIGROWTH)と民間企業設備成長率(FIGROWTH)を用いる。また、外需を代表する項目として輸出成長率(XGROWTH)を用いる。ここでは政府最終消費支出や公的資本形成の情報は用いない。というのもこれらの変数は政府が景気対策に用いる政策変数であり、過去のGDP成長率に反応して逆の動きを示すと考えられるからである。³

GDPを供給面から見た場合にも、その構成要素はすべての企業に共通して利用可能である。GDPを付加価値としてとらえれば、以下の付加価値型生産関数を考えることができる。

$$Y = F(K, L, t) \quad (2)$$

ただし、Y：実質GDP
 K：資本ストック
 L：労働
 t：技術進歩率

われわれは、利用可能な情報として、資本ストック成長率(KGROWTH)、労働成長率(LGROWTH)、そして技術進歩率の代理変数としてTFP成長率(TFPGROWTH)を用いる。⁴

第2のタイプの情報は、企業が属する産業固有の情報である。同じ産業に属する企業は、その業界の情報を共有していると考えられる。企業は、GDP成長率を見通す上で、産業固有の情報も有効に活用するだろう。「企業行動に関

³ 輸入成長率についてもGDP成長率に対して負の効果を与えることが予想されるので、GDP成長率を見通す決定要因として用いていない。

⁴ 資本ストックは、前年の純固定資産残高を民間設備投資デフレーターで実質化したものである。労働は、就業者数に労働時間をかけたものである。TFP成長率は、GDP成長率から資本ストックの成長率、労働成長率にそれぞれ資本分配率、労働分配率をかけて差し引いたものである。

するアンケート調査」では、今後1年間、今後3年間、今後5年間の業界需要の実質成長率見通しも調査しており、われわれはGDP成長率を見通す上で、対応する見通し期間の業界需要成長率（IDGROWTH）を産業固有の情報として利用する。

第3のタイプの情報は、各企業のみが有する情報である。GDP成長率を見通す上で、企業固有の情報も有用であろうが、われわれの標本を構成する基本単位が産業であることから、ここでは企業固有の情報は用いない。

今後1年間、今後3年間、今後5年間のGDP成長率見通しの推定式は以下のように特定化される。まず、需要要因を説明変数とする特定化として6つのケースを考える。次に、供給要因を説明変数とする特定化として4つのケースを考える。最後に、需要要因と供給要因を両方加味したケースを特定化する。表1は、それぞれの特特定化において用いられた説明変数を纏めたものである。なお、ベンチマーク・ケースとして、対応する見通し期間の業界需要成長率と年ダミーを説明変数に用いた計測式も推定した。

表1 GDP成長率見通しの計測式の特定化

		説明変数				
需要要因	1	対応する見通し期間の業界需要成長率	現在の民間最終消費支出成長率	現在の民間住宅成長率	現在の民間企業設備成長率	現在の輸出成長率
	2	対応する見通し期間の業界需要成長率	現在から4年前までの民間最終消費支出成長率			
	3	対応する見通し期間の業界需要成長率		現在から4年前までの民間住宅成長率		
	4	対応する見通し期間の業界需要成長率			現在から4年前までの民間企業設備成長率	
	5	対応する見通し期間の業界需要成長率				現在から4年前までの輸出成長率
	6	対応する見通し期間の業界需要成長率				現在から4年前までのGDP成長率
供給要因	1	対応する見通し期間の業界需要成長率	現在の資本ストック成長率	現在の労働成長率	現在のTFP成長率	
	2	対応する見通し期間の業界需要成長率	現在から4年前までの資本ストック成長率			
	3	対応する見通し期間の業界需要成長率		現在から4年前までの労働成長率		
	4	対応する見通し期間の業界需要成長率			現在から4年前までのTFP成長率	
需要要因と供給要因	1	対応する見通し期間の業界需要成長率	現在の民間最終消費支出成長率	現在の民間住宅成長率	現在の民間企業設備成長率	現在の輸出成長率
			現在の資本ストック成長率	現在の労働成長率	現在のTFP成長率	

5. GDP成長率見通し関数の計測結果

計測結果の検討に入る前に、まず使用したデータについて解説しておこう。「企業行動に関するアンケート調査」では、今後1年間、3年間、5年間におけるわが国のGDP成長率の見通しの平均値を、産業別に報告している。従って、産業を標本単位として考え、各産業の回答を時系

列方向に収集すれば、パネル・データを構築することができる。われわれは、22の業種について2001年から2016年まで16年間のデータを利用した。^{5,6}従って、総標本数は352である。

需要要因を説明変数に用いて経済成長率の見通しを推定した結果が表2、表3に示されている。

表2 GDP成長率の見通しに関する計測結果：需要要因（1）

説明変数	今後1年間のGDP成長率			今後3年間のGDP成長率			今後5年間のGDP成長率		
	1#	2	3	4#	5	6	7#	8	9
業種要因									
IDGROWTH	0.1046*** (8.22)	0.3910*** (14.59)	0.4928*** (16.52)	0.1161*** (8.63)	0.2291*** (9.65)	0.2043*** (9.79)	0.1255*** (8.77)	0.2184*** (9.29)	0.2759*** (10.38)
需要要因									
CGROWTH		0.0940*** (5.03)	0.0466** (2.16)		0.0836*** (6.43)	0.0543*** (3.36)		0.0540*** (4.41)	0.0285** (2.04)
RIGROWTH		-0.0556*** (-11.39)			-0.0426*** (-12.51)			-0.0335*** (-10.69)	
FIGROWTH		0.1241*** (13.06)	0.0446*** (5.85)		0.0836*** (13.34)	0.0313*** (5.80)		0.0530*** (9.43)	0.0103** (2.25)
XGROWTH		0.0025 (0.67)	0.0129*** (3.00)		0.0070*** (2.66)	0.0183*** (5.80)		0.0028 (1.15)	0.0107*** (3.94)
定数項	0.0715** (2.05)	0.6121*** (19.49)	0.6870*** (18.95)	0.8439*** (25.19)	0.9733*** (33.48)	1.0848*** (33.71)	1.2593*** (33.18)	1.1864*** (36.73)	1.1930*** (31.81)
自由度修正済 み決定係数	0.9438	0.7490	0.6411	0.8697	0.6805	0.5342	0.7420	0.4996	0.3222
推定方法	RE	FE	FE	RE	FE	RE	RE	FE	FE

備考：括弧内はt値

* 10%水準、** 5%水準、*** 1%水準で有意

推定方法におけるFEは固定効果モデル、REは変量効果モデルを表す

年ダミーの係数推定値は省略されている

5 対象業種は、食料品、繊維製品、パルプ・紙、化学、医薬品、ゴム製品、ガラス・土石製品、鉄鋼、非鉄金属、金属製品、一般機械、電気機器、輸送用機器、精密機器、その他製造、建設、卸売業、小売業、不動産、陸運、倉庫・運輸、サービスである。

6 供給要因の変数である資本ストック成長率、労働成長率、TFP成長率については、2001年から2015年まで15年間のデータしか利用できない。

表3 GDP成長率の見通しに関する計測結果：需要要因（2）

説明変数	今後1年間のGDP成長率			今後3年間のGDP成長率			今後5年間のGDP成長率		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
業種要因									
IDGROWTH	0.4079*** (11.73)	0.5805*** (20.68)	0.5071*** (16.76)	0.3307*** (8.13)	0.3710*** (10.04)	0.5315*** (12.90)	0.3277*** (7.41)	0.1465*** (5.90)	0.3916*** (9.21)
需要要因									
YGROWTH				0.1880*** (10.50)			0.0912*** (6.06)		
YGROWTH-1				0.0410*** (3.16)			0.0372*** (3.06)		
YGROWTH-2				0.0788*** (5.28)			0.0649*** (4.72)		
YGROWTH-3				-0.0233* (-1.80)			-0.0016 (-0.13)		
YGROWTH-4				0.0940*** (5.68)			0.0591*** (3.91)		
CGROWTH		0.1779*** (7.91)			0.1708*** (9.88)			0.1283*** (9.10)	
CGROWTH-1		0.1210*** (5.69)			0.1389*** (7.96)			0.1408*** (9.80)	
CGROWTH-2		0.1228*** (5.80)			0.0963*** (5.55)			0.1258*** (8.56)	
CGROWTH-3		-0.0570** (-2.13)			-0.0281 (-1.31)			-0.0048 (-0.26)	
CGROWTH-4		0.1605*** (5.46)			0.1522*** (6.25)			0.1546*** (7.49)	
RIGROWTH			-0.0050 (-1.06)			-0.0076** (-2.24)			-0.0128*** (-4.53)
RIGROWTH-1			0.0273*** (5.23)			0.0087** (2.30)			0.0068** (2.31)
RIGROWTH-2			0.0043 (0.94)			0.0052 (1.55)			0.0072** (2.57)
RIGROWTH-3			-0.0042 (-0.89)			-0.0064* (-1.83)			-0.0046 (-1.60)
RIGROWTH-4			-0.0129** (-2.23)			-0.0141*** (-3.31)			-0.0149*** (-4.23)
定数項	0.5829*** (15.20)	0.4608*** (7.42)	0.8837*** (17.21)	0.8751*** (20.00)	0.7244*** (13.46)	0.8818*** (15.71)	1.0356*** (20.22)	1.0403*** (21.89)	1.0965*** (19.45)
自由度修正済 み決定係数	0.7922	0.7240	0.6655	0.5998	0.5984	0.4028	0.3818	0.5441	0.3345
推定方法	FE	FE	RE	FE	FE	FE	FE	RE	FE

備考：表の見方については表2の備考を参照のこと

表2は説明変数にGDPを構成する4つの需要項目（消費、住宅投資、設備投資、輸出）の今期成長率を同時に用いた計測結果である。なお、比較のために業界需要成長率の見通しと年ダミーを用いた計測結果も合わせて示している。まず見通し期間の長短にかかわらず、すべての

特定化において業界需要成長率の見通しがGDP成長率の見通しに対して有意に正の影響を与えていることがわかる。このことは、経済全体の成長率を予測する上で各企業が属する業界における需要成長率の情報が有用であることを示唆している。個別需要項目の中で住宅

表3 (続) GDP成長率の見通しに関する計測結果：需要要因 (2)

説明変数	今後1年間のGDP成長率		今後3年間のGDP成長率		今後5年間のGDP成長率	
	10	11	12	13	14	15
業種要因						
IDGROWTH	0.6148*** (18.17)	0.5711*** (16.90)	0.4924*** (11.58)	0.3860*** (10.11)	0.4013*** (8.98)	0.2721*** (6.75)
需要要因						
IFGROWTH	0.0256** (2.52)		0.0232*** (2.92)		0.0005 (0.07)	
IFGROWTH-1	0.0264*** (3.54)		0.0064 (0.99)		0.0136** (2.46)	
IFGROWTH-2	-0.0004 (-0.06)		0.0031 (0.49)		0.0012 (0.22)	
IFGROWTH-3	-0.0108 (-1.51)		-0.0049 (-0.82)		-0.0006 (-0.11)	
IFGROWTH-4	0.0097 (1.02)		-0.0018 (-0.23)		-0.0104 (-1.54)	
XGROWTH		0.0345*** (6.64)		0.0340*** (9.46)		0.0204*** (7.21)
XGROWTH-1		0.0183*** (5.02)		0.0130*** (4.46)		0.0145*** (5.81)
XGROWTH-2		0.0139*** (3.57)		0.0119*** (3.89)		0.0143*** (5.49)
XGROWTH-3		-0.0021 (-0.55)		0.0046 (1.63)		0.0106*** (4.38)
XGROWTH-4		-0.0015 (-0.45)		0.0006 (0.24)		0.0057*** (2.66)
定数項	0.7354*** (19.11)	0.5792*** (11.65)	0.9229*** (18.54)	0.8201*** (17.38)	1.1057*** (20.02)	1.0016*** (21.28)
自由度修正済み決定係数	0.6704	0.7071	0.4261	0.5733	0.2938	0.494
推定方法	FE	FE	FE	FE	FE	FE

備考：表の見方については表2の備考を参照のこと

投資成長率は、マイナスの係数値が得られており、説明変数から住宅投資成長率を除いた計測結果も示されているが、この場合にはすべての需要項目について有意に正の係数値が得られている。また各計測式の自由度修正済み決定係数を比較したところ、見通しが長期になるにつれてGDP成長率の予測力が低下することがわかった。例えば、住宅投資成長率を除いた特定化における決定係数は、今後1年間では0.6411、今後3年間では0.5342、今後5年間では0.3222と次第に低下している。

表3は、個別の需要項目の今期から4年前ま

での成長率を用いた計測結果を纏めている。計測結果から今期のみならず過去における成長率もGDP成長率を見通す上で有用な情報を与えていることがわかる。過去の成長率に有意な係数値が多く得られている需要項目は、GDP成長率、消費成長率、輸出成長率である。これに対して、住宅投資成長率、設備投資成長率は多くのラグ係数値が有意ではない。住宅投資や設備投資の成長率は他の需要項目に比べて変動が大きく、GDP成長率を見通す上で有用な情報として活用されていない。なお、今期から4年前までの成長率を用いた計測結果において

も、決定係数は予測期間が長期化するにつれて低下している。

最後に、3つの個別需要項目（消費、設備投資、輸出）の今期成長率を同時に用いた計測結果とそれぞれの需要項目の今期から過去の成長率を用いた結果を、説明変数の予測力という視点から比較してみると、個別の需要項目の今期から4年前の成長率を用いた結果の方が予測力は高いことがわかる。とりわけ決定係数が高いのは、GDP成長率、消費成長率、輸出成長率を用いたケースである。今後1年間、今後3年間におけるGDP成長率の見通しについては、今期から4年前のGDP成長率を用いた計測式の決定係数が最も高いものの、今後5年間におけるGDP成長率の見通しにおいては、今期か4年前

の消費成長率を用いた計測式の決定係数（0.5441）が最も高く、ついで今期から4年前の輸出成長率を用いた計測式（0.4940）が続く。今期から4年前のGDP成長率を用いた計測式の決定係数は0.3818と一段と低い。需要要因によるGDP成長率見通しの計測結果をまとめると、GDPを構成する個別需要項目の今期成長率を合わせたケースよりも、GDP成長率、消費成長率や輸出成長率それぞれの今期から過去の成長率の情報の方が将来のGDP成長率を見通す上で有用な情報を提供しているといえる。

次に供給要因を説明変数に用いた推定式の計測結果を検討しよう。計測結果が表4、表5に纏められている。

表4 GDP成長率の見通しに関する計測結果：供給要因（1）

説明変数	今後1年間のGDP成長率			今後3年間のGDP成長率			今後5年間のGDP成長率		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
業種要因									
IDGROWTH	0.4951*** (16.25)	0.3672*** (13.24)	0.4694*** (15.38)	0.3149*** (11.31)	0.2263*** (9.38)	0.2944*** (10.75)	0.2419*** (9.31)	0.1472*** (8.99)	0.2254*** (9.21)
供給要因									
KGROWTH	0.1620*** (5.64)	0.0598 (1.45)	0.1257*** (2.62)	0.1367*** (6.80)	-0.0151 (-0.53)	0.0427 (1.28)	0.1179*** (6.94)	-0.0437* (-1.69)	-0.0095 (-0.35)
LGROWTH	0.2196*** (7.44)	0.1826*** (4.20)	0.0932* (1.87)	0.1787*** (9.07)	0.0946*** (3.16)	0.0455 (1.31)	0.1277*** (7.88)	0.0134 (0.50)	-0.0165 (-0.58)
TFPGROWTH	0.1536*** (5.76)	0.084 (1.21)	0.0321 (0.39)	0.1324*** (7.41)	-0.0700 (-1.45)	-0.0835 (-1.47)	0.0736*** (4.92)	-0.1965*** (-4.52)	-0.2026*** (-4.35)
需要要因									
CGROWTH		0.0866* (1.86)	0.0487 (0.90)		0.1527*** (4.69)	0.1182*** (3.10)		0.1858*** (6.34)	0.1617*** (5.17)
RIGROWTH		-0.0625*** (-10.65)			-0.0432*** (-10.80)			-0.0273*** (-7.81)	
FIGROWTH		0.1039*** (9.14)	0.0520*** (4.32)		0.0737*** (9.39)	0.0393*** (4.66)		0.0599*** (8.73)	0.0379*** (5.53)
XGROWTH		-0.0136* (-1.76)	0.0089 (1.02)		0.0070 (1.30)	0.0218*** (3.55)		0.0192*** (3.96)	0.0282*** (5.59)
定数項	0.6250*** (12.32)	0.6452*** (14.08)	0.5723*** (10.77)	0.9604*** (22.82)	1.0011*** (27.31)	0.9171*** (21.76)	1.1910*** (29.48)	1.2420*** (36.91)	1.1463*** (29.50)
自由度修正済み決定係数	0.6511	0.7720	0.6750	0.5372	0.7027	0.5763	0.3927	0.5687	0.4707
推定方法	FE	FE	FE	FE	FE	FE	FE	RE	FE

備考：表の見方については表2の備考を参照のこと

表5 GDP成長率の見通しに関する計測結果：供給要因（2）

説明変数	今後1年間のGDP成長率			今後3年間のGDP成長率			今後5年間のGDP成長率		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
業種要因									
IDGROWTH	0.5711*** (18.47)	0.6456*** (19.04)	0.5714*** (14.39)	0.5888*** (14.84)	0.4877*** (11.58)	0.4816*** (10.93)	0.4352*** (10.28)	0.3567*** (7.82)	0.4211*** (9.03)
供給要因									
KGROWTH	0.0026 (0.11)			-0.0196 (-1.23)			0.0150 (1.16)		
KGROWTH-1	-0.0734*** (-3.04)			-0.0003 (-0.02)			-0.0064 (-0.48)		
KGROWTH-2	0.0454* (1.94)			0.0463*** (2.83)			0.0382*** (2.88)		
KGROWTH-3	0.0441* (1.76)			0.0264 (1.51)			0.0284** (2.02)		
KGROWTH-4	0.0556** (2.14)			0.0384** (2.13)			0.0450*** (3.08)		
LGROWTH		0.0916*** (3.31)			0.1061*** (4.97)			0.0673*** (3.88)	
LGROWTH-1		0.0714*** (2.97)			0.0163 (0.82)			0.0508*** (2.99)	
LGROWTH-2		-0.0267 (-1.12)			-0.0105 (-0.55)			0.0313** (1.97)	
LGROWTH-3		0.0230 (1.02)			0.0358* (1.95)			0.0373** (2.40)	
LGROWTH-4		-0.0576** (-2.43)			-0.0677*** (-3.63)			-0.0344** (-2.24)	
TFPGROWTH			0.1359*** (5.01)			0.0999*** (5.51)			0.0275* (1.87)
TFPGROWTH-1			0.0431** (2.49)			0.0233 (1.63)			0.0248** (1.98)
TFPGROWTH-2			0.0633*** (2.93)			0.0104 (0.64)			-0.0083 (-0.60)
TFPGROWTH-3			-0.0558*** (-2.64)			-0.0129 (-0.78)			0.0136 (0.93)
TFPGROWTH-4			0.0885*** (3.50)			0.0489** (2.50)			0.0102 (0.61)
定数項	0.6974*** (9.07)	0.7897*** (17.38)	0.7561*** (18.91)	0.7384*** (11.22)	0.9900*** (17.65)	0.9442*** (18.59)	0.9440*** (15.01)	1.2325*** (19.56)	1.1108*** (18.91)
自由度修正済み決定係数	0.6435	0.6673	0.6942	0.3915	0.4618	0.4629	0.2982	0.3391	0.2604
推定方法	RE	FE	FE	FE	FE	FE	FE	FE	FE

備考：表の見方については表2の備考を参照のこと

まず、今期の資本ストック成長率、労働成長率、TFP成長率を同時に説明変数に用いた計測式(表4)では見通す期間の長短にかかわらず、それぞれの係数値は有意に正であり、GDP成長率を見通す上で供給要因も有用な情報を与えていることがわかる。この場合にも、見通し期間が長くなるにつれて説明変数の予測力は低下している。今後1年間の見通しでは決定係数

は、0.6511であるが、今後3年間の見通しになると0.5372、今後5年間の見通しになると0.3927まで低下している。

次に供給要因の個別項目の今期から4年前までの成長率を別々に説明変数として用いた計測結果を見てみよう(表5)。有意に正の係数値が得られているケースもあるが、係数値が有意でないケースも多く観察される。決定係数を比較

してみると、今後1年間のGDP成長率見通しにおいては、今期から4年前までのTFP成長率を用いた計測式の決定係数が0.6942と最も高いが、今後3年間、今後5年間のGDP成長率見通しにおいては、今期の資本、労働、TFP成長率を同時に用いた計測結果の決定係数が0.5372、0.3927と最も高い。供給要因の個別項目の過去の成長率には、有意でない係数値が多く散見されることや低い決定係数を勘案すると、供給要因については今期の資本成長率、労働成長率、TFP成長率を同時に用いてGDP成長率を見通すことが最も予測力があるといえよう。

最後に、将来のGDP成長率を見通す上で需要要因と供給要因の相対的な重要性について考察を加えよう。表4には需要要因と供給要因を同時に説明変数として用いた計測結果が示されている。両要因を同時に考慮すると多重共線性のために有意性の低い係数値が多くなるが、今後1年間のGDP成長率の見通しを除けば、係数値の有意性が失われる変数の多くは供給要因である。因みに、今後5年間のGDP成長率の見通しでは、供給要因の中で有意に正の係数値が得られた変数は皆無である。また、決定係数の大きさを比較しても、需要要因を用いた計測式が供給要因を用いた計測式を凌駕している。以上の結果から判断すると、GDP成長率を見通す上で需要要因の方が供給要因よりも重要といえるだろう。

6. 中小・中堅企業によるGDP成長率の見通し

「企業行動に関するアンケート調査」は、従

来東京・名古屋の証券取引所に上場されている企業が対象であったが、平成28年度より資本金1億円以上10億円未満の中小・中堅企業も別途、調査対象となった。以下では平成28年度調査に基づいて実質GDP成長率の見通しについて上場企業と中小・中堅企業の比較を行ってみよう。

GDP成長率見通しについては、上場企業と中小・中堅企業では以下のような相違点がある。まず、製造業では見通し期間の長短にかかわらず上場企業よりも中小・中堅企業の方が成長率は低く見通されている（表6参照）。特に、その傾向は今後5年間の見通しにおいて顕著である。上場企業の成長率見通しは、1.04%であるが、中小・中堅企業では0.95%と0.09%ポイントも低くなっている。これに対して非製造業では上場企業と中小・中堅企業の間には大きな差はなく、今後5年間の見通しにおいては中小・中堅企業の方が、見通しが高くなっている（上場企業においては0.95%、中小・中堅企業では1.01%）。

では、GDP成長率の見通しの違いはどこからきているのだろうか。GDPを構成する需要要因の成長率や供給要因を構成する労働成長率、資本ストック成長率、TFP成長率は企業規模を問わず、共通に利用できる情報である。従って、GDP成長率の見通しに違いをもたらすのは、各業種、企業規模によって異なる業界需要の成長率見通しであろう。事実、製造業については見通し期間の長短に関わらず、中小・中堅企業の方が上場企業よりも業界需要の成長率見通しが低くなっている。その差は0.16%ポイント（今後5年間見通し）から0.22%ポイント（次年度

見通し、今後3年間見通し)の範囲にある。これに対して非製造業では今後3年間の見通しでは中小・中堅企業と上場企業の間に差はないものの、次年度見通し、今後5年間見通しについては中小・中堅企業の方が上場企業よりも若干高くなっている。

また、業界需要の成長率見通しのばらつきを、標準偏差を用いて上場企業と中小・中堅企業で比較すると中小・中堅企業の方が大きいことがわかる。この点を反映して、GDP成長率の見通しのばらつきも中小・中堅企業の方が大きくなっている。

わが国では企業数において中小・中堅企業が大企業よりも圧倒的に大きな比重を占めており、中小・中堅企業がGDP成長率の見通しをどのように決定しているのか分析することは大きな意味を持っている。詳細な分析は今後のデータの蓄積を待たねばならないが、中小・中堅企業においては業界需要の成長率見通しのばらつきが大きいこと、製造業においては中小・中堅企業が上場企業より業界需要の成長率見通し

を低くみている等の知見はさらなる検討を加える必要があるだろう。

7. 結びにかえて：経済見通しを明るくするためには何が必要か

企業が日本経済の経済成長率をどのように見通してきたのか、その推移と決定要因について定量的分析を行った。実証分析の結果は、アベノミクスの実施以降、GDP成長率見通しのばらつきは減少したものの、GDP成長率の水準の上昇は観察されなかったことを示している。換言すれば、日本経済は安定化したものの、必ずしも成長力が高まったとはいえないのである。

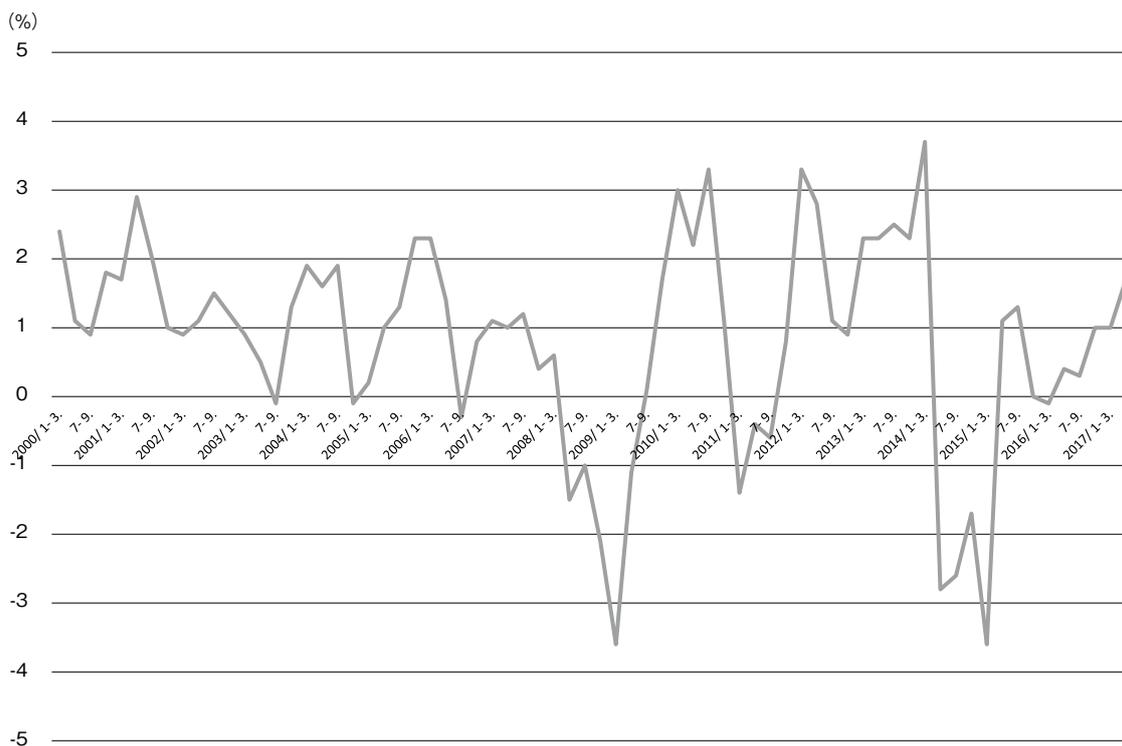
では、長期にわたって日本経済の期待成長率を高めるためには、どのような政策が必要なのだろうか。成長期待を決定する要因を需要要因と供給要因に分けて定量的な分析を行った結果、企業は供給要因よりも需要要因を重視しており、長期の期待成長率に密接に結びついている要因は消費成長率と輸出成長率であることがわかった。

表6 中小・中堅企業と上場企業のGDP成長率・業界需要成長率見通しの比較

	GDP成長率見通し					
	今後1年間		今後3年間		今後5年間	
	実数値平均	標準偏差	実数値平均	標準偏差	実数値平均	標準偏差
全産業	0.99 (1.02)	0.58 (0.41)	1.04 (1.06)	0.70 (0.49)	0.99 (1.00)	0.81 (0.54)
製造業	0.96 (1.02)	0.48 (0.40)	1.02 (1.07)	0.57 (0.55)	0.95 (1.04)	0.67 (0.58)
非製造業	1.01 (1.02)	0.64 (0.41)	1.06 (1.05)	0.80 (0.43)	1.01 (0.95)	0.91 (0.49)
	業界需要成長率見通し					
	今後1年間		今後3年間		今後5年間	
	実数値平均	標準偏差	実数値平均	標準偏差	実数値平均	標準偏差
全産業	0.83 (0.88)	1.86 (1.55)	0.88 (0.99)	2.09 (1.35)	0.84 (0.90)	2.35 (1.35)
製造業	0.72 (0.94)	2.06 (1.47)	0.79 (1.01)	2.37 (1.24)	0.80 (0.96)	2.73 (1.27)
非製造業	0.92 (0.83)	1.68 (1.62)	0.96 (0.96)	1.81 (1.46)	0.87 (0.84)	1.97 (1.43)

備考：括弧内は上場企業の値

図14 民間最終消費支出成長率（対前年同期比）の推移



出所：内閣府経済社会総合研究所ホームページ

輸出成長率については、すでに見たように、2013年第4四半期から2015年第1四半期にかけて円安の進行もあり、5%を超える高い輸出成長率を記録し、日本経済を牽引してきた。しかし、安定的に成長期待を高めるためには輸出の伸びに期待することはできない。その最大の理由は、輸出は変動が大きく為替レートや外国の経済状況に大きく左右されるからである。

従って、安定して高めるべきは消費の成長率であろう。図14は、わが国の民間最終消費支出成長率の推移を示している。

消費成長率は2013年第1四半期から2014年第1四半期まで2%から3%の安定した成長率を記録したが、その後は消費税率引き上げもあって消費成長率は低迷している。しかし、輸出成

長率に比べると消費成長率ははるかに安定している。2000年第1四半期から2017年第2四半期までの輸出成長率と消費成長率の標準偏差は、それぞれ11.17%、1.56%であり、輸出の変動は消費の変動の10倍近くある。

消費成長率を高めるためには、消費者の将来に対する不安を払拭しなければならない。そのために必要な施策は、まず非正規雇用を正規雇用に変換できる機会を備えた柔軟な労働市場システムを設計し、安定的な雇用の確保を図ることである。より抜本的な改革としては、社会保障制度の長期ビジョンを国民に示し、それを達成するために実現可能なバランスの取れた給付と負担構造を国民に提示することが喫緊の課題となろう。