

2020年8月28日 全9頁

感染拡大が潜在成長率に与える影響

感染拡大が続けば潜在成長率は大幅なマイナスに

経済調査部 シニアエコノミスト 橋本 政彦
研究員 小林 若葉
研究員 田村 統久
エコノミスト 岸川 和馬
シニアエコノミスト 神田 慶司

[要約]

- 新型コロナウイルスの感染拡大は、人々の生活様式をはじめ様々な構造変化を引き起こし、経済の需要面だけでなく、供給面から見た日本経済の成長力を大きく左右する可能性がある。そこで本稿では、コロナショックが経済の供給能力、すなわち潜在成長率にいかに関与を及ぼすかを検討する。
- 資本ストックに関して、コロナショックによる需要の急減を受け、とりわけ対面を伴うサービス業でストック調整圧力が高まっている。だが、それらの業種が設備投資全体に占める割合は低いことに加え、一部業種ではコロナ禍が設備投資に対しプラスに働くとみられ、マクロのストック調整圧力は限定的である。
- 一方、労働投入については、労働参加率、労働時間ともに足元で大きく落ち込んでいる。これはサービス業を中心とした営業活動の自粛に起因したものであり、経済活動が再開されるに伴って、元のトレンドへと回帰する公算が大きい。
- 潜在成長率の先行きに関して、標準シナリオにおいては早晩、低下傾向に歯止めが掛かり、ゼロ近傍ながらプラス圏での推移が続く見込みである。もっとも、感染拡大による活動自粛が長引けば、ストック調整は深刻化し、労働投入も下振れする可能性が高く、潜在成長率は大幅なマイナスになると見込まれる。

1. はじめに

新型コロナウイルス感染拡大は日本経済に短期間で甚大な影響を与えた。日本経済の先行きを考える上では、コロナショックによって消失した需要が今後いかに持ち直していくかという点が重要であることは間違いない。だがコロナショックが過去の危機と大きく異なるのは、人々の生活様式をはじめ様々な構造変化を引き起こす可能性がある点だ。こうした変化は、経済の需要面だけでなく、供給面から見た日本経済の成長力を大きく左右する可能性を秘めている。

そこで本稿では、今回の大規模な需要ショックが経済の供給能力、すなわち潜在成長率にいかに関与を及ぼすかを検討する。具体的には、伝統的な生産関数における生産要素である資本ストックと労働投入に焦点を絞り、それぞれ標準的なシナリオ、およびコロナショックが様々なネガティブな構造変化をもたらすと想定した悲観的なシナリオの2パターンを示す。その上で、それぞれの前提の下で描かれる潜在成長率を将来推計し、そこから得られるインプリケーションを探る。

2. 今回のストック調整圧力はリーマン・ショック時に比べて限定的

設備過剰感の急激な高まりは一部サービス業に限られる

はじめに資本ストックの先行きについて検討する。コロナショックを受けて需要が急速に縮小する中、企業のストック調整圧力はどれほど高まったのだろうか。

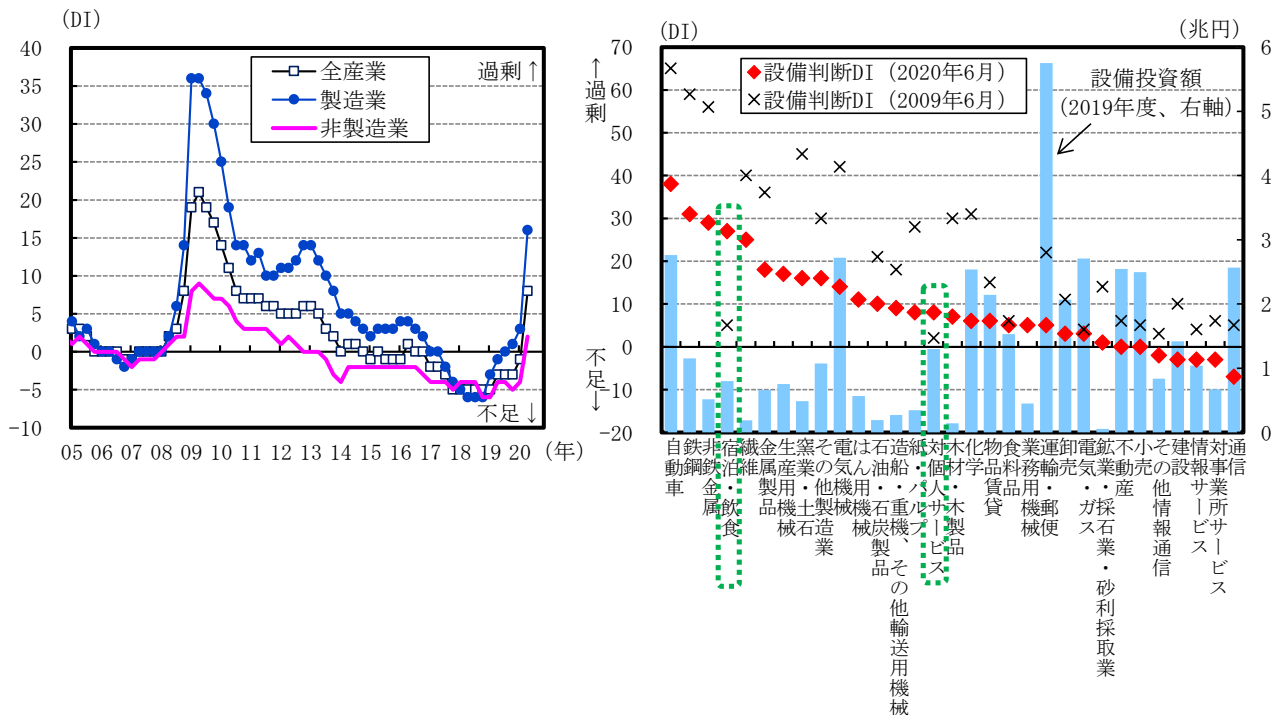
民間企業の設備過不足感を日銀短観の生産・営業用設備判断DI（以下、設備判断DI）で確認すると、2020年6月調査では前回（3月）調査から急速に過剰感が高まり、全規模・全産業ベースの設備判断DIは+8%ptと2016年6月調査以来の「過剰」超に転じた（**図表1左**）。だが、2020年4-6月期のGDP成長率が戦後最大の減少率を記録したにもかかわらず、設備判断DIに見る設備過剰感はリーマン・ショック時よりも小さい。需要の落ち込み度合いに照らせば、設備の過剰感の高まりは限定的だったといえる。

設備判断DIを個別業種ごとに見ていくと（**図表1右**）、大半の業種における設備過剰感はリーマン・ショック後の最悪期（2009年6月）に比べて小さいことが分かる。その中で、「宿泊・飲食」と「対個人サービス」の2業種に限っては、リーマン・ショック後よりも設備過剰感が大きい。つまり、コロナ禍によって需要は急減することになったが、個人消費、とりわけ外出・営業自粛要請の影響を強く受けたサービス消費の減少が顕著だったため、ストック調整圧力も関連業種に集中しているのが足元の大きな特徴である。

こうした設備過剰感の業種別の偏りを踏まえると、今回のコロナショックによる資本ストック調整はリーマン・ショック時ほどには大きくならないだろう。なぜなら、「宿泊・飲食」、「対個人サービス」の2業種では大幅なストック調整の可能性が示唆されるものの、これらの業種における資本ストックや設備投資が企業部門全体に占める割合は小さいからである（**図表1右**）。もちろん、設備過剰感が大きい自動車や鉄鋼、非鉄金属などでは設備投資が抑制される公算が大きい。既述のようにこれらの業種はリーマン・ショック時よりも調整圧力が小さい。

また、業種別の設備判断DIに関して、全ての業種で「過剰」超となったリーマン・ショック時とは異なり、足元では一部の業種においては、なおも設備「不足」の状態が続いている。具体的には、「通信」、「対事業所サービス」、「情報サービス」などが挙げられる。これらの業種では、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うライフスタイルの変化、例えばテレワークの普及などが、業況や設備投資に対してプラスに働いているとみられ、こうした状況は先行きも持続すると見込まれる。実際、これらの業種は足元においても能力増強投資にも前向きであり、資本ストックが積み増されていく可能性が高い。

図表 1：設備判断DIの推移（左）、業種別設備判断DIと設備投資額（右）



(注) 右図の設備投資額は日銀短観におけるソフトウェア投資を含む設備投資額（除く土地投資）。
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

コロナショックによる期待成長率の下振れは小幅か

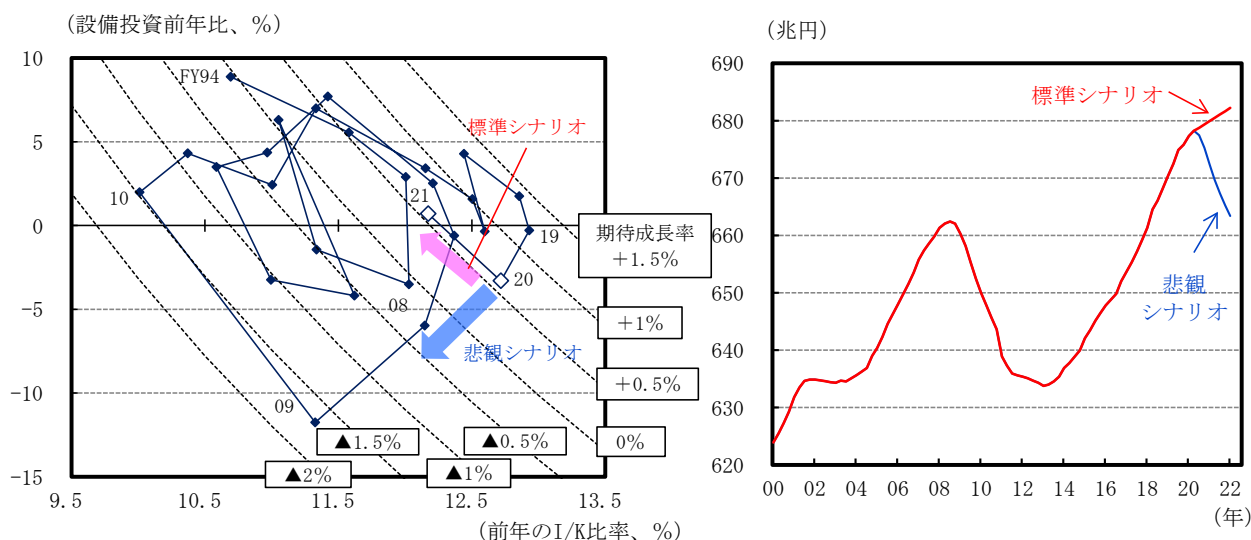
もっとも、企業の設備投資、資本ストックの水準は、足元の設備過剰感のみによって決定されるわけではない。資本ストック循環の考え方に基づけば、とりわけ企業の期待成長率の動向が今後のストック調整の経路に大きく影響を与えることになる。

図表 2 左は民間企業のストック循環図を描いたものである。図表横軸には前年の I/K 比率（設備投資/民間設備資本ストック比率）を、縦軸に設備投資の前年比をとっており、両者は景気循環に応じて時計回りの循環を描くことで知られる。一方、その循環の基点は企業の期待成長率によって変化する。期待成長率を一定とした場合の I/K 比率と設備投資の関係は図中の左上から右下にかけての双曲線で表すことが可能であり、言い換えれば、仮に期待成長率が低下すれば、循環の基点は図中左下方方向へシフトすることになる。

この資本ストック循環図上で足元の資本ストックおよび、設備投資の状況进行评估すると、2019年度時点では期待成長率が概ね+1%程度の下で設備投資が実施されていたことが分かる。一方、先行きを考える上で問題となるのは、この期待成長率がコロナショックを経てどのように変化したかという点である。

そこで2020年6月に調査されたアンケート結果を見ると、日銀短観（2020年6月調査）における2020年度の設備投資計画（含む土地、全規模全産業）は前年比▲0.8%と小幅な減少が見込まれている。日本政策投資銀行調査（回答期日：2020年6月22日）による設備投資計画（大企業全産業）は同+3.9%と、前年からの増加する見込みだ。いずれの調査においても、実績値は計画からは下方修正される傾向があることには留意が必要であるものの、両調査で大幅なマイナスが見込まれていたリーマン・ショック後に比べれば計画は非常に底堅い。これらの設備投資計画からは、企業の期待成長率がコロナショック後も大きく下振れしていないことが示唆される。そのため標準シナリオでは先行きの期待成長率が大きく変わらないとの前提の下、資本ストック調整は小幅にとどまるとみている。

図表2：資本ストック循環図（左）、民間企業資本ストックのシナリオ（右）



(注1) 左図の2020年度、2021年度は大和総研予測。

(注2) 右図における悲観シナリオは実質設備投資がリーマン・ショック後と同様の推移をすると仮定した場合の民間企業資本ストック。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

一方、先行きに関して悲観的なシナリオを描くとすれば、企業の期待成長率がリーマン・ショック時並みに下振れする場合であろう。足元で確認できる各種調査における設備投資計画は底堅いものの、これはコロナショックによる需要の減少があくまで一時的なものとみているためと考えられる。感染拡大の長期化が予想される中、感染爆発が生じれば緊急事態宣言の再発出を余儀なくされ、4-6月期のように景気が大幅に悪化する可能性がある。過去最大の調整を強いられたリーマン・ショック時は、ストック循環図上、▲1.5%程度の期待成長率の下で設備投資が決定されていた。今のところ企業や金融機関のバランスシートは比較的健全だが、深刻な景

気悪化がリーマン・ショック時のような金融危機に発展すれば、**図表 2 右**で示すように資本ストックが減少基調へと転じることを想定しておく必要がある。

3. 営業自粛が労働供給の押し下げ要因に

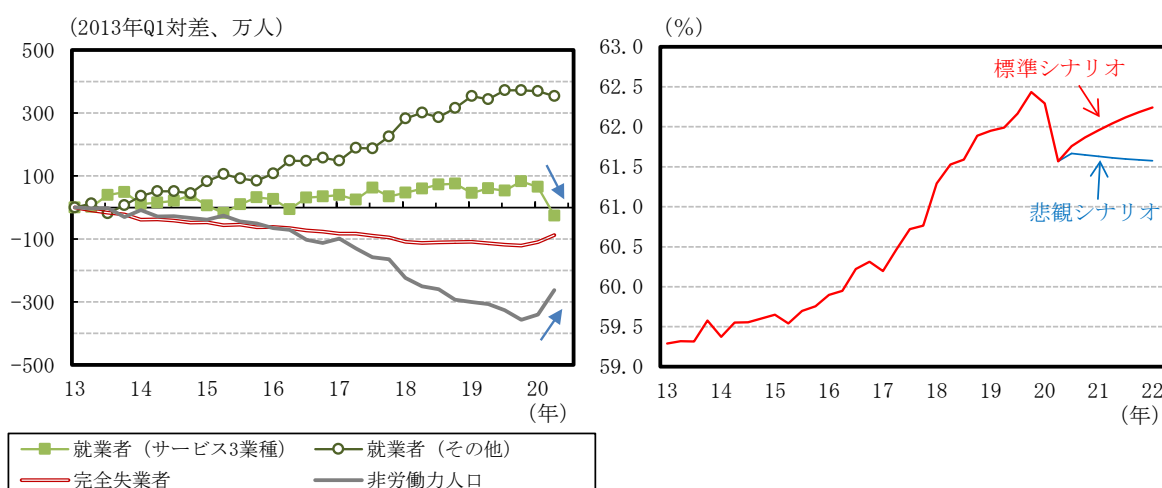
サービス業の雇用吸収力が労働力率回復のカギ

労働投入の先行きはどうか。本章ではコロナショックを受けて労働供給がいかに変化するか、すなわち労働力を提供する人々の就労行動がどのように変化するかを考察していく。

まずコロナ禍における労働市場の動向を確認すると、就業者数は2020年1-3月期から4-6月期までの1四半期で110万人弱減少したが、その約2割が失業者となり、残りの約8割は非労働力人口となった（**図表 3 左**）。すなわち、減少した就業者数の大半が労働市場から退出し、その結果として労働力率は大幅に低下した。こうした労働力率の動きは過去の景気悪化局面では見られなかった。

では、なぜ足元で労働力率が大幅に低下したのか。これは就業者が大幅に減少した業種の就業構造に起因している。就業者を産業別に見ると、コロナショックの影響を強く受けた「卸売業、小売業」「宿泊業、飲食サービス業」「生活関連サービス業、娯楽業」で減少が顕著だった（3業種で計90万人強）。そして、これらの業種では「学生アルバイト」や「主婦パート」など仕事を生活の中心としていない就業者が多い。一部の主婦などにおいては、休校などを受け、育児のために就業を断念したという事情もあるとみられるが、これに加えて、離職後すぐに収入を得る必要性が低い人が多かったことが、労働市場からの退出の増加につながったと考えられる。

図表 3：産業別就業者数・失業者数・非労働力人口の推移（左）、労働力率のシナリオ（右）



（注 1）左図のサービス 3 業種は「卸売業、小売業」「宿泊業、飲食サービス業」「生活関連サービス業、娯楽業」。

（注 2）右図の標準シナリオは、2019 年平均の労働市場参入確率・退出確率に則った推移。悲観シナリオは非労働力人口から「卸売業、小売業」「宿泊業、飲食サービス業」「生活関連サービス業、娯楽業」への就業が2019年平均対比で2割少なくなることを想定した推移。

（出所）総務省統計より大和総研作成

つまり、上記の3業種の労働需要がコロナショックを経て以前の水準まで回復するか否かが、コロナショックによって非労働力となった人々の労働参加、労働力率の先行きにも大きく影響すると考えられる。標準シナリオでは、時間はかかりつつも、経済活動の再開が進む中でサービス業の労働需要は回復基調が続くと見込まれる。だが感染拡大が長期化すれば、同業種の業態に構造的な変化をもたらし、以前ほど労働力を吸収しなくなる可能性がある。この場合、同業種で不要となった労働力が他業種へとスムーズに移動できれば大きな問題とはならない。しかし、上記のサービス3業種では入職時に特定の資格やスキルを必要としないことが多く、離職者が資格・スキル不足を理由に他業種へと転職できない場合も少なくないとみられる。

以上を踏まえ、非労働力人口から労働力人口への移動確率（参入確率）、および労働力人口から非労働力人口への移動確率（退出確率）に一定の仮定を置き、労働力率の先行きを試算したものが**図表3右**である。標準シナリオでは2019年の平均的な参入・退出確率に則って労働参加率が推移するという仮定を置いており、労働力率は2020年4-6月期をボトムに上昇していく姿となっている。一方、サービス3業種への労働市場外からの新規就業が2019年平均に比べ2割減少することを想定した悲観シナリオにおいては、労働力率はコロナショック前の水準には戻らず、むしろ緩やかに低下していくことになる。この結果は、あくまで便宜的な試算ではあるものの、感染拡大の長期化が労働供給のトレンドを変化させる可能性を示唆する。

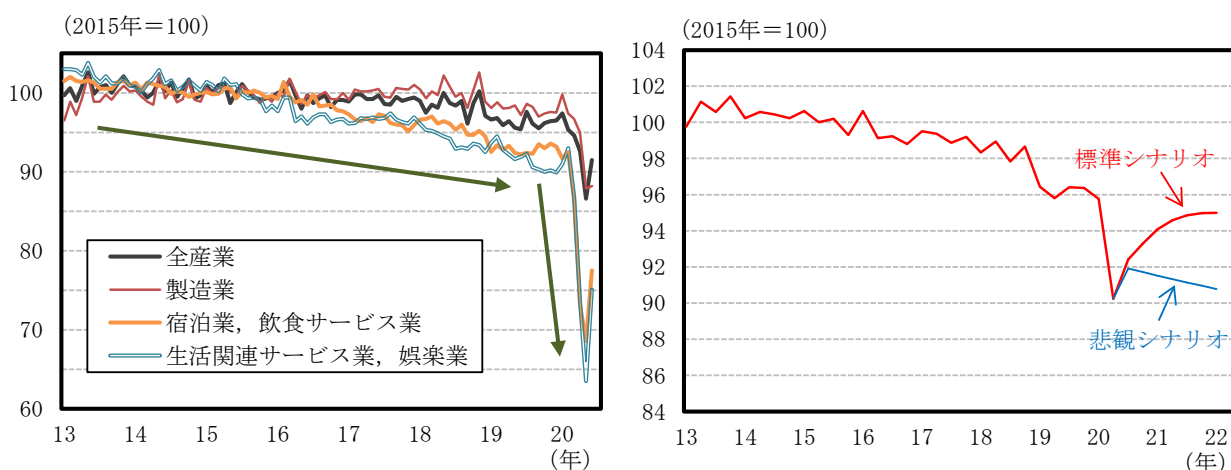
経済活動の自粛が労働時間を大幅に押し下げ

労働投入に関してもう一点検討する必要があるのは、コロナショックを契機として、労働時間のトレンドが下方にシフトする可能性である。今回は感染拡大防止のため、サービス業を中心に営業活動が自粛され、労働時間が大きく押し下げられた。

実際、業種別の労働時間を確認すると（**図表4左**）、「宿泊業、飲食サービス業」と「生活関連サービス業、娯楽業」の2業種で減少が顕著である。また緊急事態宣言の全面解除後の6月では、労働時間がコロナショック前の水準まで回復した業種も散見される中、上記2業種の回復は著しく鈍い。これは多くの店舗で感染症対策として時短営業が続けられたことや、需要回復の遅れに起因する。

従って、労働時間の先行きを見通す上では、特に上記2業種においてコロナショック前と同程度の営業活動が可能となるか否かに左右されることになる。標準シナリオにおいては、時間の経過とともに自粛の動きも緩和され、従来のトレンドまで1人当たり労働時間が回復すると見込む。一方で悲観シナリオの場合には、対面を伴うサービス業を中心に下方シフトした労働時間は元の水準に戻らず、結果として全産業ベースでの労働時間もコロナショック前から下方にレベルシフトすると考えられる。

図表4：業種別1人当たり労働時間（左）、1人当たり労働時間のシナリオ（右）



(注) 右図の標準シナリオは、労働時間が一定のペースで以前のトレンド線へと回帰することを想定している。悲観シナリオは、労働時間が2020年6月の水準からトレンド線と同じ傾きで減少を続けると想定。

(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

4. 潜在成長率の先行き

標準シナリオでも潜在成長率はゼロ近傍まで低下

ここまで検討してきた資本ストック、および労働投入の先行きを前提とした場合に、潜在成長率がどのように推移するのかを試算する。具体的には、資本ストック、労働力率、労働時間それぞれに関して、前章までで示した標準シナリオ、および悲観シナリオを前提とし、2パターンの先行きを試算した。

ここでTFP上昇率については、両シナリオともに2020年1-3月期以降、潜在成長率への寄与は一定と想定している。これはコロナショック後もそれ以前と同程度のペースで生産性が向上することを意味する。実際にはコロナショックによって経済効率性が低下し、TFP上昇率が低下することが考えられる。だが反対に、ソーシャルディスタンスなどの制約を乗り越えようとする企業努力が新たな商品やサービス、ビジネスモデルを生み出したり技術革新を促したりすることで、結果的に生産性の向上ペースが加速することも考えられる。本稿ではその両方の可能性を視野に入れつつ、労働と資本の投入量の構造的変化がマクロで見た供給力に及ぼす影響に注目する観点から、将来推計期間のTFP上昇率を一定と見込んだ。

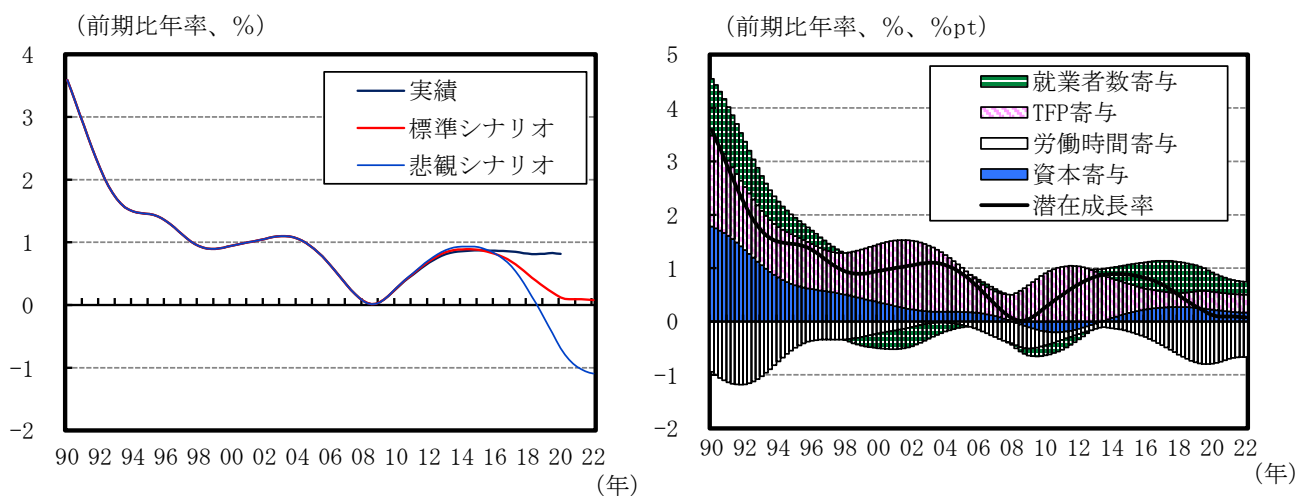
推計した両シナリオの潜在成長率が図表5左である。これを見ると、標準シナリオにおける潜在成長率は2021年度末時点において、ほぼゼロ近傍まで低下する。一方、悲観シナリオではマイナスでの推移が続き、2021年度末時点で▲1.0%程度までマイナス幅が拡大する。

この結果を解釈する際に注意が必要なのは、標準シナリオ、悲観シナリオのいずれにおいても、過去分の結果が大きく下方修正されているという点である。これは、潜在的な供給能力（資本ストックや労働投入）として実際の供給能力のトレンドを用いるという推計方法を採用して

いることに起因する¹。つまり、コロナショックによって2020年4-6月期の実績が下振れしたことによって、過去からのトレンドが大きく下方にシフトしたことを反映している。標準シナリオに関して、潜在成長率はゼロ近傍で推移することが見込まれるが、潜在成長率の低下傾向が顕著となるのはあくまで過去分（2016年頃から2020年初）であり、将来についてはむしろ潜在成長率の低下に歯止めが掛かると解釈できる。他方、悲観シナリオにおいては、実績の下方修正が大きいことに加えて、将来についても低下基調が続いていく。

推計された潜在成長率の先行き部分に関して内訳を見ていくと（図表5右）、標準シナリオでは資本の寄与が概ね横ばいで推移する。就業者数によるプラス寄与は縮小し、労働時間によるマイナス寄与が縮小することで、全体としてはおよそ横ばい圏で推移する姿となる。労働時間のマイナス寄与の縮小については、既述した通り、標準シナリオにおいては足元で大幅に減少した労働時間が、労働需要の回復に伴って過去のトレンドまで回帰していくという前提を反映したものである。一方、労働力率の上昇を前提としても就業者数によるプラス寄与が縮小していく背景には、労働力率の回復ペースが近年の上昇トレンドに比べて緩やかであること、および15歳以上人口の減少トレンドが加速していくことがある。

図表5：シナリオ別潜在成長率見通し（左）、潜在成長率（標準シナリオ）の要因分解（右）



(注) 左図における実績は2020年1-3月期までのデータに基づく推計値。TFP寄与はいずれのシナリオにおいても2020年1-3月期以降一定と想定。

(出所) 内閣府、経済産業省、総務省、厚生労働省、日本銀行統計より大和総研作成

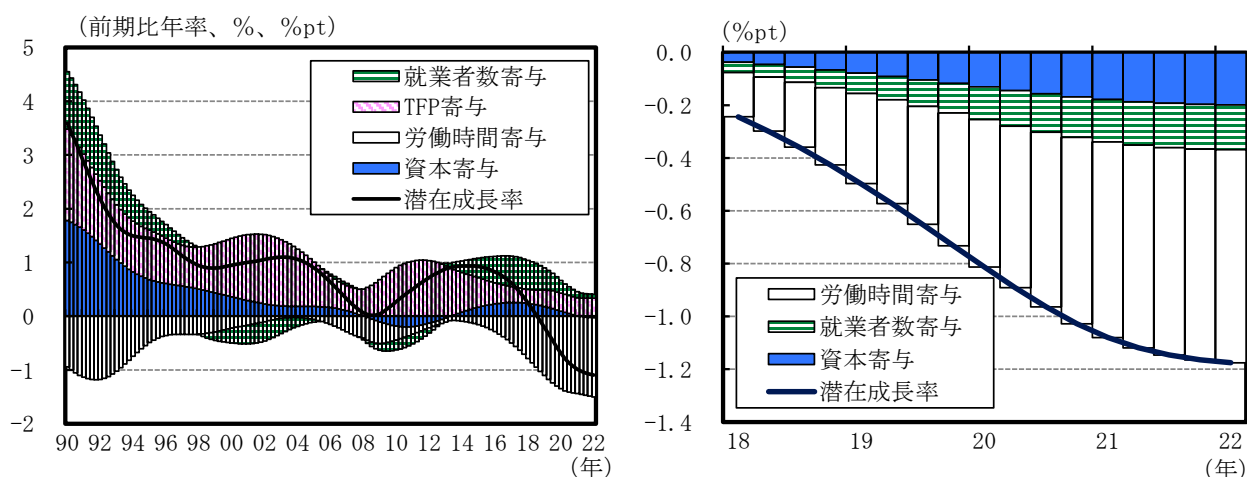
悲観シナリオでは、労働時間寄与を主因に潜在成長率は▲1%pt以上下振れ

一方、悲観シナリオにおける潜在成長率の内訳を確認していくと（図表6左）、標準シナリオとの最大の違いは、労働時間によるマイナスの寄与が拡大し続けていくことである。労働時間はこれまで、一般労働者における働き方改革の影響や、パート労働者における就業調整などから減少トレンドが続いてきたが、減少がさらに加速することで、潜在成長率を1%pt以上も

¹ 潜在成長率の推計に際しては、内閣府の推計方法を参考にした。詳細は、吉田 充「～GDPギャップ/潜在GDPの改定について～」(経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/17-3、内閣府、2017)を参照。

下押しする。また、資本ストックに関して、標準シナリオではプラス圏での推移が続く一方、悲観シナリオにおいては、2021 年中には、マイナス圏へと転じることになる。標準シナリオによる推計値と悲観シナリオにおける推計値の差分を見ると（図表 6 右）、主に労働時間による押し下げを主因として、その差は 2022 年には▲1.2%pt 程度まで拡大する。

図表 6：潜在成長率（悲観シナリオ）の要因分解（左）、標準シナリオとの差（右）



(注) TFP 寄与は 2020 年 1-3 月期以降一定と想定。

(出所) 内閣府、経済産業省、総務省、厚生労働省、日本銀行統計より大和総研作成

ここまで示してきた潜在成長率の見通しについては、様々な前提に基づく試算値である上、潜在成長率はその推計方法によっても大きく結果が異なるため、相当の幅を持って解釈する必要がある。また TFP 上昇率は現状を投影したものであり、本当の意味で日本経済の実力を予想したわけではない。だが、こうした留意点を考慮した上でも得られる最大のインプリケーションは、新型コロナウイルス感染拡大の影響が長期化し、需要の回復が遅れれば、それによって潜在成長率も下押しされる可能性が高いということである。経済活動が本格回復するため、治療法の確立やワクチンの世界的な普及が待たれることはいうまでもない。しかし、感染拡大に配慮しつつ経済活動を行っていくことが、潜在成長率の低下を回避する上でも大きな意味を持つことになる。

また、あくまで推計値とはいえ、今回のコロナショックによって悲観シナリオで示したように潜在成長率がマイナスへと転じる可能性は否定できない。政府においては、短期的な需要創出のみではなく、生産性を上げるための成長戦略の推進がこれまで以上に重要な課題となる。