

世界経済はなぜ長期停滞に陥ったのか

—自然利子率低下のメカニズム

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



河野 龍太郎氏

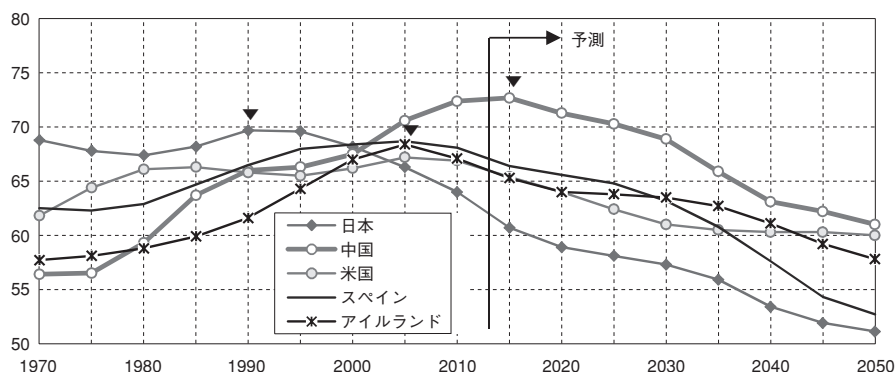
米国の財務長官であったローレンス・サマーズ教授が唱えていることもあって、このところ各国の政策当局者の間では、長期停滞論（Secular Stagnation）が話題になっている。世界経済はなぜ長期停滞に陥ったのか。結論から言えば、筆者は、政府がその活動領域を広げ、収益性の高い実物投資の機会を減少させていることが、自然利子率の低下を招き、同じことだが潜在成長率の低下要因になっていると考えている。以下、「長期停滞論」について詳しく論じる。

■ 1. 長期停滞とは

まず、長期停滞とはどのような現象か。労働力の伸びの低下や減少によって、潜在成長率（あるいは1人当たり潜在成長率）が低下することで、自然利子率がゼロあるいはマイナスの領域まで低下する。自然利子率とは、一国全体の貯蓄と投資をバランスさせる実質金利のことだが、名目金利がゼロ以下に低下しないため（ゼロ金利制約）、貯蓄と投資をバランスさせることが困難になる。つまり、完全雇用と高めの成長が容易には達成できなくなる。そうした状況では、インフレ率も低下するため、益々、実質金利を自然利子率より低い水準に引下げることが難しくなり、総需要を刺激することが困難になる。

自然利子率を資本収益率と捉えれば、この話は理解しやすくなるだろう。労働力の減少

(図1) 生産年齢人口(15~64歳人口)の総人口に占める割合(%)



(出所) 国連資料より、BNPパリバ証券作成

で資本が相対的に余剰となり、一国全体の資本収益率(自然利子率)がゼロあるいはマイナスまで低下すると同時に、インフレ率も低下するため、金融緩和で資本コスト(実質金利)を引き下げて設備投資を刺激することができなくなるのである。

多くの人は、近年のバブル崩壊によって金融システムが機能不全に陥ったため、金融政策の有効性が低下したと判断している。いわゆる金融目詰まり論だが、果たして、それだけが問題だったのか。もし、そうなら金融システム問題が解決すれば、高い成長率に復帰できることになる。確かに、不良債権問題などで、金融システムが機能不全を起こすと、金融緩和を行っても、効果がスムーズに波及しなくなる。また、金融機関は問題企業に追い貸しを続ける一方で、成長分野への資金供給を渋るようになるため、潜在成長率(自然利子率)にも下押し圧力がかかる。

そうしたメカニズムも否定できないが、ここ数年来の筆者の仮説は、そもそもバブルが生じた原因は人口オーナスによる潜在成長率の低下にあり、バブル崩壊以前に自然利子率が既に大幅に低下していたというものである。つまり、人口オーナスによって資本が余剰となり(=潜在成長率の低下)、収益性の高い実物投資の機会が減少したから、金融緩和で生み出された資本コストの低いマネーが不動産市場に流れ込み、大規模バブルが醸成された。1980年代末に日本で大規模な不動産バブルが生じたのは、人口ボーナス時代の終焉で、潜在成長率(自然利子率)が低下し、魅力的な実物投資の機会が減少したためである。同じように、2000年代半ばに米国やスペイン、アイルランドで大規模な住宅バブルが生じたのも、人口ボーナス時代の終焉に伴い、潜在成長率(自然利子率)が低下し、収益性の高い投資プロジェクトが減少したためである。現在の中国で不動産バブルが頻発している

のも、同様の理由からであろう。

もちろん、中央銀行の過度な金融緩和もバブルの一因だが、それは、結局、潜在成長率（自然利子率）の低下を見過ごし、積極緩和を続けるために、バブルの膨張を助長するのである。理論上は、自然利子率が低下したとき、それに気付かず金融緩和を行えば、インフレか、アセットバブルのいずれかをもたらす。ただ、現実には人口オーナスによる潜在成長率の低下で収益性の高い実物投資の機会が減少し、総需要が低迷しているため、インフレではなく、アセットバブルが生まれやすい。インフレが起こるケースもあるが、近年観測されている通り、それは最終需要財の価格上昇ではなく、原油や穀物などコモディティの価格急騰であり、これも一種のバブルと考えられる。

このように、バブル崩壊で金融システムが機能不全に陥るから、金融緩和が効かなくなっただけではなく、そもそも自然利子率が低下していたために、実物投資を促すことができなくなっていたのである。リーマンショック後のアグレッシブな金融緩和に高い評価を与える人が少なくない。大量の流動性供給によって金融システムの崩壊を回避したという点では筆者も評価するが、アグレッシブな金融緩和を進めたことで、どれほど实体经济に効果があったというのだろうか。株高は生じたが、少なくとも実物投資の喚起に成功しているとは言い難い（もちろん、現代の議会制民主主義において、実体はどうあれ、株価上昇を維持することは政治的に極めて重要だが）。

現在、米国では、金融システム問題が解決し、早晩、バブル崩壊前の高い成長率に復帰するという楽観論が広がっている。株高が続いていることも、そうした楽観論の広がりを助長している。しかし、そもそも人口動態の影響で、潜在成長率が低下したことが米国のサブプライムバブルの発生の原因なのだとすると、金融システム問題が解決しても、潜在成長率は元の水準には簡単に戻らない。2000年代初頭の日本でも、金融システム問題が低成長の元凶と言われたが、その問題が解決した後も、元の高い成長には戻らなかった（金融システム問題はTFPに悪影響を及ぼすため、もちろん解決は重要である）。現在の米国の株高は潜在成長率の元の水準への復帰を暗示しているのではなく、超金融緩和を続けているために、リスク資産の価格が押し上げられていると考えるべきである（後述する通り、新たなバブルが既に始まっている可能性がある）。

■ 2. アグレッシブな金融緩和は問題解決にならない

それでは、自然利子率の低下に対して、どのような政策を取るべきか。リフレ派の回答

は、アグレッシブな金融政策を行うことで、インフレ予想を作り出し、予想実質金利を自然利子率よりも低い水準まで引き下げるというものである。ただし、総需要を喚起する前に、インフレ予想を作り出すことは至難の業である。米国においても、一連のQEの後も、インフレ率は低下傾向が続いていた。米国で現実機能したのは、長期国債の大量購入による長期金利の引き下げ、それを通じたドルの減価、リスクアセット購入によるリスク・プレミアムの引き下げなどである。

ただ、筆者自身は、これらの政策は最終的な問題解決にならないだけでなく、副作用も相当に大きく、長い目で見て事態をさらに悪化させるリスクもあると考えている。仮に、リスク・プレミアムの引下げること、設備投資を喚起することに成功しても（現実には、米国でも設備投資の回復は緩慢で、高水準のフリーキャッシュフローが積み上がっている）、自然利子率が低迷したままでは、結局、収益性の低い過剰ストックを作り出すだけに終わるのではないだろうか。超金融緩和による極端に低い資本コストの下でしか採算が取れないビジネスが増えることに、どれほどの意味があるのだろうか。時間稼ぎにはなるといふ反論もあるだろうが、結局、そうしたビジネスが増えることは、低い潜在成長率を固定化することにつながる。さらに、低い資本コストの継続は、採算の悪いビジネスを温存させ、改革のインセンティブを削ぐことにもなりかねない。経済の新陳代謝を悪化させ、潜在成長率の回復を遅らせる。

筆者の分析では、1990年代、2000年代の日本の設備投資は、労働力の減少を考慮すると、決して過少だったとは言えない。もちろん、収益性の高い投資プロジェクトが不足していたのは事実だが、収益性の低い投資については、電機セクターを始めそれなりに出ている。問題は、収益性の低い資本蓄積が続けられ、そのことが潜在成長率の低下要因になったことである。つまり、超金融緩和を長期化・固定化することで、資源配分が歪み、潜在成長率の低下を助長した可能性がある。

アグレッシブな金融緩和で、リスク資産価格を押し上げれば、資産効果を通じ、個人消費が喚起できるため有用だという見方も根強い。しかし、自然利子率が低迷したままでは、リスク資産を買い上げても、価格上昇は続かず、消費を喚起する力も一時的なもので終わる。もし、リスク資産価格の上昇が定着すれば、その意味するところはバブルの発生であり、それはそれで大きな問題である。バブルが弾け株価が下落するだけなら投資家の自己責任の問題であり、それほど深刻ではないのかもしれないが、リスク資産価格が大きく変動すると、例えば実物経済面においても過剰ストックが蓄積されるなど、潜在成長率を低下させるおそれがある。金融的不均衡が広がれば、何がしかマクロ経済を不安定化させる。

資産価格が上昇している間は、皆歓迎するが、マクロ経済の変動を均す（スムーzingさせる）という本来のマクロ安定化政策の目的から大きく逸脱する。

前述した通り、筆者は既に米英経済は株式バブルの領域に入りつつあると判断している。そうした中で、米英の中央銀行は、金融政策を経済・物価の安定に割り当て、金融的不均衡（バブル問題）はマクロ・プルーデンス政策で対応するとしている。政策手段は、それが相対的に最も効果を発揮する政策に割り当てられるべきという「マンデルの定理」を当てはめれば、当然そうした対応になると言いたいのだろう。ただ、資産価格が上昇ペースを強めているにもかかわらずバブルは金融政策では対応しない、インフレ率が落ち着いている間は超金融緩和を続ける、といったアナウンスメントは資産価格の上昇を一層強めることになりはしないだろうか。金融政策とマクロ・プルーデンス政策を明確に分離することが、裏目に出る可能性がある。

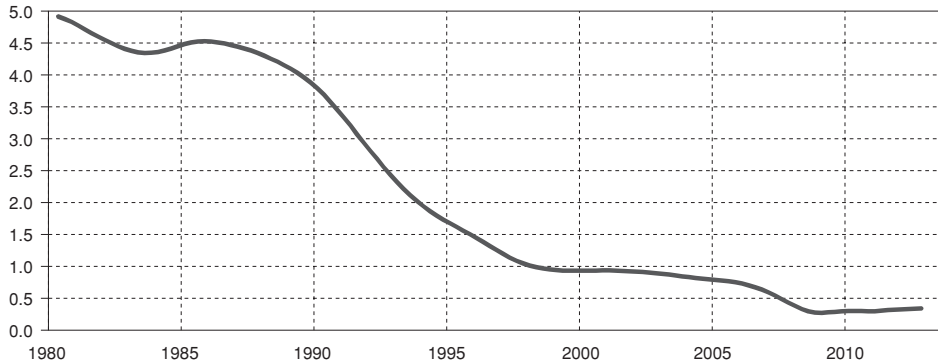
■ 3. 追加財政は時間稼ぎにもならない

長期停滞への対応策として、もう一つ提案されているのが追加財政である。過去20年以上に亘って、日本が採用してきた政策でもある。金融政策に偏るとバブルを誘発しやすいため、追加財政が望ましいという見方も少なくない。ただ、追加財政で一時的に総需要を膨らませても、アグレッシブな金融緩和と同様、潜在成長率（自然利子率）そのものは変わらないから、効果が剥落すれば、元の低い成長率に戻る。現実には、このことを我々は何度も経験してきた。

近年は、追加財政の効果が剥落すること（財政の崖）のインパクトを恐れ、追加財政を継続することが多い一方で、追加財政で景気が持ち上がると、慢心が生まれ、必要な改革が先送りされている。結局、時間稼ぎにもならず、公的債務が積み上がり、財政破綻確率を高めるだけとなっているのが実態である。また、誰も使わないような、社会インフラを積み上げ、そのことも資源配分の歪みを通じて、潜在成長率（自然利子率）の低下を助長している可能性もある。リーマンショックの際も、ワイズスペンディング論が大義名分として語られたが、実施された事業を見ると、追加財政の本質が既得権者のレントシーキング以外の何物でもないことが分かる。

さらに厄介なのは、中央銀行ファイナンスで追加財政が行われる場合である。大量の国債購入で資本コストの上昇を中央銀行が抑えるため、政治的な財政膨張圧力への歯止めが全く効かなくなる。追加財政を停止するとその痛みが社会が耐えられなくなるため、中央

(図2) 潜在成長率 (前期比年率、%)



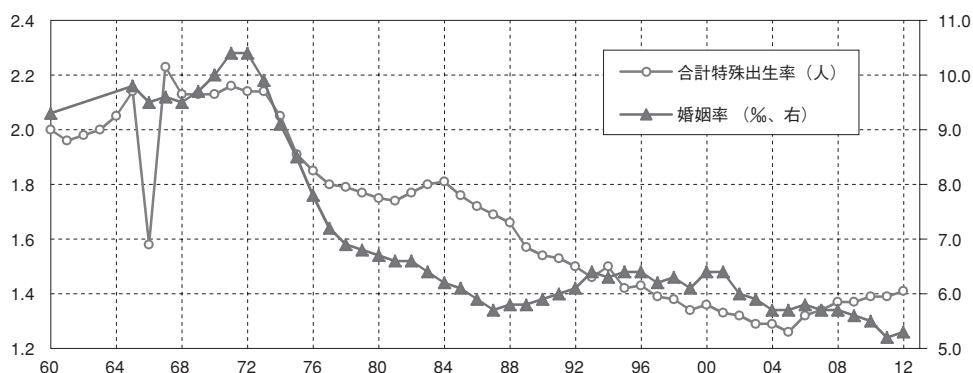
(出所) 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

銀行ファイナンスによる追加財政に一旦手を染めると、政治的に抜け出すのが困難になる。現在の日本では、完全雇用の領域に近づいており、民間の建設投資が締め出されるなど、クラウドイングアウトが発生し始めている。本来なら、政府が財政支出を減らすことで、民間投資の実行を可能にするクラウド・インを狙うべきだが、現実には検討されているのは、恒久財源を伴わない法人税減税など、さらなる財政刺激である。仮にケインズ政策が理論的に正しいとしても（筆者自身は理論的にも否定的で、乗数は良くてゼロ、資源配分の歪みを考えればマイナスだと考えている）、議会制民主主義の下では、持続可能な政策とは言えない。

やはり、長期停滞に対して行うべき政策は、低下した自然利子率を引き上げる構造改革である。規制緩和・規制改革によって、労働力を強化し、全要素生産性を高める政策に尽きる。不況の際に、規制緩和で生産性を高めると、デフレ・ギャップを悪化させるだけという批判があるが、それは動学的視点に欠けた視野狭窄的な見方である。生産性上昇に裏付けられた将来所得の継続的な増加予想がなければ、一時的に所得が増えても、家計も企業も支出を恒常的に増やすことはない。ただ、現在の日本ではスラックが殆どなくなっているため、そうした批判の余地もなくなっている。同じ経済資源を投入して、より高い付加価値を生み出すこと、つまり生産性上昇を図るしか手立てはないのである。それはアグレッシブな金融緩和でも、追加財政によっても、達成することはできない。規制緩和で経済活動をより自由にし、一人一人の創意工夫を発揮させることを通じてのみ達成することが可能となる。

とは言え、言うは易し行うは難しである。まず、日本の1人当たり潜在成長率は、諸外

(図3) 出生率、婚姻率の推移



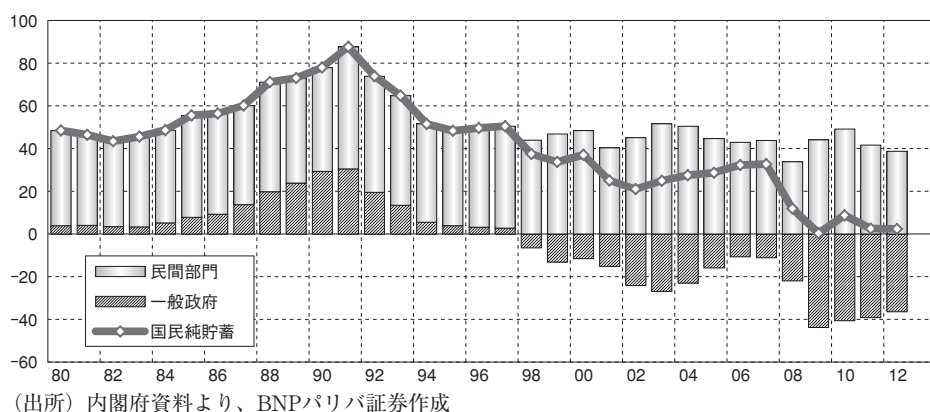
(出所) 国立社会保障・人口問題研究所資料より、BNPパリバ証券作成

国に比べて決して見劣りするわけではない。ユーロ圏よりも遥かに高い伸び率であり、米国に比べわずかに劣後する程度である。このため、規制緩和や規制改革を着実に推進しても、短期間で劇的な効果が現れる可能性は高くはない。ならば、潜在成長率（自然利子率）を高める努力を続けると同時に、低い潜在成長率の下でも社会制度や財政制度を持続可能なものにする改革を進めていくことが肝要であろう。

実は、長い目で見れば、そうした政策、特に社会保障制度の改革は、それ自体が、低下した自然利子率を引き上げることにつながる可能性がある。そもそも、社会保障制度の存続を困難にする少子高齢化現象が始まったのは、政府が社会保障制度を充実させ、1973年に福祉元年を宣言したことが、出生率、婚姻率の劇的な低下を促したためである。共同体の最小単位である家族を形成しなくても、社会保障サービスの政府の供給によって、引退した後も生きて行かれると考える人が増え、その結果、労働力が減少し、潜在成長率（自然利子率）も低下した。同時に社会保障制度の存続も困難にした。現在では、社会保障費の膨張が国民純貯蓄を食い潰し資本蓄積を阻害、そのことも潜在成長率（自然利子率）を低下させている。日本が最も顕著だと思われるが、程度の差はあれ、戦後の高成長期に作られた大盤振舞の社会保障制度が各国の潜在成長率（自然利子率）の低下をもたらしているのである。つまり、それが長期停滞の原因の一つである。

ニール・ファーガソン教授が『劣化国家』の中で強調したように、将来世代の利益を先喰いして運営される現代の社会保障制度がエドモンド・バークのいう「世代間のパートナーシップ」の根幹を切り崩している。我々は公的債務の返済をツケ回ししているだけでなく、国民純貯蓄を食い潰し潜在成長率を低下させることで、将来世代の所得水準をさら

(図4) 国民純貯蓄の推移 (兆円、名目、年度)



に切り下げているのである。現代の議会制民主主義において、すっかり忘れ去れている将来世代との社会契約を回復させることが急務である。

社会保障サービスとされるものの殆どは、かつては地域コミュニティや家族などの共同体が供給していた。政府ではなく、あくまで私的部門が供給していたのである。しかし、市場経済が浸透するにつれ、先細る共同体を補うべく、政府が介入する領域を徐々に広げていった。そうすると、益々、私的な社会保障サービスは共同体から供給されなくなる（つまり、政府の介入によってクラウドアウトされる）。自助努力を基本とする地域社会や共同体など市民社会そのものが弱体化し、人々はさらに政府のサポートを求めるようになる。政府の活動領域の拡大によって、ソーシャル・キャピタルが毀損されていることも潜在成長率（自然利子率）の低下を助長しているのだろう。

景気停滞が長引くにつれ、政府が民間経済へ介入する領域は益々増えている。リーマンショック後の不況の際には、様々な分野で新たな公的支援措置が取られた。その財源のほとんどは将来世代の所得を前借りしたものである。同時にそうした施策の増加が結果的に自助努力のインセンティブを損ない、益々、潜在成長率（自然利子率）の低下を助長し、それがまた政府介入を拡大する理由となる。

現在、我々に必要なのは、広がり過ぎた政府の活動領域を縮小させることである。政府の活動領域を縮小し、民間の活動領域を回復することが、長い目で見て、潜在成長率（自然成長率）の引き上げにつながる。成長戦略についても、政府の関与を減らす政策に限るべきであり、政府の活動領域の拡大につながるものは、極力排除すべきである。大盤振舞いの社会保障給付を削減し、世代間の社会契約を回復することも、巡り巡って潜在成長率

の回復につながるはずである。

〔参考文献〕

- ・エドモンド・パーク著、中野好之翻訳『フランス革命についての省察』岩波文庫 2000年
- ・小塩隆士著『持続可能な社会保障へ』NTT出版 2014年
- ・ニール・ファーガソン著、櫻井祐子翻訳『劣化国家』東洋経済新報社 2013年
- ・LAWRENCE H. SUMMERS, "U.S. Economic Prospects : Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound", Business Economics Vol. 49, No. 2, Feb 2014

