



世界経済の長期停滞の原因は？

上席研究員 古金 義洋

目 次

- 供給サイドでは高齢化による労働力人口の減少を問題視
- 企業の設備投資慎重姿勢に加え、政策面での需要刺激が効かず、需要が落ち込む
- リーマンショックの後遺症である債務の重圧は重くのしかかったまま
- 日本の長期経済停滞は国内市場縮小を見越した企業の設備投資意欲低下が原因か
- 物価低下だけに注目すると長期経済停滞の本質を見誤るおそれ

○供給サイドでは高齢化による労働力人口の減少を問題視

世界経済は2008年のリーマンショック後、緩やかな回復傾向を維持しているが、その回復ペースが極めて緩慢なため、景気回復感に乏しく逆に停滞感が強まっている。IMFによる4月の世界経済見通しによれば、15年の世界経済の成長率は3.1%と、リセッション入りを示すとされる3%をわずかに上回る水準にとどまった。そして、こうした世界経済の停滞には構造的な要因が作用しており、今後も長期にわたって続くのではないかといった見方が強まっている。

なぜ、こうした経済の長期停滞が続いているのか。大きく分けて、供給サイドに原因があるという見方と需要サイドに原因があるという見方に分かれる。

供給サイドでは、労働力人口の減少と労働生産性の伸び悩みによる潜在成長率低下が問題とされている。高齢化を背景に、日本だけでなくドイツや中国でも労働力人口はすでに減少に転じている。米国でも1960～90年代に年平均1.8%増加していた労働力人口は、2000年代以降は同0.7%に鈍化している。労働生産性の伸びが一定であれば、労働人口の伸びが鈍化する分、経済成長率は低下する。

実際には、労働生産性の伸びは一定どころか、低下しているのではないかという見方が多い。先進国では金融危機後に設備投資停滞傾向が強まり資本ストックの伸びが鈍化したこと、新興・途上国ではインフラ不足によるボトルネックや先進国との経済格差縮小による技術進歩の伸び鈍化により、それぞれ労働生産性の伸びは鈍化しているようだ。

こうした理由からIMFは昨年4月に先進国、新興国の潜在成長率（2015～20年）について、それぞれ1.6%、5.2%と推計した。リーマンショック時の景気後退時を含めた2000～15年の平均成長率（それぞれ1.8%、5.9%）を下回る低成長だ（図1参照）。

供給サイドが問題とする説の中でも最右翼は、米ノースウエスタン大学のロバート・ゴードン教授だ。同氏は「米経済成長は終わったのか」という論文のなかで、①人口の高齢化のほか、②教育水準の低下、③所得格差拡大、④家計と政府の高い債務負担、⑤海外への業務委託と自動化、⑥気候変動と炭素税導入の可能性という6つの逆風が、米国の潜在成長率を押し下げると述べた。

最近のIT革命などの技術革新が成長に及ぼす影響に関しても、同氏は、過去の電気、自動車の発明などといった技術革新に比べ小



さいと考えられ、米国の潜在成長率は、イギリスの産業革命前の1300年から1750年の成長率（年平均0.2%）並みに低下する可能性があるとも述べている。

○企業の設備投資慎重姿勢に加え、政策面での需要刺激が効かず、需要が落ち込む

ただ、供給制約だけが経済停滞の原因だとすれば物価は上昇するはずで、最近デフレ懸念が世界全体に広がっていることを説明しにくい。だとすれば、需要の落ち込みが続いていることがやはり問題ということになる。

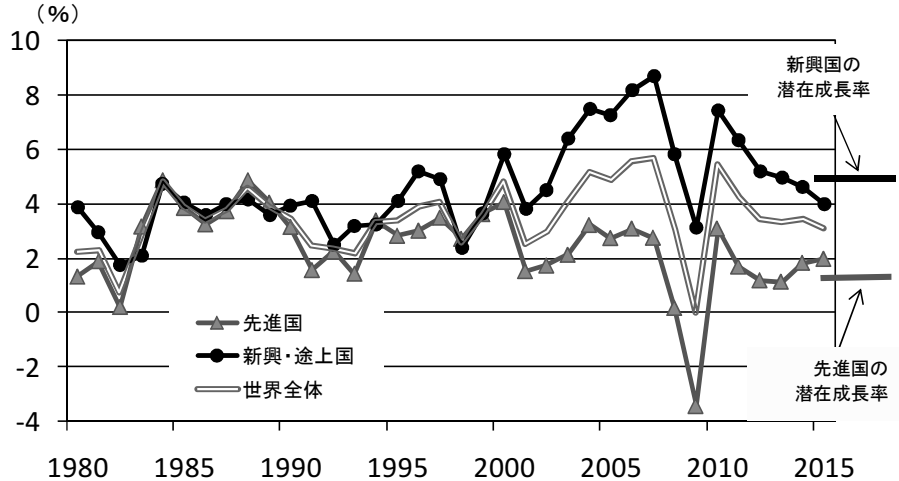
ローレンス・サマーズ元米財務長官は、貯蓄性向の高まりにより消費が押さえこまれ、一方で投資が伸び悩み、貯蓄と投資の不均衡が起きていることが長期経済停滞の原因と述べている。

実際、リーマンショック時において資金不足に陥った経験から先進国企業の内部留保重視志向が強まり、設備投資姿勢は慎重化したままだ。また、ITなどの急速な技術進歩によって新しい技術が古い技術を無用にしまうため、企業が設備投資を先送りし続けているとも言われる。

個人消費については、IT化とグローバル化などの潮流のなかで所得格差が拡大し、これまで消費の持続的な盛り上がりにも貢献してきた中間所得層が減っていることが貯蓄性向を押し上げる要因になっている。

一方、政策面からの需要刺激もしにくくな

(図1) 先進国と新興国の経済成長率



(出所) IMF “World Economic Outlook”

っている。日米欧先進国の政策金利はすでにほぼゼロあるいはマイナス域に引き下げられ「流動性の罨」の状況にあるため、金融緩和が需要を押し上げる効果は小さい。

確かに、ゼロ金利の限界にあっても、先進國中銀はフォワードガイダンス、量的金融緩和やマイナス金利政策などの非伝統的な政策を実施し、これまでは株式市場ではそうした金融緩和が好感されてきた。

しかし、今年1月に日銀が初めてマイナス金利を導入、3月にECBがマイナス金利幅拡大と量的緩和拡大を含むパッケージを打ち出したが、市場の反応は散々で、こうした非伝統的金融政策の限界を示唆した。

前述したローレンス・サマーズ氏は、経済の長期停滞に対処していく主要なツールは財政政策だとし、大規模な公共投資プログラムの実施が必要とする。

実際、リーマンショック直後は各国で大規模な景気刺激策が実施され、これが世界経済を下支えた。しかし、当時の景気下支えに最も大きく寄与した中国の4兆元（約57兆円）



景気対策は結果的に、過剰設備や巨額の不良債権などの後遺症を残している。先進国の多くは迫りくる高齢化に備えて財政を緊縮気味にせざるをえなくなっている。

○リーマンショックの後遺症である債務の重圧は重くのしかかったまま

需要減少が問題だとする説のなかには、「債務重圧(デット・オーバーハング)」によって、家

計、企業、政府などの各経済主体が新たな借り入れをしにくくなり、支出を抑制しなければなくなっている点を特に問題視する見方がある。バブル期には通常、家計や企業は債務を積み上げ消費や投資を行うが、リーマンショックのような金融危機に直面すると、積みあがった過剰債務の返済(デレバレッジ)が必要になる。そのために消費や投資を抑制せざるをえなくなっていることが、金融危機後の長期経済停滞につながっているとの見方だ。

米ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授は『国家は破綻する』で、金融危機・債務危機に陥った国は危機後に長期間、経済成長が低迷すると指摘した。

実際、米国では住宅バブル崩壊の後遺症が残り、いまだに住宅投資に盛り上がりはみられない。リーマンショック後も、前述したように、中国の大規模景気対策がその後の後遺症を残していること、米国の量的金融緩和によって新興国に低利の資金が流れ込み、その際、積みあがった過剰債務が今問題になっていること、などを考えると、リーマンショッ

(図2) 米国の債務残高と政策金利



(出所) FRB “Financial Accounts of the United States”

クの影響はなお尾を引いているとみることもできる。

米国の非金融部門債務と政策金利との関係を見ると、1980年代以降、債務は右肩上がり、政策金利は右肩下がりて推移しており、特にFF金利が大幅に低下した1980年代や住宅バブルが発生した2000年代前半に債務は大きく膨らんだ(図2参照)。リーマンショック後、債務残高は一段の増加には歯止めがかかったものの、民間債務が政府債務に置き換わっただけで全体の債務はなお高水準での推移が続いている。債務負担は重くのしかかったままと言える。

金融緩和・引き締めなどの金融政策は、もともと不況時に家計や企業に借り入れによる支出を増加させ、好況時に同様の支出を抑制させることによって景気を調節しようというものだが、政治的な理由から好況時の引き締めは遅れ、不況時の緩和は早めになりがちになる。結果として、債務は増え続け、金利は下がり続けてきた。

金利がゼロとなった現状では、金融緩和による景気刺激が限界になっていると言える。

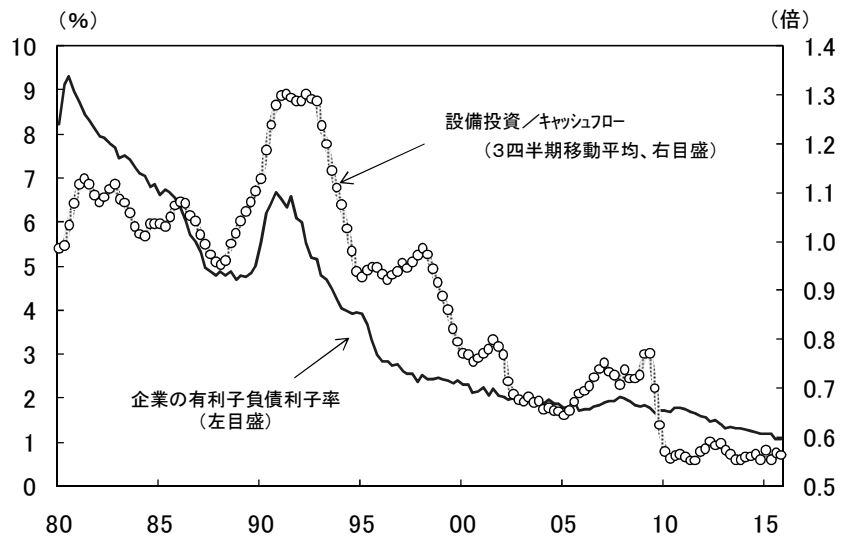


○日本の長期経済停滞は国内市場縮小を見越した企業の設備投資意欲低下が原因か
 では、日本経済がリーマンショック前から長期停滞を続けている理由は何か。

まず、労働力人口減少が潜在成長率を低下させていることは間違いなさそうだ。1980年代には生産年齢(15~64歳)人口は年率1%程度のペースで増加していたが、1998年から減少し始め、現在は同1%以上のペースで減少している。内閣府推計による潜在成長率は1980年代は4%台だったが、現在は0.4%とされ、労働人口の減少に加えて労働生産性上昇率も低下していると考えられる。

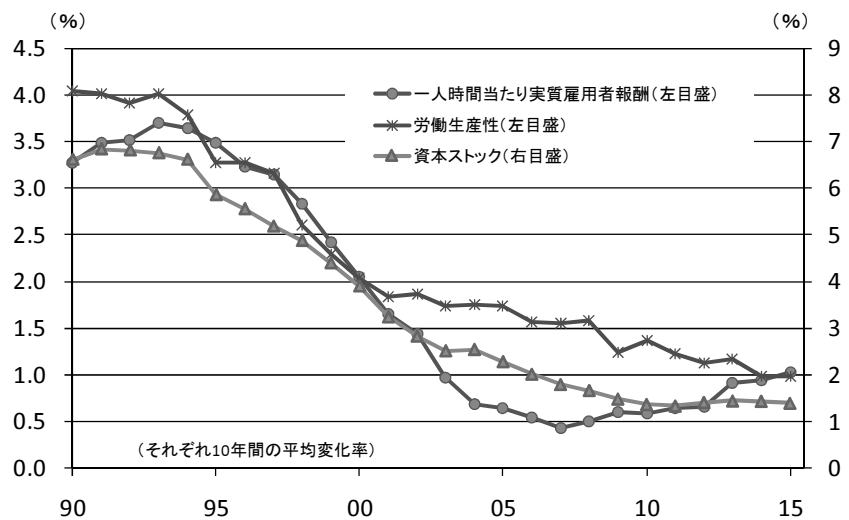
ただ、日本でデフレが問題視されるのは、供給面以上に需要面の落ち込みが大きいからだと考えなければならない。企業の設備投資(対GDP比)は1980~90年代に平均16%程度で推移していたが、2000年以降は13%台に低下している。1990年代まで、企業はキャッシュフローを上回る設備投資を実施していたが、現在はキャッシュフローの5~6割に低下している。しかも、金利低下がそうした投資の落ち込みを抑制する効果はほとんどなかった(図3参照)。日本では1980年代のバブルで積みあがった過剰投資は1990年代にほぼ整理さ

(図3) キャッシュフロー対設備投資の比率と金利



(出所) 財務省「法人企業統計」

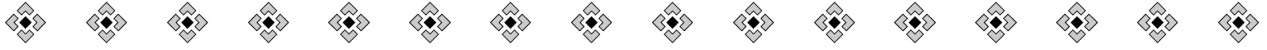
(図4) 資本ストック増加率、労働生産性上昇率と実質賃金増減率



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」「民間企業資本ストック」より作成

れたが、2000年代以降は人口減少による国内市場のパイ縮小を想定して、企業の国内投資意欲が大きく低下したと考えられる。

企業は海外移転による生き残りを目指すようになったのではないと思われる。製造業を中心とする企業の海外移転で、日本の成長



の原動力だった輸出も低迷するようになった。

一方、設備投資の落ち込みが資本装備率低下を通じて労働生産性の伸びを低下させたと考えられる（前頁図4参照）。さらに、産業構造面で、労働生産性の高い製造業が海外に移転し、生産性の低いサービス業の比率が高まったことが、経済全体の労働生産性低下に拍車をかけた。労働生産性上昇率鈍化が実質賃金の伸びを鈍化させ、結果として個人消費も伸び悩んだとみられる（図5参照）。

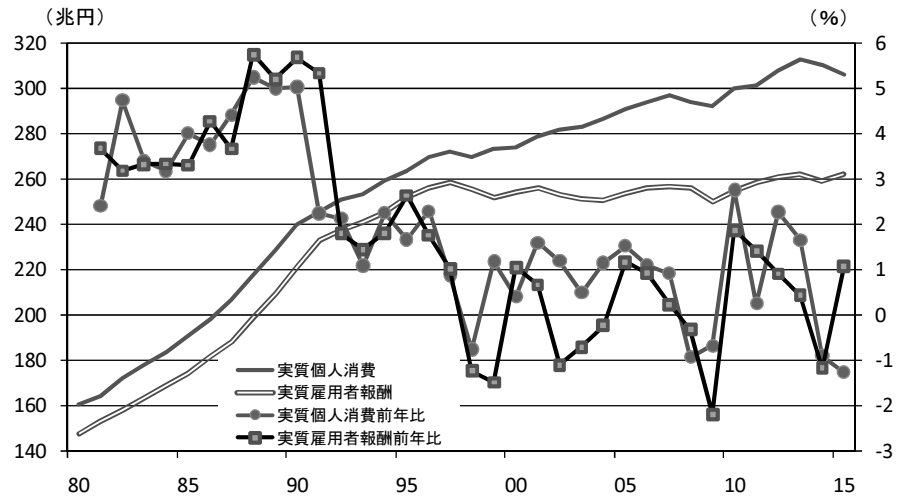
確かに円高や物価下落についても日本経済の足を引っ張る要因の1つであったとみられるが、円安にもかかわらず輸出の低迷が続いていること、円安などから日銀が基調的なインフレ動向として最近注目している「生鮮食品、エネルギーを除く消費者物価」が前年比1%程度のプラスで推移しているにもかかわらず個人消費が減少していること、などをみても、円高や物価下落は日本の長期経済停滞の根本的な原因だったとは言いにくい。

○物価低下だけに注目すると長期経済停滞の本質を見誤るおそれ

足元の物価下落という側面だけに注目すると、日本経済の抱える問題の本質を見失いかねない。

過去の長期デフレの例として、しばしば取り上げられるのが、19世紀後半のイギリスの例だ。当時、イギリスでは物価水準の趨勢的な低下を伴いながら約20年もの長期にわたっ

（図5）家計の所得と個人消費



（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

て景気低迷が続いた。当時「世界の工場」と呼ばれたイギリス経済は、この「大不況」（1873～93年）によって国際的な影響力を失い、競争力低下を余儀なくされた。

マクミラン世界歴史統計によれば、イギリスの工業生産は「大不況」以前（1830～73年）は年率3.1%のペースで増加していたが、「大不況」時には1.8%に減速し、当時の後発資本主義国であった米国、ドイツの成長率（それぞれ5%、4%程度で成長）を下回った。卸売物価は1873～96年に45%下落したが、金本位制下のイギリスでは物価下落が珍しいことではなく、1800年代前半にも5割以上下落（1813～51年の下落率は58%）していた。つまり、物価下落が原因で経済の長期停滞が起こったわけではなかった。

「大不況」の原因は複合的なものだったと考えられる。当時、米国、ドイツなどの後発国がイギリスを追い上げていた。これらの後発国は、①関税や政府補助金などの措置を用いた保護貿易政策、②当時の先端分野であった鉄道や機械など重工業部門の育成に重点を



置いた産業政策、などによって飛躍的な成長を遂げた。

これに対して、イギリス国内では、経営者の保守的傾向が強まり、企業家精神の後退から経済の活力が低下した。産業革命の成功によって得られた利益が、より発展的な再投資に向けられることはなく、イギリス国内に蓄積した資金は、国債、土地などに流れた。国内投資の停滞で金利は大きく低下した。シドニー・ホームの『金利の歴史』によれば、コンソル債（永久債）の利回りは「大不況」前の1870年代はじめには3.2%程度で推移していたが、1890年代後半には2.2%程度まで低下した。国内の投資収益率低下により余剰資金は海外にも多く流出した。

米国やドイツなどの後発国は膨大なイギリス資本を吸収することで競争力を高め、安価な工業品を大量にイギリスに逆輸出した。これが、結果的にイギリスの物価下落を招くとともに、イギリス国内産業を圧迫することとなった。

産業構造面での問題は、当時のイギリスが、生産性上昇余地の少ない綿業、羊毛業、鉄鋼業、石炭産業などの旧産業に執着したこと、その結果、資本集約的な新技術の採用が遅れたことだった。言い換えれば、18世紀後半から19世紀半ばにかけての「世界の工場」といわれていた頃の古い産業構造のまま20世紀を迎えたことが問題だった。

とくに、米国やドイツの産業構造が、繊維、鉄鋼から化学、電機、自動車と急速に近代化していったのに対し、イギリスでは綿業が19世紀末まで国内産業のなかで大きな地位を占めていた。実際には、イギリスは綿業でもその輸出競争力が当時すでに低下し、米国や欧州の市場を失っていた。インドなどイギリス

領植民地向けの輸出が増加し、イギリス綿業の寿命を長引かせていただけだった。結局、それがかえって災いし、イギリスの産業構造の変革を遅らせることとなった。鉄鋼業に関して言えば、イギリスの粗鋼生産は1880年代に米国に抜かれ、90年代にドイツに抜かれた。

企業経営面での問題も大きかった。当時のイギリス産業は零細企業の集合体とも言えるべきものであった。18世紀の産業革命時には、自然発生的に生まれた小企業の分業体制が成功した。しかし、そうした小企業形態での産業発展には限界があり、逆に、①大量生産によるコストの引き下げが困難になったこと、②技術革新の担い手であった熟練工層の保守的態度や既得権益擁護の姿勢が産業の合理化を遅らせたこと、③経営者が銀行家の介入を嫌って銀行からの大規模資金調達に消極的だったこと、④成功した経営者が子弟を名門校に入れることばかりを優先し、その後継者となるべき専門的経営者が育たなかったこと、などがその後の成長の足を引っ張る形になった。

物価だけに着目した「デフレ脱却」を目指しても、日本は長期の経済停滞から抜け出すことはできないだろう。