

序 論

長期停滞懸念下におけるマクロ経済： 最近の議論のオーバービューと日本経済への含意

福田 慎一*

1. はじめに

先進諸国の多くで成長率やインフレ率の鈍化が顕著となるなか、長期停滞論に関する議論が活発となっている。その火付け役の一人が、ローレンス・H・サマーズ (Summers, 2014) である。同氏が改めて提起した長期停滞論 (secular stagnation) は、日本が「失われた20年」で経験したような長期にわたる需要不足とデフレ現象が米国でも顕在化しつつあると警鐘を鳴らすものであった¹。「長期停滞論」という言葉は、1938年に米国経済学会で行われたアルビン・ハンセン (Hansen, 1939) による会長講演に由来する。大恐慌の末期に行われた講演で同氏は、過剰貯蓄などによる需要不足や人口減少によって低成長が続く時代が始まったと、当時の米国経済の先行きに関して悲観的な見方を示した。この悲観論自体は、その直後に始まった第2次世界大戦下での軍事支出の大幅な拡大や戦後のベビーブームも相まって、杞憂に終わった。しかし、サマーズは、当時の警鐘が現在の米国経済に当てはまるのではないかと主張したのである。

リーマンショック後の米国経済は、リーマンショック直前の2007年に潜在的な成長軌道とされた水準を約10%も下回って推移している。しかも、この低成長ですら、極端な金融緩和政策でマイナスの実質金利を続けることでようやく実現できたものである。サマーズによれば、これらの事実を鑑みれば、賃金や物価の上昇を鈍化させるデフレ・ギャップ (余剰供給力) の存在によって、米国が潜在力を大幅に下回る長期的停滞期に入った可能性が高いというのである。同様の懸念は、ユーロ危機後の欧州経済でも広がっている。かつては高インフレに悩んだ欧州経済でも、近年消費者物価上昇率が低下し、デフレへの懸念が生まれ始めている。それを受け、欧州中央銀行は、2014年6月、主要政策金利の1つである中銀預金金利で初めてマイナス金利を

* 東京大学大学院経済学研究科

¹ 多くの先進国では、インフレ率が大幅に低下したものの、物価水準自体は必ずしも下落していない。したがって、厳密には、近年の物価動向は、「デフレ」と呼ぶよりも、「ディスインフレ (低インフレ)」と呼んだ方が正確かもしれない。しかし、本稿では、このような低インフレ現象を含めて「デフレ現象」と呼ぶことにする。

採用したが、デフレ懸念は払しょくされていない。「失われた20年」を経験した日本との類似点を指摘する声は強く、やはり長期停滞論が警戒されつつある。

足元の欧米経済で大胆な金融緩和など総需要刺激政策を継続しなければ景気がさらに悪化しかねないことを鑑みれば、長期停滞論への懸念は的を射たものであるという指摘は少なくない。そこで本稿では、最近の長期停滞論に関するオーバービューを行うと同時に、その日本経済への含意を考察する。

2. 負の自然利子率：金融危機の影響

最近の長期停滞論で重視されるのは、完全雇用の下で実現する実質利子率に相当する「自然利子率」がマイナスとなっていることである。自然利子率は、19世紀末にスウェーデンの経済学者ヴィクセル（J. G. K. Wicksell）が提唱した概念で、様々な市場の需給が瞬時に調整される場合に成立する実質利子率として定義される。各商品の需給が一致するため、自然利子率は望ましい資源配分を実現するための実質利子率の水準といえる。経済が正常な状態である限り、自然利子率はプラスとなる。しかし、経済状況が極端に悪化すると、自然利子率はマイナスになることがある。

最近の長期停滞論では、いくつかの要因で、自然利子率が長期にわたってマイナスになっている可能性が高いことが指摘されている。初期の研究では、その原因を一時的な時間選好率の変化など、消費者の時間を通じた選好に対するショックに求めるものが多かった（たとえば、Eggertsson and Woodford, 2003）。しかし、最近の研究（たとえば、Eggertsson and Mehrotra, 2014）では、消費者の選好ショック以外の要因が、マイナスの自然利子率を生み出すうえで重要だという主張が一般的となっている（わが国における自然利子率の計測に関しては、岩田他（2016）の第5章を参照）。

その第1の要因が、金融危機後に発生した信用収縮である。大きなバブルの崩壊によって金融機関のバランスシートが大きく毀損した場合、貸し出しの減少など大きな信用収縮が発生する。特に、リーマンショック以前の米国の金融市場では、信用をもとに自己資本を大きく上回る規模の資金を動かす取引が活発となり、金融機関のレバレッジ（leverage）が大きく拡大していた。そうしたなかで、サブプライムローン問題やリーマンショックによって金融危機が発生し、これまでの取引を反対売買するデレバレッジ（deleverage）が広がった。その結果、多くの企業や消費者は資金を調達できず、新規の設備投資や耐久財の消費など総需要が大幅に落ち込んだ²。

Eggertsson and Krugman（2012）は、このようなデレバレッジが過剰債務を抱え

² Mian and Sufi（2014）は、米国のサブプライムローン問題で、家計の住宅ローン債務が金融危機とその後の信用収縮を生み出したメカニズムを明らかにしている。

た借り手の資金調達を困難にすることで、デフレを伴う深刻な不況を生み出すメカニズムを明らかにしている。資金が民間の経済主体間で取引される限りにおいて、ある経済主体の債務（借入れ）の増加は別の経済主体の債権（貸し出し）の増加を意味する。したがって、デレバレッジによって一方の経済主体の資金調達が困難になると、他の経済主体では資金が余ることとなる。その結果、金融市場における過度の超過供給が自然利子率をマイナスにすると同時に、財市場における需要不足がデフレと生産の下落をもたらすこととなる。

加えて、金融危機後には、危機以前の過剰な設備投資や雇用によって、企業の供給能力が過剰となっている。特に、経営再建の見込みが乏しい借り手（いわゆる「ゾンビ企業」）に対して融資が継続する「追い貸し」が発生し、それが大きな弊害を生み出していったことが多くの研究者によって指摘されている。「追い貸し」の存在は、非効率的な企業を延命させるだけでなく、その延命によって市場価格が歪められることで、本来であれば効率的なはずの企業の生産性も低下させる。特に、「ゾンビ企業」が存在することで市場に過当競争（値下げ競争）が発生すると、効率的な企業の利益さえ大きく低下させ、自然利子率のマイナス幅をさらに拡大させる可能性がある。

3. 負の自然利子率：その他の国内要因

自然利子率がマイナスとなる要因として、金融危機の影響と同時に有力と考えられている国内要因が、人口減少である。ライフサイクル仮説が示す通り、若い世代は借入れを行う資金需要主体である一方、中年世代や老人世代は金融資産を保有する資金供給主体である。人口が一定の場合、若い世代の資金需要と中年・老人世代の資金供給はバランスするので、自然利子率はプラスの値をとる。しかし、人口が減少し、若い世代の人口が中年・老人世代の人口よりも少なくなると、経済全体として資金需要が資金供給を下回り、貯蓄過剰が発生する。したがって、人口が大きく減少する経済では、自然利子率はマイナスとなる傾向が生まれる³。

とりわけ、今後さらなる人口減少が進み、国内全体のパイが小さくなることが予想されている経済では、消費（特に耐久消費財の消費）や住宅投資だけでなく、企業の国内向けの設備投資も抑制される傾向がある。その結果、通常は赤字セクター（資金の需要者）になるはずの企業セクターにおいても資金需要が大幅に減少し、資金余剰の企業が数多く生まれるようになる。このことは、経済全体の貯蓄超過をさらに拡大させ、自然利子率のより一層の低下を招くことになる。

³ この性質を最初に明らかにしたのは、Samuelson (1958) である。

また、技術の急速な進歩によって投資財価格が大きく下落したことが、自然利子率がマイナスとなる傾向に拍車をかけているという指摘もある。たとえば、過去数十年間におけるコンピューター価格の下落は著しいものがある。このような資本財価格の大幅な下落は、生産技術を労働集約的なものからより資本集約的なものへと変化させる。このため、労働人口が減少している経済であっても、労働力を機械やAI（人工知能）など資本ストックで代替することによって、国内の総供給能力はさほど減少しない。これに対して、総需要は人口減少によって減少し、経済全体のパイは小さくなる。その結果、財市場で超過供給が発生して、デフレと生産の下落が進行すると同時に、金融市場では資金の超過供給が発生し、自然利子率が低下する。

さらに、所得分配の不平等化によっても、自然利子率がマイナスになっているという指摘がある。近年、賃金が伸び悩むなかで、金融緩和で資産価格を大きく上昇させる政策は、資産を持つ者と持たない者との格差を広げ、富の集中を生み出す懸念を生み出している。また、同じ労働者の間でも、高学歴者とそれ以外、正規と非正規などの違いで、賃金格差が拡大しているという指摘がある。そしてそのような所得の不平等化が、経済全体として貯蓄超過を生み出し、自然利子率を低下させているというのである。一般に、消費性向は低所得者であればあるほど高い傾向にある。これは、人々が日々の生活を送るためには、所得水準にかかわらず必要な消費水準（基礎消費）があるからである。しかし、基礎消費が所得に占める比率は所得が高くなるほど小さくなるため、高所得者では所得が上昇してもその多くが貯蓄に回ってしまう傾向にある。その結果、高所得者が所得を増やす一方で、低所得者が所得を減らす不平等化は、経済全体として過剰貯蓄を生み出し、自然利子率を低下させることになる。

4. 名目利子率の非負制約

現実の経済では、市場の需給は瞬時には調整されない。このため、実質利子率を自然利子率に一致させるには、中央銀行が名目利子率を調整することで、実質利子率を自然利子率の水準に誘導する必要がある。特に、実質利子率を r 、名目利子率を i 、インフレ率を π とすると、フィッシャー方程式から

$$(1) \quad \text{実質利子率}(r) = \text{名目利子率}(i) - \text{インフレ率}(\pi)$$

という関係が成立する。このため、中央銀行は、実質利子率 (r) を自然利子率 (r_n) に一致させるように名目利子率 (i) を誘導することができれば、物価安定と効率的な資源配分（実質利子率＝自然利子率）の両方を実現できることとなる。

たとえば、中央銀行の金融政策のルールとして知られるテイラー・ルールは、

$$(2) \quad i = r_n + \pi + \phi(\pi - \pi^*), \quad (\text{ただし、}\phi > 0, \pi^* > 0),$$

と書き表すことができる⁴。この式は、実質利子率 ($r = i - \pi$) が自然利子率 (r_n) と等しくなるように、中央銀行が、インフレ率 (π) が目標インフレ率 (π^*) を上回った場合には名目利子率 (i) を引き上げる一方、 π が π^* を下回った場合には i を引き下げることが望ましい政策であることを示している。

しかし、名目利子率には「名目利子率の非負制約」があり、貨幣市場が超過需要の状態にあっても名目利子率はゼロ以下には下落しない⁵。これは、通常、マイナスの名目利子率で貸出を行うことは貸し手にとって望ましくないからである。名目利子率がマイナスのもとで貸し出しを行った場合、貸手は借手に報酬を支払ってお金を借りてもらうことになるが、貸手にとってはそれよりも資金を貸し出さずに手元に貨幣で保蔵することが最適となる。したがって、名目利子率の非負制約の下では、名目利子率がゼロにまで下落してしまった場合、中央銀行は名目利子率を引き下げて実質利子率を望ましい水準に保つことができなくなってしまう。これが、自然利子率がマイナスとなったときに金融政策の運営が難しくなる大きな要因である。

特に、自然利子率がマイナスになる状況下では、総需要が著しく減退し、デフレが発生する傾向にあるので、名目利子率の非負制約によって実質利子率は自然利子率よりも有意に高くなってしまう。デフレで物価が下落している下では、名目利子率の非負制約によって、中央銀行は実質利子率がマイナスの自然利子率に等しくなるように名目利子率をマイナスに誘導することが実現不可能となってしまうのである。このため、名目利子率の非負制約の下では、テイラー・ルールは、

$$(3) \quad i = \max(0, r_n + \pi + \phi(\pi - \pi^*)), \quad (\text{ただし、}\phi > 0, \pi^* > 0),$$

のように修正されることになる。

Hall (2011) が指摘したように、一般に名目利子率の非負制約によって実質利子率が自然利子率より高くなると、資金需要はこれまで以上に減退し、経済の低迷も一層深刻になる。これは、高い実質利子率は、資金の借手にとっては借り入れの実質的なコストの増加につながるからである。このような状況は、アービング・フィッシャー (I. Fisher) が「負債デフレ」と呼んだものと同じであり、経済に負のインパクトをもたらすことでさらなる自然利子率の低下やデフレの進行を生み出す。このため、マ

⁴ 一般的なテイラー・ルールでは、名目利子率 i は、インフレギャップ ($\pi - \pi^*$) だけでなく、GDP ギャップにも反応することになっているが、以下では単純化のため、GDP ギャップへの反応は考慮しないこととする。

⁵ 近年マイナス金利が日本や欧州で発生しているが、そのマイナス幅はごくわずかであり、実質的に名目利子率の非負制約と同じ効果が働いていると考えられる。

マイナスの自然利子率は、名目利子率の非負制約のもとで、経済の低迷⇒デフレ⇒経済の低迷⇒デフレ⇒…、というデフレ・スパイラルの原因ともなるといえる。

5. 長期停滞モデル

これまでの節で述べてきたように、最近の長期停滞論では、自然利子率がマイナスであることに加えて、名目利子率に非負制約があることが、長期停滞の源泉であると考える研究が主流となっている。以下では、この考え方を簡単なインフレ率と国民所得の関係を示した総需要・総供給（AD-AS）分析の枠組みを使って考察してみよう⁶。

まず総需要（AD）曲線は、財市場の均衡条件を示すIS曲線と金融政策のルールを示すテイラー・ルールから導出される。いま国民所得を Y 、実質利子率を r 、需要ショックを u とすると、IS曲線は、 Y と r の右下がりの関係として、

$$(4) \quad Y = Y_0 - \alpha r + u$$

と書き表すことができる。ここで、需要ショック u は、2節や3節で指摘したような消費 C や投資 I を増減させる外生的な要因を示している。

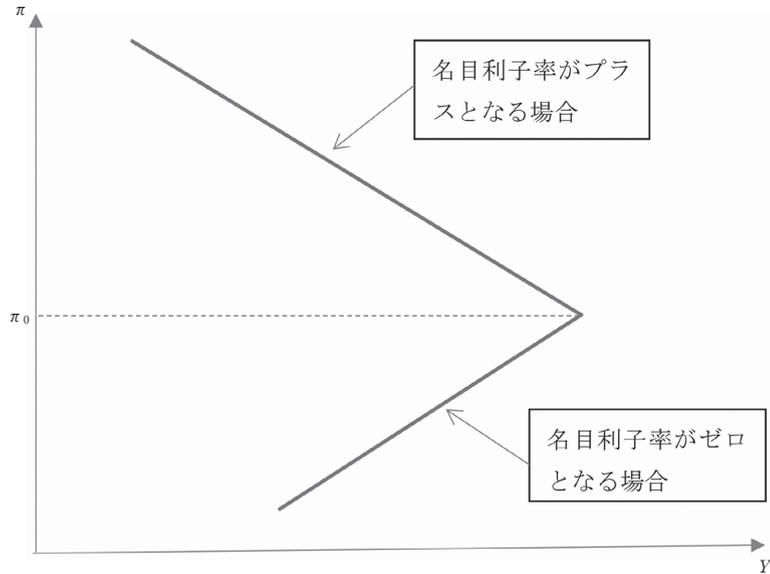
完全雇用国民所得を Y^f とすると、自然利子率（ r_n ）は、上式（4）において $Y = Y^f$ となる時の実質利子率 r 、すなわち、 $r_n = (Y_0 - Y^f + u) / \alpha$ である。したがって、需要ショック u が十分に大きい（すなわち、 $u > Y^f - Y_0$ ）場合には、自然利子率はプラスになる。しかし、需要ショック u が十分に小さい（すなわち、 $u < Y^f - Y_0$ ）場合には、自然利子率はマイナスになる。

一方、中央銀行は、実質利子率（ r ）を自然利子率（ r_n ）に一致させるように名目利子率（ i ）をテイラー・ルールにもとづいて誘導する。しかし、自然利子率がマイナスでかつデフレが発生している下では、テイラー・ルールにおいて名目利子率の非負制約が発生し、(3)式が示すように名目利子率をゼロより小さくすることはできなくなる。したがって、名目利子率の非負制約が存在するもとでテイラー・ルールにもとづいて金融政策を運営した場合のIS曲線は、(4)式に(1)式および(3)式を代入し、かつ $r_n = (Y_0 - Y^f + u) / \alpha$ であることを利用すると、

$$(5) \quad \begin{aligned} Y &= Y^f + \alpha \phi \pi^* - \alpha \phi \pi && (i > 0 \text{ のとき}) \\ &= Y_0 + \alpha \pi + u && (i = 0 \text{ のとき}) \end{aligned}$$

⁶ 教科書的な総需要・総供給分析では、物価水準と国民所得の関係を示した分析が一般的であるが、以下では、物価水準ではなく、その上昇率であるインフレ率に注目する。

図1 非線形な総需要 (AD) 曲線



注) $\pi_0 \equiv (\phi\pi^* - r_n)/(1 + \phi)$ は、名目利率がゼロとなるインフレ率の閾値。

と書き表すことができる。

これが、名目利率の非負制約の下での総需要 (AD) 曲線である。Y と π の関係を表すこの AD 曲線は、図1で示されているように、名目利率が正 (すなわち、 $i > 0$) の場合には右下がりの関係にあるのに対して、名目利率がゼロ (すなわち、 $i = 0$) の場合には右上がりの関係になる。このような $i = 0$ となる点 (すなわち、 $\pi = \pi_0 \equiv (\phi\pi^* - r_n)/(1 + \phi)$) で屈折する非線形な AD 曲線が、長期停滞を生み出す大きな源泉となる。

このことは、総需要 (AD) 曲線が総供給 (AS) 曲線とどのような点で交わるかによって確認することができる。以下では、AS 曲線は、右下がりのフィリップス曲線およびオーケン法則から、

$$(6) \quad Y = Y_1 + \gamma\pi,$$

として導出されるものとする。(6) 式のような Y と π の右上がりの関係を表す AS 曲線は、伝統的なケインズ経済学で標準的に採用されてきたものである。ただし、供給能力の制約から、国民所得 Y は完全雇用国民所得 Y^f を超えて増加することは難しい。このため、以下の分析では、次のように修正した AS 曲線を考えることにする。

$$(7) \quad Y = \min(Y^f, Y_1 + \gamma\pi),$$

このAS曲線は、経済が完全雇用を満たさない場合には Y は π と右上がりの関係にあるが、経済が完全雇用に達すると Y は π とは独立に $Y=Y^f$ として決定されることを示している。

以下では、 $\alpha \geq \gamma$ と仮定する⁷。また、AS曲線が右上がりから垂直になる閾値のインフレ率を $\pi^a \equiv (Y^f - Y_1)/\gamma$ と定義し、 $\pi^* \geq \pi^a$ と仮定する⁸。このとき、財市場の均衡は、(5)式で表されるAD曲線と(7)式で表されるAS曲線の交点によって決定される。しかし、その交点の性質は、自然利子率 r^n の大きさに依存して異なるパターンをとる。

まず、自然利子率が $r^n > -\pi^a$ を満たす場合、図2(1)で示されているように、AD曲線とAS曲線は、 $Y=Y^f$ および $\pi > 0$ の領域にある点 E^a でのみ交わる。したがって、 u があまり小さくなく、自然利子率がプラスあるいはわずかにマイナスのとき、均衡において完全雇用（すなわち、 $Y=Y^f$ ）と目標インフレ率（すなわち、 $\pi=\pi^* > 0$ ）が実現する。

これに対して、自然利子率が $r^n < -\pi^*$ を満たす場合、図2(2)で示されているように、AD曲線とAS曲線は、 $Y < Y^f$ および $\pi < 0$ の領域にある点 E^b でのみ交わる。したがって、 u が十分に小さく、自然利子率が大きなマイナスの値をとるとき、均衡において完全雇用が実現しない（すなわち、 $Y < Y^f$ ）だけでなく、インフレ率もマイナス（すなわち、 $\pi = \pi_1 < 0$ ）となる傾向が生まれる。このようなデフレを伴う生産性の低迷の状態が、経済の「長期停滞」を示している。このような均衡が生まれる要因の1つは、 u が大きく減少し、自然利子率がマイナスになっていることである。しかし、もう1つの重要な要因は、名目利子率の非負制約によってAD曲線が屈折していることである。このことは、名目利子率の非負制約が存在することによって、自然利子率がマイナスになっている経済で、深刻な長期停滞が発生しうることを示している。

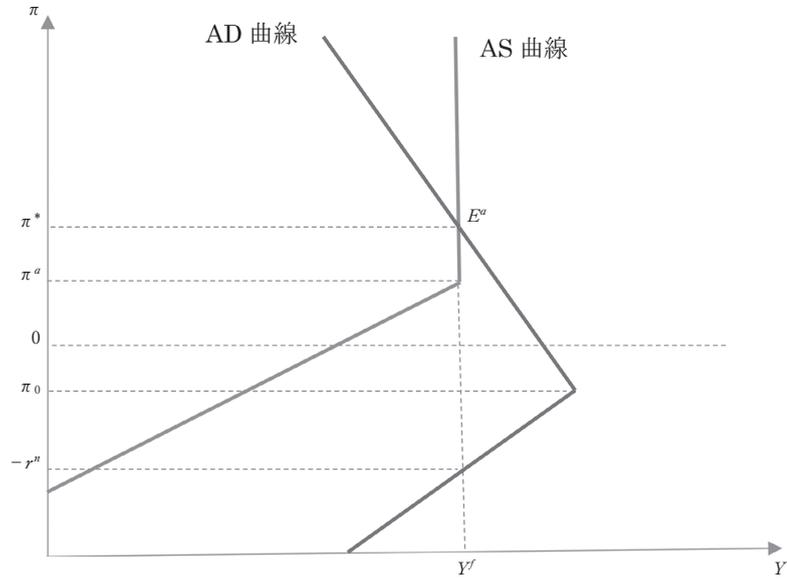
なお、自然利子率が $-\pi^a > r^n > -\pi^*$ を満たす場合、図2(3)で示されているように、AD曲線とAS曲線は、 $Y=Y^f$ および $\pi > 0$ の領域にある2つの点（ E^c と E^d ）と、 $Y < Y^f$ および $\pi = \pi_2$ の領域にある1点（ E^e ）で交わる。すなわち、 u がやや小さく、自然利子率が緩やかなマイナスの値をとるとき、複数均衡が発生し、完全雇用（ $Y=Y^f$ ）と不完全雇用（ $Y < Y^f$ ）のどちらが実現するかは、人々の期待に依存することとなる。

⁷ $\alpha < \gamma$ であっても本質的な結果は変わらないが、均衡が複数になったり、存在しなくなる場合があり、分析がより複雑になる。

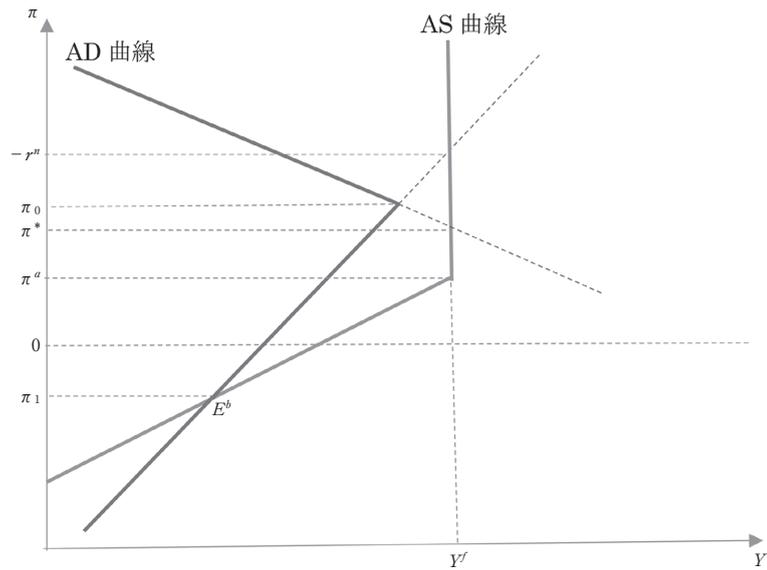
⁸ この仮定は、目標インフレ率が完全雇用と整合的に設定されていることを示している。

図2 AD曲線とAS曲線

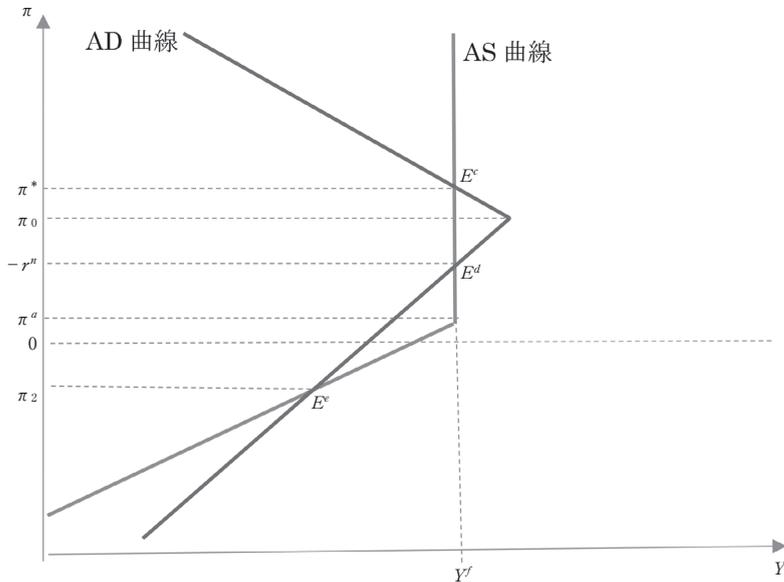
(1) 自然利率が $r^n > -\pi^a$ を満たすケース



(2) 自然利率が $r^n < -\pi^*$ を満たすケース



(3) 自然利率が $-\pi^a > r^n > -\pi^*$ を満たすケース



6. 世界的な貯蓄余剰

これまで、自然利率がマイナスとなる要因としてさまざまな国内要因を考察してきた。しかし、自然利率がマイナスとなる要因として、これら国内要因とともに有力と考えられているのが、世界的な貯蓄余剰という対外的な要因である。とりわけ、アメリカの連邦準備制度理事会の議長（当時は理事）であったバーナンキの2005年のリッチモンドでの講演（Bernanke, 2005）によって提唱された世界的な貯蓄余剰（Global Saving Glut）の考え方は、最近の世界経済の長期停滞の大きな原因になっている可能性があることが、Caballero, Farhi and Gourinchas（2015）や Eggertsson, Mehrotra, and Summers（2016）らによって指摘されている。

ここで世界的な貯蓄余剰とは、経常収支黒字国の過剰な貯蓄が、世界的な経常収支不均衡（グローバル・インバランス）を引き起こしているという説である。国際収支の発展段階説に従えば、国際金融市場において、潜在成長率が高い新興国が資金需要主体となる一方、潜在成長率が低下した成熟国は資金供給主体となるはずである。しかし、2000年代に入って急速な成長を遂げた中国などの新興国が経常収支の黒字を拡大させた結果、本来は資金需要主体であるべき新興国が大きな資金供給主体に転じた。これに、産油国やドイツ等の国の経常収支黒字が加わって、世界的に貯蓄余剰という不均衡が生じ、国際的な利率が下落し、自然利率がマイナスとなる一要因と

なったと考えるのである⁹。

特に、2000年代に入って顕著となった中国など新興国による世界的な貯蓄過剰は、財市場では世界的な供給過剰を生み出した。国際競争力を高めた新興国が、先進国向けに最終財の輸出を大きく増やす一方で、先進国からの最終財の輸入の増加をさほど増やさなかった結果、多くの先進国で余剰供給力（デフレ・ギャップ）が拡大し、デフレが進行する大きな要因となったのである。新興国における貯蓄過剰（saving glut）の結果、財市場で過当競争から世界的に価格が上がりにくい状況が進行し、賃金の引き下げを伴った新たなデフレ現象に拍車がかかることとなったといえる。

7. 経済政策の効果

近年の長期停滞論に関する研究は、先進諸国の多くで長期にわたる需要不足とデフレ現象が顕在化しつつあることを指摘すると同時に、その原因を明らかにすることによってそこから抜け出すためにいかなる処方箋が必要かを論じている。名目利子率がゼロとなり、貨幣市場において流動性のワナが発生している長期停滞の下では、伝統的な金融政策は有効でなくなる。しかし、中央銀行が将来の金融政策にコミットすることができれば、人々の期待に働きかけることによって、金融政策も需要不足の解消やデフレ脱却に向けて一定の効果を発揮することができる（Krugman, 1998）。

中央銀行が高いインフレ目標を設定することは、そのようなコミットメントの1つである。たとえば、5節で用いた長期停滞モデルでは、中央銀行がそのインフレ目標 π^* を増加させると、AD 曲線の右下がりの部分が右方へシフトする。このため、図3(1)で示されているように、 π^* を十分に増加させれば、初期の均衡 E_0 がデフレを伴う生産性の低迷（すなわち、 $Y < Y^f$ および $\pi_1 < 0$ ）の状態であったとしても、インフレを伴う完全雇用の均衡 E_1 を実現できる可能性がある。

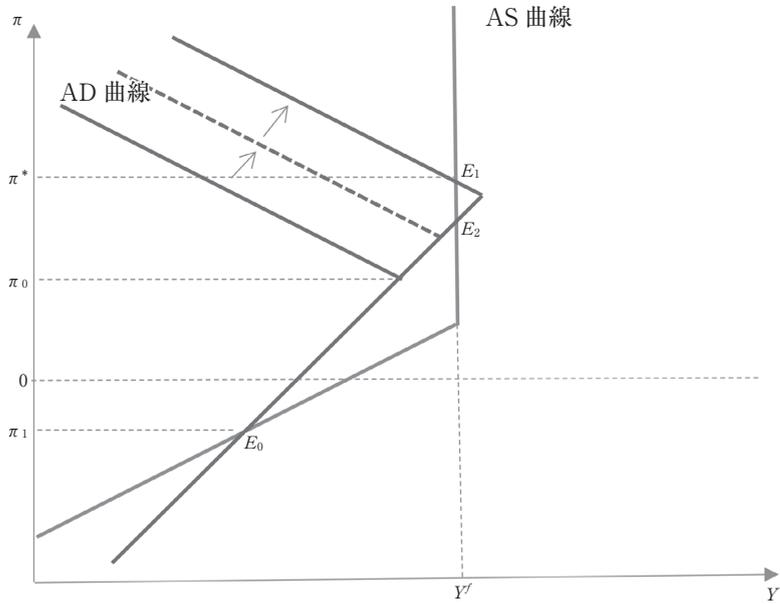
もっとも、完全雇用を実現するには、右下がりのAD 曲線を大きく右方へシフトさせる必要がある（たとえば、図3(1)では点線までAD 曲線を右方へシフトさせても完全雇用は実現しない）。このため、中央銀行のコミットメントが機能するには、インフレ目標 π^* をある程度高く設定する必要がある。

より大きな問題は、仮に π^* を高く設定してインフレを伴う完全雇用の状態（ E_1 や E_2 ）を均衡の1つとして実現できた場合でも、初期のデフレを伴う不完全雇用均衡 E_0 が依然として均衡の1つのままであることである。したがって、このような政策が有効である（すなわち、完全雇用を実現する）ためには、人々が中央銀行のコミッ

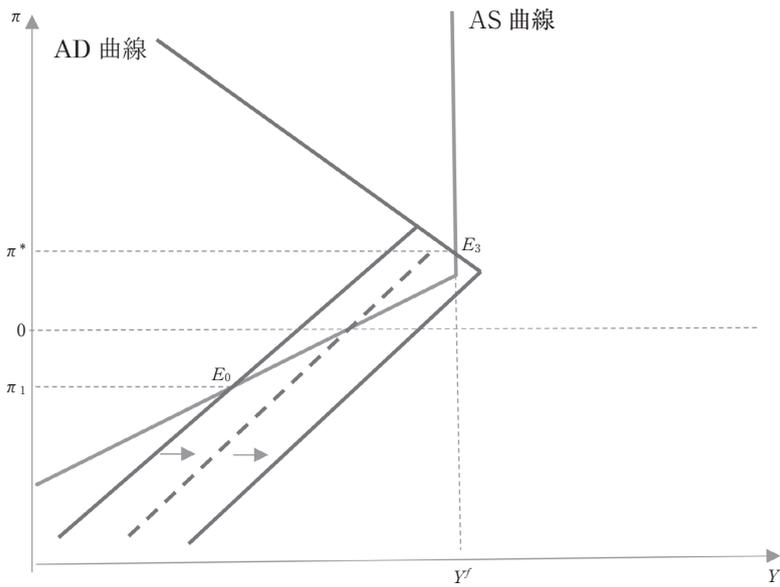
⁹ 2000年代の世界的な資金余剰に関する議論の詳細は、福田・松林（2013）を参照のこと。

図3 経済政策の効果

(1) インフレ目標の引き上げ



(2) 財政支出の拡大



トメントを信じ、そのインフレ期待をインフレ目標まで高めることが必要である。仮に人々がそのようなインフレ率が実現すると信じなければ、中央銀行が高いインフレ目標を設定した場合でも、デフレを伴う生産性の低迷が依然として均衡となってしまふ。

このため、より最近の研究では、過剰貯蓄が発生した長期停滞の状態から抜け出すには、財政支出の拡大がより効果的であるという主張が有力となりつつある (Eggertsson and Mehrotra, 2014)。たとえば、5節で用いた長期停滞モデルでは、財政支出は需要ショック u の一種であると解釈することができる。したがって、財政支出を増加させると、 u が増加することによって、AD 曲線の右上がりの部分を右方へシフトさせることができる。このため、図 3(2)で示されているように、財政支出を増加させると、AD 曲線と AS 曲線の交点で決まる国民所得 Y は増加する (たとえば、AD 曲線を点線まで右方へシフトさせると、完全雇用は実現しないものの、 Y は大きく増加する)。特に、財政支出を十分に増加させた場合、AD 曲線はその右下がりの部分だけが AS 曲線と交わることになる。その結果、デフレを伴う不完全雇用 E_0 はもはや均衡でなくなり、インフレを伴う完全雇用 E_3 のみが均衡として実現する¹⁰。

8. 日本経済への含意

前節でみたとおり、近年の長期停滞論に関する研究は、長期停滞から抜け出すために中央銀行によるコミットメントや財政支出の拡大が有効であると論じている。もっとも、これら海外の研究者を中心に展開されてきた議論をわが国に適用するには、日本が「失われた 20 年」で経験した長期にわたる需要不足とデフレ現象が、他の先進諸国とはさまざまな点で異なる特徴を持っていることに注意を払う必要がある (たとえば、福田 (2015) を参照)。特に、日本の場合、急速に進行する少子高齢化や巨額に累積した財政赤字が、長期停滞の大きな原因になっているとの指摘は少なくない。

今後予想される少子高齢化のスピードは、日本が先進国のなかで突出している。2050 年の人口ピラミッドは、65 歳以上の高齢者が総人口の 4 割近くに達し、労働者 1 人で高齢者 1 人を支えなければならなくなることを示す。高齢化の進展と労働人口の急速な減少は、供給サイドから潜在成長率を低下させるだけでなく、国内市場の縮

¹⁰ なお、財政支出を増加させた場合でも、その増加の大きさによっては複数均衡が発生する可能性がある。ただ、財政支出を増加させた場合には、いずれの均衡でも、初期の均衡よりも国民所得とインフレ率は改善する。また、複数均衡が発生した場合でも、さらに財政支出を増加させれば、完全雇用均衡のみが唯一の均衡として実現することになる。

小を通じて総需要を抑えるおそれがある。一部には、人口が減少することで経済成長率が低下しても、一人当たりの国民所得が減らなければ問題ないのではないかという議論はある。ただ、天然資源の乏しいわが国では、人的資本が最大の成長の源泉である。労働人口が減れば、人的資本はそれだけ減ることになり、そのマクロ経済へのスピルオーバー効果が減ることで、経済の活力は失われてしまうことになる。

また、国内総生産（GDP）の2倍に及ぶ財政赤字の累積も、成長の大きな足かせとなる可能性がある。巨額な累積赤字の結果、国内貯蓄の大半は、民間に比べて生産性が低い政府セクターの借金の埋め合わせに充当される傾向が続いている。増え続ける財政赤字にストップがかけられない限り、このような非効率な資金フローが今後ますます成長の足かせとなる。加えて、国債は、政府の借金であり、いずれは返済しなければならないものである。巨額な国債を償還するには、将来、大幅な増税や歳出カットなどによってその財源を確保することが必要になる。このため、財政破綻寸前の政府が赤字をさらに拡大し続けたとき、将来の増税や歳出カットを見越して人々が支出を控えるようになる非ケインズ効果で経済が低迷することも懸念される。

日本ではこれらの要因によって、他の先進国以上に「将来への悲観論」が広がっており、それが消費や設備投資を抑制することで、需要ショック u を減少させる傾向があるといえる。こうした状況で、さらに国債を増発して財政出動しても、将来の負担増の懸念を一層高めて総需要の収縮を招き、さしたる需要拡大効果を持たない可能性がある。また、金融政策は、一時的なデフレ・ギャップの解消には有効かもしれないが、少子高齢化の進展や財政赤字の累積といった構造的な問題を解決する上では有効でない以上、需要ショック u を本格的に回復させるには限界がある。

このように考えていくと、長期停滞に関して先進国でいくつかの共通の症状が観察されているとはいえ、わが国の長期停滞を防ぐために残された政策オプションは、欧米に比べて限られているのが実情である。「将来への悲観論」が総需要の基調的な弱さの真因と考えた場合、中長期的な視野に立って少子高齢化と財政健全化に正面から向き合って構造改革を実行して悲観論を払しょくすることが、需要不足による長期停滞に対する最も有効な処方箋となる。少子高齢化と財政赤字という日本経済が置かれた状況に正面から向き合い、大きな痛みを伴う規制緩和や構造改革も例外としない姿勢が求められているといえる。

参考文献

- 岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター（2016）. 『マイナス金利政策 3次元金融緩和の効果と限界』日本経済新聞社.
福田慎一（2015）. 『「失われた20年」を超えて』NTT出版.

- 福田慎一・松林洋一(2013). 「グローバル・インバランス」櫻川昌哉・福田慎一編著『なぜ金融危機は起こるのか：金融経済研究のフロンティア』, 東洋経済新報社, pp. 199-221.
- Bernanke, Ben S. (2005). “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” The Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, on April 14, 2005.
- Caballero, R., E. Farhi and P. Gourinchas (2016). “Global Imbalances and Currency Wars at the ZLB.” NBER Working Paper 21670.
- Eggertsson, Gauti B., and Paul Krugman (2012). “Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher–Minsky–Koo Approach.” *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (3): 1469–1513.
- Eggertsson, Gauti B., and Neil Mehrotra (2014). “A Model of Secular Stagnation” NBER Working Paper 20574.
- Eggertsson, Gauti B., Neil Mehrotra, and Lawrence H. Summers (2016). “Secular Stagnation in the Open Economy,” *American Economic Review*, 106(5), pp. 503–507.
- Eggertsson, Gauti B., and Michael Woodford (2003). “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy.” *Brookings Papers on Economic Activity*, (1): 139–234.
- Hall, Robert E. (2011). “The Long Slump.” *American Economic Review*, 101(2): 431–469.
- Hansen, Alvin (1939). “Economic Progress and Declining Population Growth.” *American Economic Review*, 29(1): 1–15.
- Krugman, Paul R. (1998). “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap.” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137–205.
- Mian, Atif, and Amir Sufi (2014), *House of Debt: How They (And You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again*, University of Chicago Press(邦訳『ハウス・オブ・デット』(アティフ・ミアン, アミール・サフィ著／岩本千晴訳)東洋経済新報社, 2015年).
- Samuelson, Paul A. (1958). “An Exact Consumption–Loan Model of Interest With or Without the Social Contrivance of Money.” *Journal of Political Economy*, 66(6): 467–482.
- Summers, Lawrence H. (2014). “U. S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound.” *Business Economics*, 49(2).