

新・長期停滞論

日米独の完全雇用は維持可能か

BNPパリバ証券株式会社
経済調査本部長・チーフエコノミスト

この
河野 龍太郎



はじめに

2016年後半から世界経済の成長ペースが加速していることもあって、一時、政策論で話題をさらっていたハーバード大学のローレンス・サマーズ教授の「長期停滞論」は下火となつている。日本だけでなく、米国もドイツも完全雇用にあり、長期停滞とは相容れない経済状況にあるからだ。今後1年を見通せば、世界経済は活況を呈するように見える。

また、ノースウエスタン大学のロバート・ゴードン教授ら供給サイドを重んじる人々は長期停滞の原因として、イノベーションの枯渇を挙げていた。しかし、現在は、AIやロボットの導入など、デジタル革命が加速し、むしろイノベーションの時代が訪れているとも言える。今や時代のキーワードは、「デジタル革命」や「第四次産業革命」である。

それでは、長期停滞論は、2008年のリーマンショックの後に訪れた一時的な景気停滞期に現れた、行き過ぎた悲観論と考えるべきだろうか。いや、日米独ともに完全雇用に達しても、賃金やインフレの上昇が遅れていることを勘案すると、さらには米国、日本、ドイツのそれぞれの国におい

て、完全雇用が可能となっている理由を詳細に分析すると、長期停滞に陥っている可能性は排除できないように思われる。バブルや継続的なプライマリー収支赤字、大幅な経常黒字などを伴っているから、各国で完全雇用の達成が可能になっていると言っべきではないか。

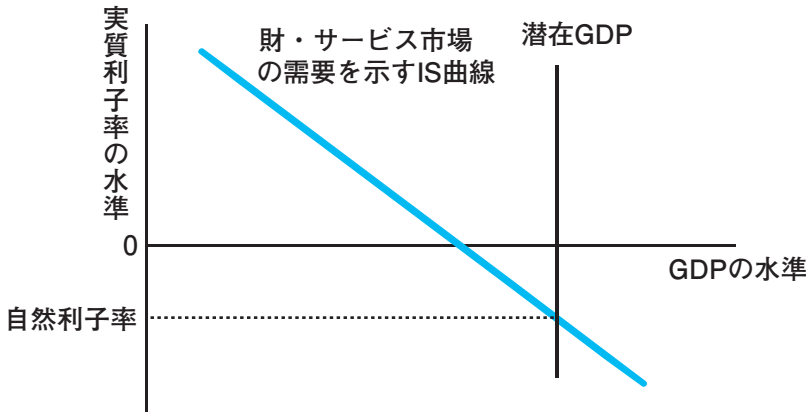
2018年は景気拡大が続くとしても、その先の世界経済を見通す上で、長期停滞論について改めて考えることは、有用だと思われる。

長期停滞論とは

まず長期停滞とはどのような状況だったか。金利との関係で考えると分かり易い。

総需要を潜在GDP（完全雇用に対応するGDP）に一致させる金利水準を自然利子率と呼ぶ（図1）が、その自然利子率がマイナスの領域にある状況を長期停滞と呼ぶことができる。本来、総需要が潜在GDPを下回れば、金利を低下させることで総需要を刺激し、経済の需給を均衡させることができる。しかし、ゼロ金利制約が存在するため、自然利子率がマイナスの領域まで低下すると、インフレ率が低い場合（多くの場合、金利が低い時、インフレ率も低い）、実質ベースの政策金利を自然利子率

図1：自然利子率の概念図



(出所) BNPパリバ証券作成

より低い水準まで引き下げることができなくなり、総需要を刺激して経済を潜在GDPの水準まで引き上げることができない。つまり、金融政策だけでは、完全雇用を達成できない。そうなる则需要ギャップの悪化でインフレ率はさらに低下するため、実質ベースの政策金利を引き下げるのは益々難しくなる。

一言でいえば、自然利子率がマイナスの領域に入ると、完全雇用に対応する潜在G

D Pの水準まで総需要を引き上げることができないため、一国経済は長期停滞に陥る。これがサマーズ教授が唱えた長期停滞論であった。

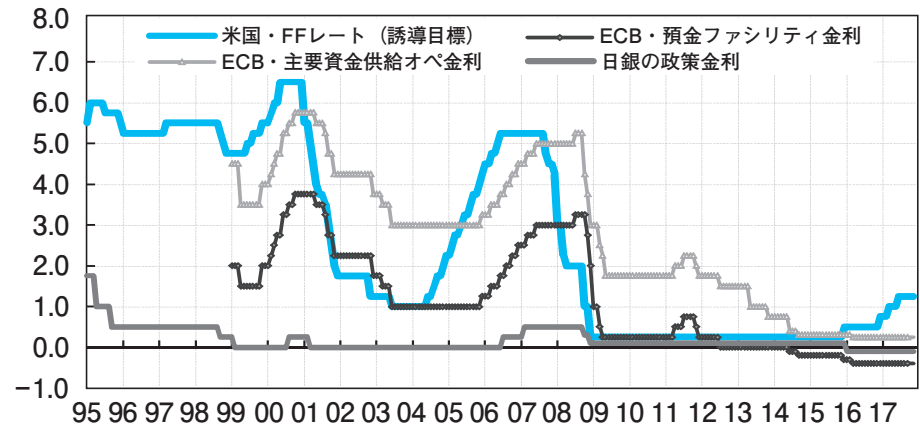
ゼロ金利制約がなくなったわけではない

近年のマイナス金利政策（図2）の登場で、ゼロ金利制約が取り払われたと考える人もいるかもしれない。しかし、キャッシュの存在がマイナス金利政策に対する大きな制約であることに変わりはない。

キャッシュに対してマイナス金利を付けることができないため、マイナス金利を大きく深掘りすると、預金からキャッシュへの大量の資金シフトが生じ（キャッシュの退職が生じ）、むしろ流動性が逼迫する恐れがある。このため、ごく限られた範囲のマイナス金利政策しか採用できない。ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授など、マイナス金利の深掘りによるキャッシュへのシフトを避けるため、高額紙幣を廃止するというアイデアを真剣に検討している研究者も存在する。

少なくとも、現在の金融政策技術の下では、ゼロ金利制約が取り除かれたとは言えない。

図2：日米欧の政策金利（%）



(出所) Macrobond、日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

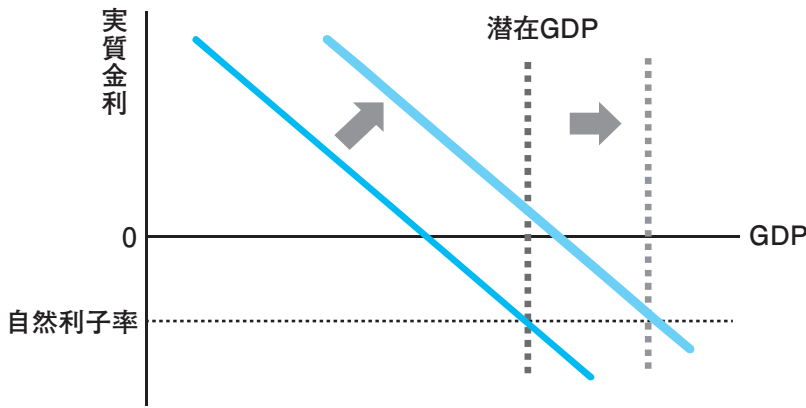
※ ECB・預金ファシリティ金利は、ユーロ圏の銀行が一時的に中央銀行 (ECB) に預入する際の利子

イノベーションで長期停滞から脱することはできるか

それでは、長期停滞を脱する方法はないのだろうか。

結論を先に言っておくと、確実な方法は見つかっておらず、意見は大きく分かれているが、生産性を改善させるイノベーション

図3：イノベーションのインパクト



(出所) BNPパリバ証券作成

ンがもし実行可能だとするならば、それが一つの解決策になり得ると考える人が筆者を含めて少なくなかった。
イノベーションによって生産性上昇率が高まれば、人々の所得も継続的に増大するため、消費水準も上がり、総需要は潜在GDPの水準まで上昇する。その過程で、自然利子率も上昇するから、金融政策の有効性も復活する(図3)。

イノベーションでGDPは増大するが…

ただ、動学的な経路次第では、総需要が増大すると同時に、潜在GDPも同じかそれ以上に改善するため、自然利子率は低迷したままかもしれない(図3)。それ故初期値からGDPは増大するとしても、完全雇用は達成できないかもしれない。

日本が「流動性の罠」に陥っていることを一早く訴えていたプリンストン大学のポール・クルーグマン教授が、当初、イノベーションによる供給サイドの強化が必ずしも解決策にはならないと論じていたのはこのためである。

所得増加が一部の人々に集中

最近、筆者が懸念しているのは、近年のデジタル革命がもたらすイノベーションは、経済全体の所得を増やしはするものの、総需要を十分には増やさず、むしろ自然利子率を低下させる可能性があるのではないか、という点である。

マサチューセッツ工科大学のデービット・オター教授らが指摘するように、イノベーションによって、生産性が高まり、経済全体の所得が増えても、所得増加は資本や知識資本の出し手、経営者など一部に集

中するかもしれない。

各国で観測されるイノベーションは、所得分配に対して果たして中立的なものだろうか。デジタル革命の下で、割高な労働が割安なロボットやAIに置き換えられているのではないか。つまり、資本と労働の代替の弾力性が1を超えている可能性がある。その場合、資本の出し手となる所得水準の高い人々の支出性は極めて低いため、総需要は十分増えない。総所得が増えなくても、支出に回らず貯蓄ばかりが増えるため、自然利子率はむしろ低下する。

事実、各国とも、労働分配率の低下傾向が続き、景気拡大が長引いても、支出性の高い平均的な労働者の実質賃金の改善は、マクロ経済の回復ペースに比べて遅れている(図4)。日本銀行は今のところ否定するが、欧米と同様、日本の労働分配率の低下も、単に景気循環だけによるものとは思われない(図5)。

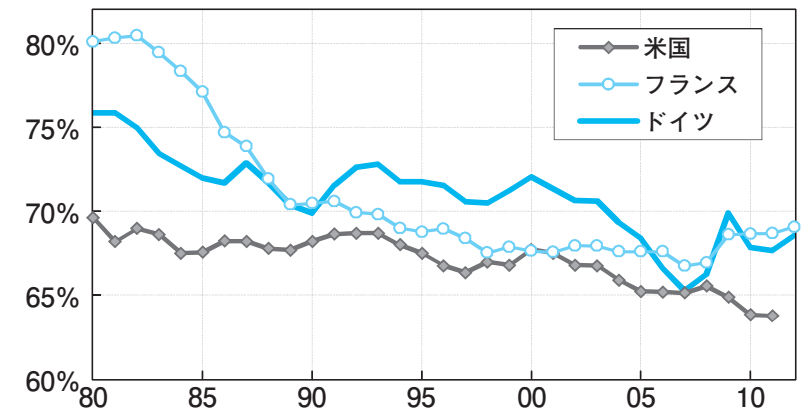
イノベーションが自然利子率を低下させる

従来の長期停滞論では、イノベーションの枯渇によって、自然利子率が低下しているというのが支配的な主張であった。しかし、筆者の念頭にあるのは、デジタル革命

図4によつて、支出性向の低い一部の経済主体に所得の増加が集中し、平均的な労働者の所得増に繋がっていないため、むしろ自然利子率が低下する可能性があるということである。

同じことだが、家計部門と企業部門を切り分けて考えると、イノベーションが進む場合も、デジタル革命下では、以前のような大規模な物的投資を必要としないため、企業部門の所得（利益）が増えても、貯蓄

図4：先進諸国の労働分配率



(出所) OECD資料より、BNPパリバ証券作成

ばかりが積み上がり、自然利子率が低下するということである。

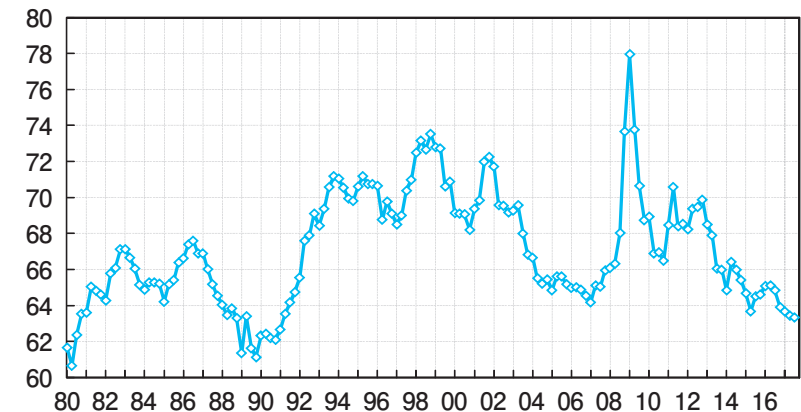
企業経営者の報酬がそれほど多くない日本では、企業が利益を溜め込んでいる点を強調すべきかもしれない(図6)。

グローバル化の影響だけでなく、変化も影響

グローバル化の影響だけでなく、変化も影響

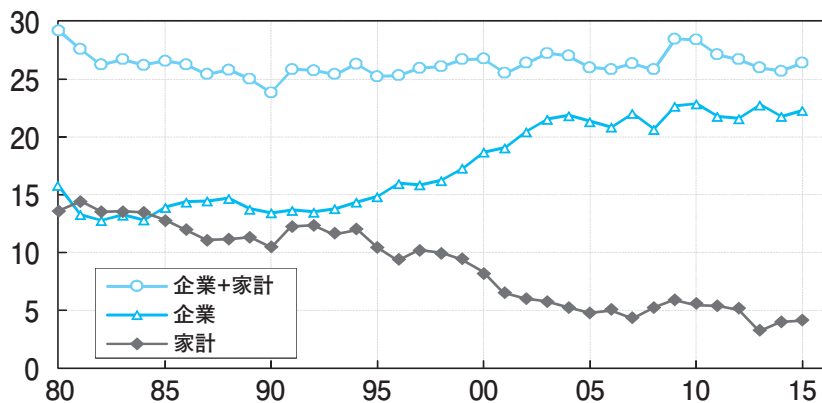
また、イノベーションの影響だけでなく、グローバル化の影響だけでなく、変化も影響

図5：日本の労働分配率（全産業、季節調整値、%）



(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成

図6：民間の粗貯蓄
(民間・家計・企業の粗貯蓄対名目GDP比、%、年度)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

変化も、労働分配率の低下を通じて自然利子率を低下させている可能性がある。

グローバルでサプライチェーンの管理が容易になっているため、賃金水準の低い新興国への生産拠点の移転が続き、それが先進国の賃金上昇を抑える。また、資本市場からの強いプレッシャーが続き、業績が改善しても、企業経営者は従業員への賃金を容易には引き上げることができない。

産業革命も恩恵が広がるまでに長い月日を要した

因みに19世紀初頭の産業革命を振り返ると、やはり所得の増加は資本やアイデアの出し手に集中し、社会全体へ恩恵が広がるまでには相当長い期間を要した。ようやく19世紀後半になって、農村部門の余剰労働が都市の工業部門に吸収され、人手不足から、実質賃金が上昇し始めた。いわゆるルイスの転換点(※)が訪れたのである。

ただ、今回のデジタル革命においては、労働力がAIやロボットに代替されるという話だから、労働力は余剰傾向が続き、平均的な労働者の実質賃金は上がりづらい。むしろ低下する可能性がある。それ故、社会全体にデジタル革命の恩恵が広がるには、19世紀の産業革命より、さらに長い時間を要する可能性もある。

少子高齢化で生産年齢人口が減少する日本では、幸いにして、この影響は小さいかもしれない。デジタル革命がもたらす労働余剰に対して、日本では警戒が薄い。

※ルイスの転換点

英国の経済学者アーサー・ルイスが提唱した概念。社会が工業化する過程で、農村部から都市部へ低賃金の余剰労働力が供給されるが、工業化の

進展に伴い、やがて余剰が解消され、農業労働力が不足に転じること。転換点を超えると、賃金の上昇や労働力不足により経済成長が鈍化する。

所得再分配の強化が必要だが・・・

それではイノベーションがもたらす長期停滞を脱するにはどうすればいいのか。

もし、イノベーションやグローバル化の進捗、社会規範の変化が資本やアイデアの出し手、経営者など一部の経済主体の所得集中をもたらし、それ故、自然利子率が低下しているのなら、本来、望ましい政策は、所得再分配を強化し社会保障制度を拡充することや、企業に積み上がった貯蓄を吐き出させる政策である。

実現性はともあれ、ベーシックインカムの導入や企業の内部留保への課税を主張する人が増えてきたのは、人々が問題の本質を徐々に認識し始めたからであろう。スイスでは否決はされたものの、ベーシックインカム導入の是非が国民投票で問われている。また、二重課税の問題に目をつぶれば、フローベースの内部留保への課税は実現不可能ではないし、現に大恐慌期の米国ではその実績がある。

しかし、経済構造の変化で恩恵を受けた人々は、自らの努力によるものと当然にし

て考えるから、獲得した所得を進んで分かち合おうとはしない。貧富の差に拘らず、一人一票が確保される議会制民主主義の下であつても、社会の安定性が損なわれるといった状況にならないければ、所得再分配の大幅な強化は、容易には採用されない。

日米独の完全雇用の到達の方法

それでは、こうした施策が取られないにもかかわらず、現在、なぜ米国や日本、そしてドイツで完全雇用の達成が可能となっているのか。

各国の政策当局が、長期停滞への対応として必ずしも意図した訳ではないと思われるが、まずバブルを醸成することで、総需要を嵩上げし、完全雇用の達成している(図7)。これは主に現在のアメリカの姿である。次にプライマリー収支赤字を財源に追加財政を続けることで総需要を嵩上げし、完全雇用の達成している。これは現在の日本の姿である。

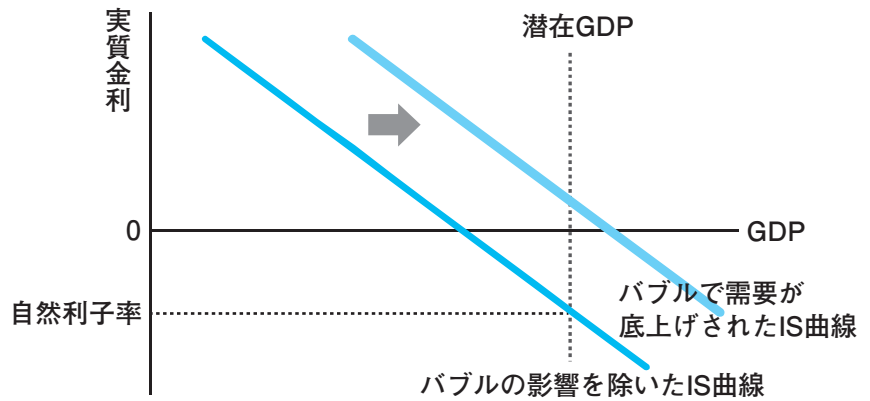
また、高水準の経常黒字を生み出すことで総需要を嵩上げし、完全雇用の達成している。これは主に現在のドイツの姿だと言えるが、日本にもそうした側面は見られる。もちろん、金融緩和によって通貨の減価が可能となり、完全雇用が達成されているの

まず、バブル醸成による完全雇用の達成である。前述した通り、イノベーションの

バブルで完全雇用を達成

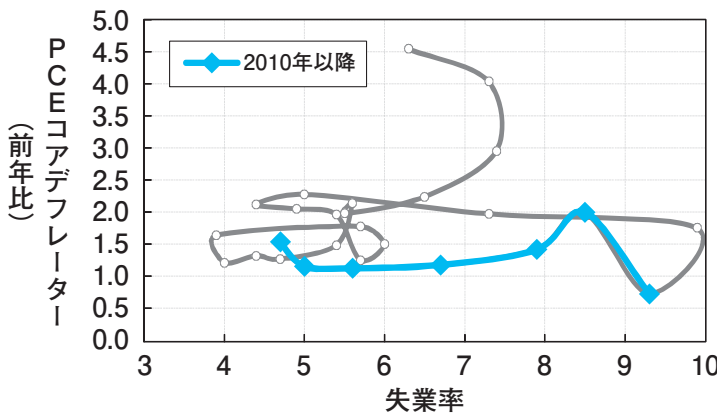
なら、必ずしも長期停滞に陥っているとは言えないだろう。ただ、問題は、次に論じられるように、他の2つの経路と同様、持続可能性に欠ける点である。自然利子率の上昇も一時的なものに終わる。

図7：バブルによる総需要の嵩上げ



(出所) BNPパリバ証券作成

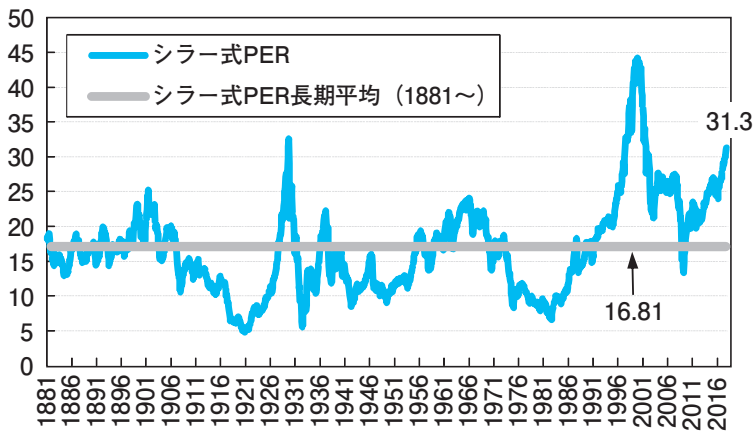
図8：米国のフィリップスカーブ(%、暦年、1990~2016年)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成
 ※PCEコアデフレーターはPCEデフレーター(=名目個人消費支出/実質個人消費支出)から価格変動が大きいエネルギーと食品を除いた物価指数

結果、景気拡大が長期化しても、労働分配率の低下で、賃金上昇が遅れているため、堅調な企業業績が継続している。失業率が低下しても賃金上昇が遅れているから、コスト転嫁の必要性も薄く、インフレの上昇も遅れる(図8)。それ故、中央銀行は緩和的な金融環境を続け、それが資産価格の上昇をさらに後押しする。
 初期段階では、労働分配率の構造的な低下がもたらす一度限りの資産価格水準の切上げだったはずである。しかし、インフ

図9：S&Pのシラー式PER



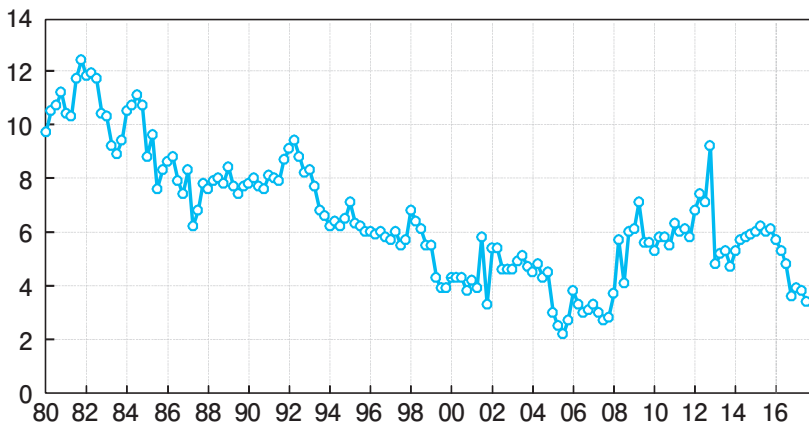
(出所) Robert Shiller HPより、BNPパリバ証券作成
 ※シラー式PER(=株価/実質1株当たり利益の10年平均)は、一般的なPER(株価収益率)と較べ一時的な業績の変動に左右されずに株価の割高感を測ることができる投資指標

レ上昇が鈍いため、中央銀行は利上げを相対に遅らせてきた。緩和的な金融環境が継続するという見方が資産市場参加者の期待に徐々にビルトインされ、それが割高になった株価をさらに押し上げ、バブルの領域に入ったのだと思われる(図9)。
 今後、米国の中央銀行であるFRBが、インフレ上昇の遅れを理由に、2018年の利上げ見通しを修正するかどうか、大変注目される。

資産価格上昇で貯蓄率が低下

米国で雇用者所得の回復が遅れているにも拘わらず、個人消費の拡大ペースが比較的堅調であるのは、株高による資産効果で貯蓄率が低下しているためである（可処分所得が比較的堅調に増えているのは、配当の増加によるものであって、雇用者所得の増加によるものではない）（図10）。

図10：米国の貯蓄率（%）



（出所）Macrobondより、BNPパリバ証券作成

それ故、完全雇用が維持されているが、当然にして、資産価格の上昇は永久に続くことはないし、貯蓄率の低下も永久には続かない。バブルはいずれ崩壊し、貯蓄率の急激な上昇が始まることで、实体经济の調整が始まる。筆者の念頭にあるのは今のところ2019年である。

2000年代以降、バブルなしでは完全雇用を達成できず

それにしても我々は健忘症に陥っているのだろうか。米国ではITバブル時も住宅・クレジットバブル時も完全雇用は確かに達成されたが、当時も現在と同じように賃金上昇やインフレの加速は観測されなかった。それは、当時から自然利利率が大幅に低下し、総需要を高めることが難しく、何とかバブルを作り出すことで総需要を嵩上げし、完全雇用を達成していたということではないのか。

今回も賃金やインフレが上昇しないからと言って、緩和的な金融環境を続けられれば、バブルの膨張を助長するだけである。

所得集中による自然利利率の低下に金融緩和で対応すべきか

インフレも低く、自然利利率が低下して

いるのだとすれば、低金利を続けるのは当然という見方もあるだろう。それは確かに一理あるのだが、問題はプロアクティブに緩和的な政策を取ることが適切か、という点である。

まず、景気拡大局面でも各国中央銀行は株価に相当配慮した政策運営を続けている。また、もし、何らかのショックで、一時的に自然利利率が低下し、支出が先送りされて総需要が低迷しているのなら、金融緩和で支出を前倒しするというのは適切だろう。

しかし、支出性向の低い経済主体に所得が集中した結果、総需要が低迷し自然利利率が低下しているのなら、適切な処方箋は所得再分配の強化ではないだろうか。金融緩和で対応しようとするから、資産価格ばかりが上昇し、バブルを生むのである。

プライマリー収支赤字の継続による完全雇用の達成

次にプライマリー収支赤字の継続による完全雇用の達成である。

プライマリー収支赤字を作り出すことは、言うまでもなく、将来の所得の先食いである。何れかの段階で必ずや債務返済を迫られる。増税・歳出削減を選択しないと、この先、経済の冷徹な法則が働き、

意図しようとしまいと、いずれ高率のインフレ・タックスが訪れる。

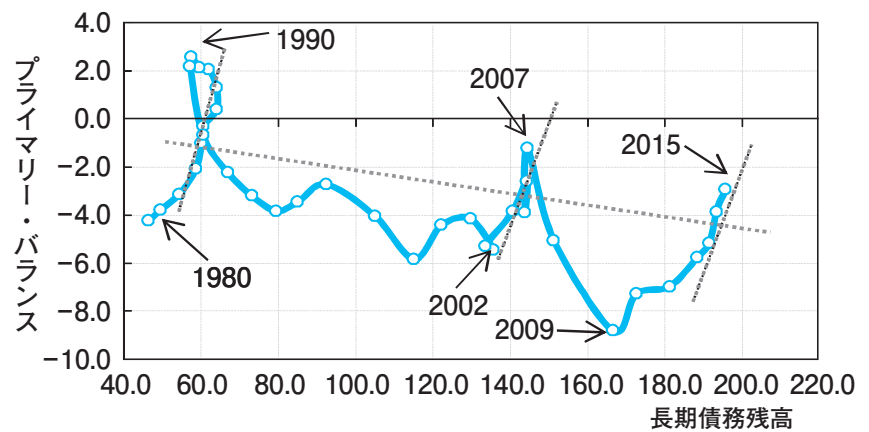
完全雇用を損なう恐れがあるため、財政健全化が進められない

未曾有の公的債務を抱えるにも拘わらず、日本銀行の大量の国債購入やイールドカーブ・コントロールによって長期金利が極めて低位で抑え込まれているため、人々は公的債務の膨張に無感覚になり、景気拡大局面でも、追加財政が繰り返されている。その結果、完全雇用が達成されているにも拘わらず、プライマリー収支の黒字化が全く見通せない状況となっている(図11)。

マクロ安定化政策の観点から言えば、プライマリー収支赤字を続けることで、完全雇用が達成されており、そして現在は、完全雇用が損なわれることを恐れて、財政健全化を中々、開始できないという状況に陥っている。

自然利子率が低く市場金利が簡単には上がらないこともあり、財政危機の臨界点は直ぐには訪れないにしても、永久に訪れない訳ではない。財政危機を回避するため、日本銀行の政策目標はいずれ物価安定から長期金利の安定に変更せざるを得なくなる可能性がある。

図11：国と地方のプライマリー・バランスと長期債務残高(対GDP比、%、年度)



(出所) 内閣府、財務省資料より、BNPパリバ証券作成

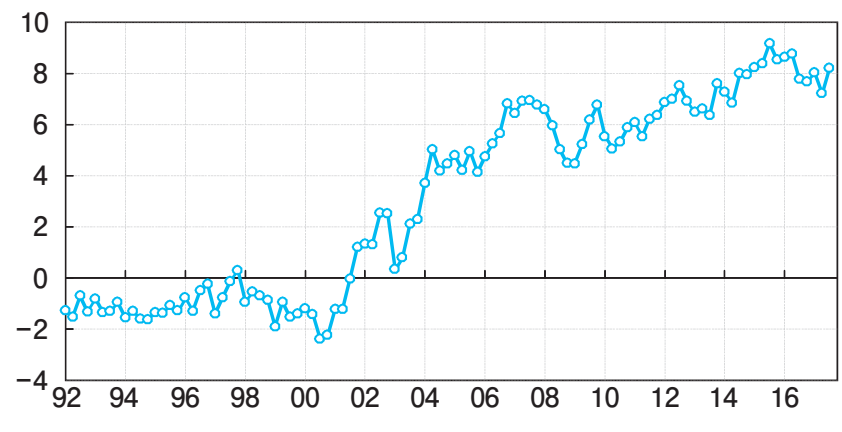
大幅な経常黒字による完全雇用の達成

最後は大幅な経常黒字による完全雇用の達成である。

ドイツで完全雇用が維持されているのは、GDP比で8%もの巨額の経常黒字を生み出しているからである(図12、13)。

周辺国の景気低迷もあって、中央銀行ECBが相当な金融緩和を続け、ユーロ安が

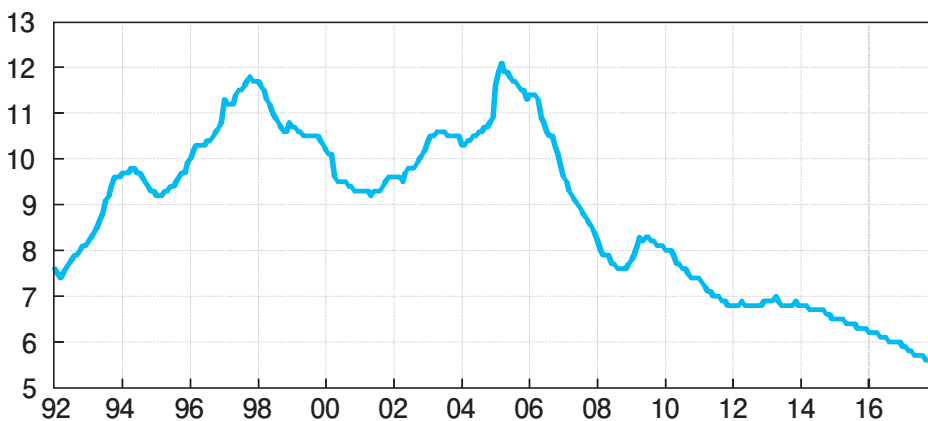
図12：ドイツの経常収支 (GDP比、%、季節調整値)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

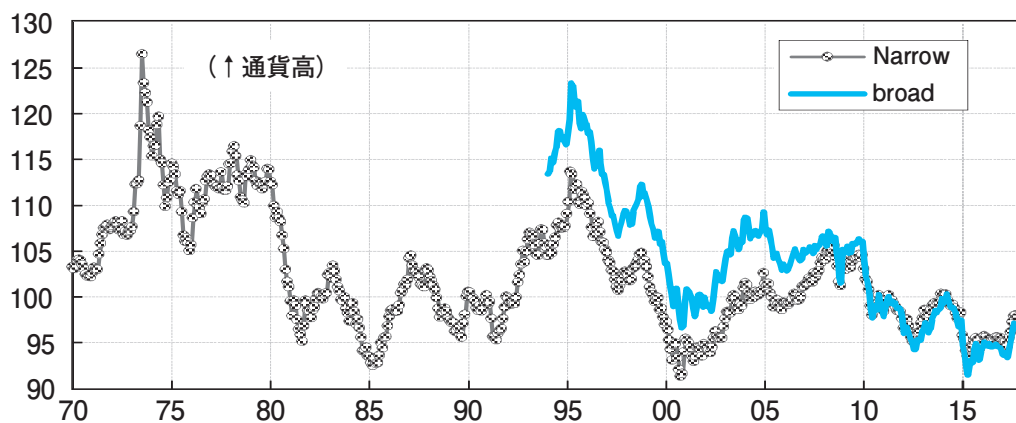
維持されている結果、ドイツ経済の実勢に比して、相当な実質通貨安が続いており(図14)、それが大幅な経常黒字を可能としている。前述した通り、金融緩和によって通貨の減価が可能となり完全雇用が達成されているのなら、必ずしも長期停滞に陥っているとは言えない。ただ、ドイツ経済単体で見れば、現在の相当に割安な為替レートは維持可能ではないはずである。ドイツの

図13：ドイツの失業率（季節調整値、%）



（出所）Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図14：ドイツの実質実効為替レート



（出所）Macrobondより、BNPパリバ証券作成

実質通貨安は、統合通貨の存在故に可能と
なっている。

また、アグレッシブな金融緩和によって
大幅な実質円安となっている日本も、完全
雇用を達成する上で、経常黒字が一定程度

の役割を担っている。ただ、近年の経常黒
字は、主に海外投資がもたらした所得の還
流であり、貿易黒字はGDPの1%程度に
留まる（経常黒字はGDPの4.5%程度
である）。

**世界長期停滞なら経常黒字による完
全雇用も持続的ではない**

もちろん、経常黒字による完全雇用の達
成は、バブル醸成や継続的なプライマリー
収支赤字による完全雇用の達成に比べれ
ば、健全性の問題は小さいと言える。しか
し、当然にして、海外経済が不調になれば、
高水準の経常黒字を維持し総需要を嵩上げ
することは難しくなる。

実際、2000年代の日本は、財政は緊
縮気味で、主に高水準の経常黒字を作り
出すことによって完全雇用を達成したが、
2008年以降、海外経済の大幅な落ち込
みによって、それは瓦解した。外需の増加
によって一時的に自然利子率は上昇したと
見られるが、内需の持続的な回復が始まっ
た訳ではなかった。その間、周知の通り、
企業部門に貯蓄が積み上がっていた。

現在、各国が長期停滞に陥っているのだ
とすれば、そして米国がバブルを醸成する
ことで好調を維持しているのだとすれば、
大幅な経常黒字の継続によって総需要を嵩
上げし完全雇用を維持することの持続可能
性は、それほど高いとは言えない。

世界経済の頑健性が高まっている訳ではない

ここまでの議論をまとめよう。主要国が完全雇用を達成しているのは、米国がバブルを醸成し、日本がプライマリー収支赤字を甘受し、ドイツが大幅な経常黒字を維持しているからであって、いずれも持続性に欠ける。

現在、世界経済が回復ペースを増しているのは、新興国経済の持ち直しといったそれなりの理由もあるが、米国の株式バブルに各国が徐々に感染し、世界の人々がユーフォリアに浸り始め、支出を拡大しているという側面もあるのではないか。世界経済の頑健性が著しく高まっているとは思われない。

バブルや大幅なプライマリー収支赤字、高水準の経常黒字が無ければ、完全雇用が維持できないことが早晚明らかになるだろう。

世界経済の下降局面ではどのような政策が取られるか

それでは、再び世界経済の下降局面が訪れれば、各国はどのような政策対応を取るのだろうか。今度は所得分配の強化が検討

されることになるだろうか。いや、前述した通り、経済格差の大幅な拡大で社会の安定性が大きく損なわれるといった事態にならないければ、それは容易には選択されないだろう。

再びアグレッシブな金融緩和が取られ、バブルを醸成することになるのだろうか。それも十分あり得るが、近年は、行き過ぎた金融緩和への反省機運が世界的に広がっている。

日本に倣って、事実上の中央銀行ファイナンスで大規模な追加財政が取られ、完全雇用を達成しようとするのだろうか。その可能性は決して低いとは思われない。

2018年は慢心や楽観が広がるが、そのツケ払いが訪れるのは2019年である。

〈参考文献〉

▼ ケネス・S・ロゴフ著、村井章子翻訳『現金の呪い―紙幣をいつ廃止するか?』日経BP社 2017年

▼ 諸富徹『内部留保課税の是非 経済成長に有効な場合も、二重課税回避へ調整必要』日本経済新聞・経済教室 2017年11月22日

▼ ライアン・エイヴェント著 月谷真紀翻訳『デジタルエコノミーはいかにして道を誤るか 労働力余剰と人類の富』東洋経済新報社 2017年

▼ Autor, D., Dom, D., Lawrence F.K., Patterson, C., and Van Reenen, J. (2017), "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms", NBER Working Paper No. 23396

▼ Krugan, Paul R. "It's Baack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", Brookings Paper on Economic Activities No.2, 1998

▼ Laubach, Thomas, Jhon C. Williams, "Measuring the Natural Rate of Interest Redux." Federal Reserve Bank of San Francisco Paper 2015-16, 2015
<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2015-16.pdf>

▼ R. J. Gordon (2016), "The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War", Princeton University Press

▼ Summers, Lawrence "IMF Economic Forum: Policy Response to Crises", Speech at the IMF Fourteenth Annual Research Conference, Washington, DC, 9 November, 2013