

## 時論

### サマーズ氏の「長期停滞論」

米国のサマーズ元財務長官が昨年11月のIMFの会議で行った発言、並びに今年1月に執筆したコラムが、「先進国の長期停滞（Secular Stagnation）論」として議論と波紋を呼んでいる。

リーマン・ショックから4年超経過した今も、米国ではGDPの水準が潜在GDPを下回っていること、勤労者所得の回復がはかばかしくないこと、この間、実質金利はマイナス領域で推移したにも関わらず、こうした事態が続いていることなどを指摘し、「先進国経済がリーマン・ショック前の状態に戻ることは容易ではない」という主旨を述べている。

サマーズ氏の認識には、先進国経済は過剰な設備・貯蓄・労働力を抱えており、これらを十分活用するような投資機会が不足している一との判断が根底にあると読める。

サマーズ氏の論は、過去の高名な学者によっても唱えられてきた「資本主義の長期停滞論」を想起させる。ケインズは「資本主義が発展するにつれて欲望が飽和し、良質の投資機会が枯渇して収益率が低下し、長期停滞に至る」と見た（ゆえに有効需要創出を主張した）。シュンペーターは、資本主義を資本主義たらしめるのはイノベーションを主導し、投資機会を掘り起こす企業家であるとした上で、資本主義が発展するとともに合理主義・官僚主義がはびこり、企業家精神の衰退、企業家の没落を招き、「資本主義はその成功ゆえに生き延びることができない」と喝破した。

サマーズ氏は現状に対する処方箋として、①職業教育拡充、企業の技術革新力底上げ等サプライサイドの強化、②低金利の維持と金融安定化のための規制強化、③インフラ更新、エネルギー源多様化などの公共投資の拡大一を示し、「長期的停滞は不可避ではない」と我々を勇気づけているが、これらのメニューは既に概ね実施・検討中のものとも言え、「長期停滞」回避の切り札足りうるのか、今一つ確信が持てない。

過去の諸事象を思い返すと、石炭から石油へのエネルギー革命があり、IT革命があり、インターネット、スマホ、フェイスブック、ツイッターと新製品・サービスが次々と生まれ、将来に向けてもシェール革命、iPS細胞、先進ロボットなどイノベーションや成長分野の芽は尽きることが無いように見える。しかし新産業の寿命は徐々に短期化し、「革命」は小粒化しているようでもあり、1960年代以降、先進国の成長率は趨勢的に低下しており、今日では日米欧ともデフレとの戦いに明け暮れている状況を見ると、「長期停滞論」を真っ向から否定するわけにもいかない。

今後、先進国では、景気循環に沿った企業収益・家計所得・成長率・失業率・物価の増減ないし騰落は引き続き観察され、国民生活の水準が目に見えて低下することもなかろうが、投資需要不足、低い成長率と投資収益率、所得の伸び悩み、デysinフレないしデフレ、低金利が慢性的なものとなる蓋然性については、中長期的なマクロ経済・金融市場・業界環境認識として頭の片隅に置いておく必要があるのではないか。

同時に「長期停滞論」には日本経済にとっては次のような含意があるとも解したい。

第一は、投資機会がまだ豊富に存在する新興国への進出、その成長の果実を取り込むための取組を、官民挙げて格段に加速させるべしということ。業界・個社レベルでは、10年後の姿は3年後の姿の延長線上では全く描けないくらい、海外事業活動の領域は広がっており、それを実現する経営資源と人材と入れ替えが行われており、足らざるところは業種を問わずダイナミックなアライアンスが行なわれているだろうし、そうなっていただかなければならないだろう。

第二は、国内の岩盤規制分野や成長分野に存在するであろう良質な投資機会を掘り起こし、イノベーションを喚起するためにも、成長戦略や規制改革が何より重要だということ。今年の賃上げは確かに国内の好循環を起動させ、「デフレ脱却」には重要なファクターではあるが、「長期停滞脱却」までつながるものではない。

第三は、国内外いずれにおいてもバブルへの警戒を怠らないこと。低成長と低物価は金融緩和策の長期化圧力を高める方向に作用しよう。政策金利の低位維持だけでなく、市中からの資産買取の規模・範囲拡大という非伝統的金融政策は日常化し、その結果として信用緩和色が強まろう。

バブルは金融緩和の長期化だけで起こるものではなく、税制改正等政策的な後押し、景気拡大、時の空気の陶醉と強気化、金融機関や企業の過度なリスクテイクなど様々な要因が組み合わさって引き起こされるが、金融緩和の長期化はバブル生成の有力な素地となることは間違いない。サマーズ氏も「長期にわたる低金利政策に頼った成長戦略は、大規模なバブルの発生と危険なレバレッジの累積を招く」と警告している。

サマーズ氏が1月のコラムを「We can do better.」と締めくくったように、「長期停滞」は運命づけされた不可避のものではなく、本当にそうなるかどうかは我々の対応と努力次第であろう。国家も企業も個人も長い目で見た、息の長い取り組みが求められる。

(調査部長 金木利公 Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

---

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。