

貯蓄率の低下が経済財政に及ぼす影響

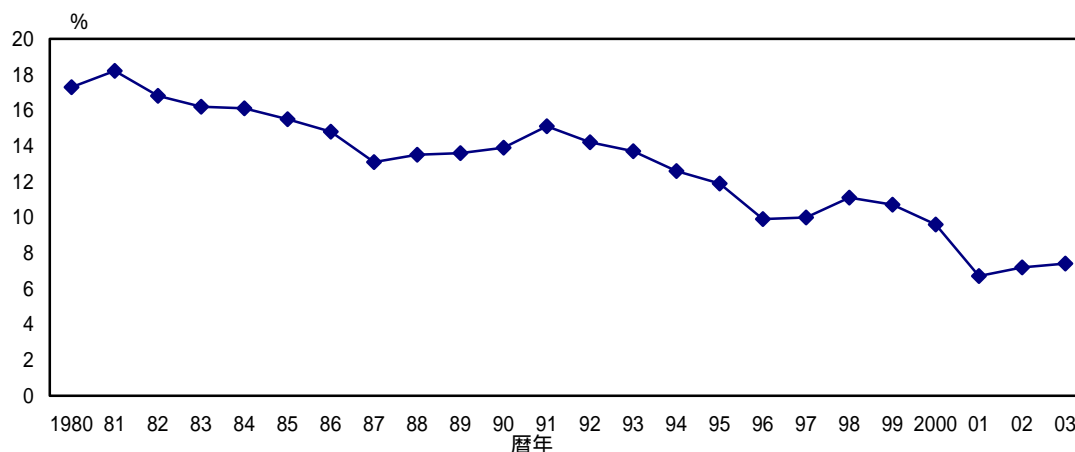
～ 間近に迫る団塊の世代の退職と財政再建へのタイムリミット～

企画調整室（調査情報室） 柿沼 重志

1. 低下傾向を辿る我が国の貯蓄率

従前、我が国の貯蓄率¹は極めて高水準にあり、その特異性が海外諸国からも注目を集めてきた。しかしながら、1990年代以降における貯蓄率の低下傾向は顕著であり、一時は、消費大国と言われ、貯蓄率の低水準が特色とされる米国の貯蓄率に接近し、「日米の貯蓄率が逆転するのはそう遠くないかもしれない」との指摘さえみられた²。足元では、僅かながら持ち直し傾向にあるものの、貯蓄率低下の構造的な要因とも言える高齢化は、今後も急速に進展すること等からも、そうした持ち直し傾向が根付くことは想定しにくく、中長期的に見た場合、貯蓄率の低下傾向は不可避であると考えられる³。

図表1 我が国の家計貯蓄率の推移



（出所）内閣府『国民経済計算年報』等より作成

¹ 本稿においては、貯蓄率 = SNA（国民経済計算）ベースの家計貯蓄率を指すこととする。貯蓄率に関しては、SNAのほかに、総務省の家計調査が用いられることも少なくない。しかしながら、家計調査ベースの貯蓄率は、勤労者世帯のみが対象（自営業者や無職者、退職者等を含まない）であり対象範囲が限定的である等の欠点を有しており、マクロの貯蓄率の動向をみる上では、SNAベースのほうが適当である。

² 例えば、朝日新聞（2003.3.2）を参照。

³ 経済理論上も、高齢者の消費性向は高い（=貯蓄率は低下）と想定され、高齢化が進展すれば、マクロの貯蓄率には低下圧力がかかると考えられる。

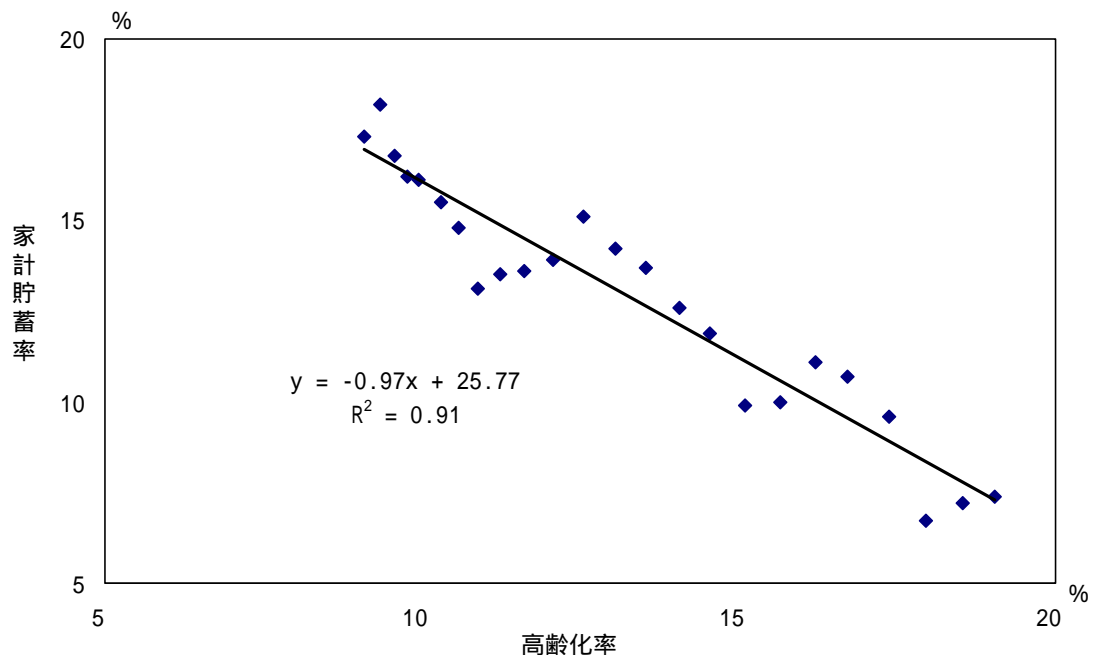
2. 1990年代以降の貯蓄率低下傾向の要因は何か

2-1. 構造的に貯蓄率を押し下げる高齢化

近年の貯蓄率の低下傾向を説明するための要因として、まず考えられるのは、人口の年齢構成の変化、すなわち高齢化であろう。モディリアーニらによって提唱された「ライフサイクル仮説」によれば、人々は若い時は働いて得た所得の一部を貯蓄に回し、年をとって退職したら、以前にためた貯蓄を取り崩すことによって生活費を賄う。したがって、高齢者の消費性向は高いと想定され、高齢化が進展すれば、マクロの貯蓄率には低下圧力がかかるはずである。

実際に、高齢化率（65歳以上人口が全人口に占める比率）と貯蓄率には強い負の相関があり、「高齢化率が高まれば、貯蓄率が低くなる」という関係がデータ上も認められる（図表2）。

図表2 高齢化率と家計貯蓄率の相関関係



(注1) 使用データは、1980年～2003年。

(注2) 図中の R^2 は決定係数。

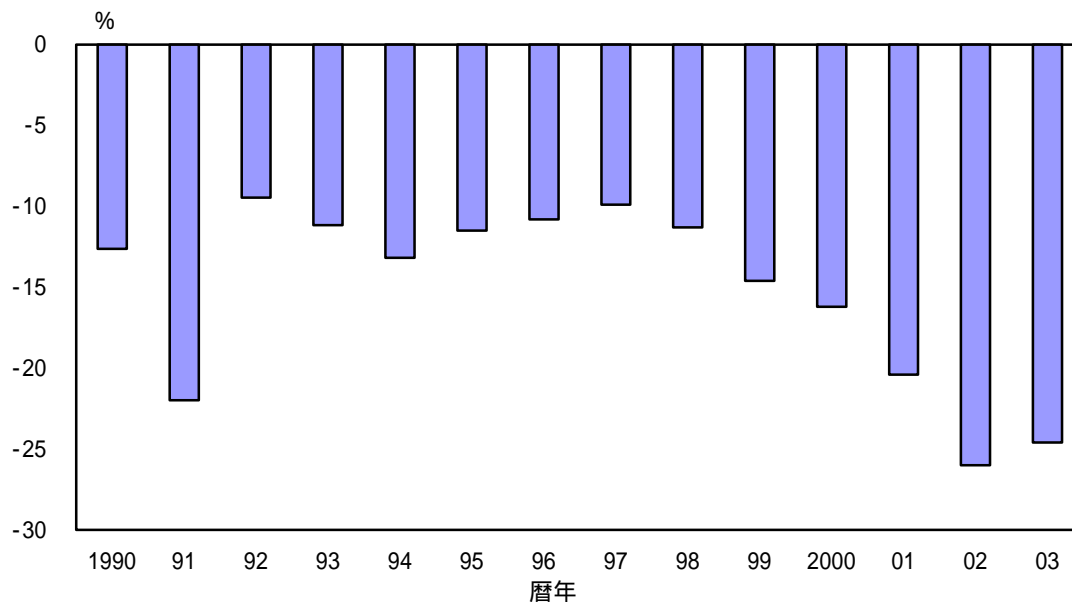
(出所) 内閣府『国民経済計算年報』、国立社会保障・人口問題研究所『社会保障統計年報』等より作成

次に、マクロ的なデータのみならず、ミクロ的なデータをフォローする意味でも、「家計調査」のデータを用いて、高齢無職世帯（世帯主が60歳以上の年金生活者、失業者など職業のない世帯）の貯蓄率の推移をしてみる（図表3）。

それによれば、高齢無職世帯の貯蓄率は一貫してマイナスで推移している。とりわけ1998年から2002年までは、5年連続でマイナス幅を大幅に拡大して

おり、こうした高齢者の貯蓄行動がマクロの貯蓄率にも相当の低下圧力をかけたことが推察できよう。

図表3 高齢無職世帯の貯蓄率の推移



(注) 高齢無職世帯とは、世帯主が60歳以上の年金生活者、失業者など職業のない世帯。
 (出所) 総務省『家計調査年報』

2-2. 金利収入の低下等、高齢化以外の要因も貯蓄率を押し下げ

高齢化が貯蓄率の低下傾向の主たる要因であり、今後も貯蓄率を下押しする構造的要因であることは、経済理論上も、データ上も間違いのないと言えよう。しかしながら、これだけで、1990年代以降の急速な貯蓄率の低下を十全に説明しきることはできず、その他にも貯蓄率低下に寄与した要因があるろう。

それらを探るため、まず、貯蓄率の定式化を確認しておく。貯蓄率とは、可処分所得に対する貯蓄の割合であり、下記のとおり計算される⁴。

$$\text{貯蓄率} = \frac{\text{貯蓄} (= \text{可処分所得} - \text{消費})}{\text{可処分所得}}$$

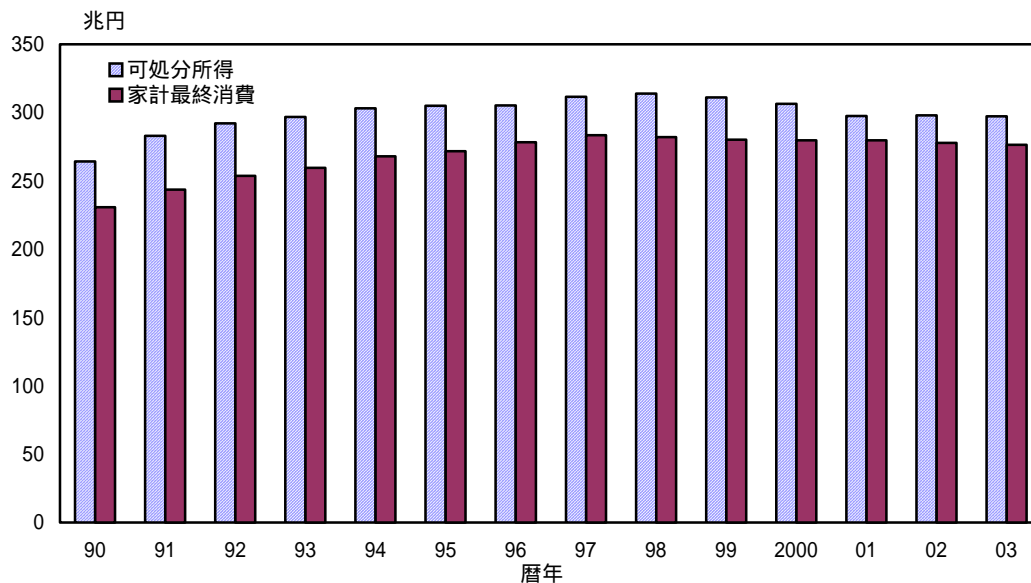
この式からも、近年の貯蓄率低下(特に1990年代後半以降の急速な低下)の要因として、「長引くデフレに象徴される景気低迷により、可処分所得が減少傾

⁴ SNAベースの正確な貯蓄率は、「貯蓄率 = 貯蓄(純) ÷ (可処分所得(純) + 年金基金年金準備金の変動(受取))」で算出されるが、ここでは煩雑さを回避する意味で、よりシンプルな定式化を提示する。

向を続ける一方、消費にはラチェット（歯止め）効果⁵が働き、可処分所得の落ち込みと比較して、小幅な減少にとどまった」ことが考えられる。

実際に関連するデータを見ても、こうした背景が近年の貯蓄率低下傾向には存在することが確認できる（図表４）。

図表４ 可処分所得と家計最終消費の推移



（出所）内閣府『国民経済計算年報』より作成

さらに、ここ数年における消費の比較的堅調とも言える動きを説明する際に、貯蓄の取り崩しを伴いながら、ある一定のレンジの消費水準を維持している状況を指す「背伸び消費」という表現が用いられることがある。この「背伸び消費」は、前述のラチェット効果とほぼ同様の文脈で整理でき、当然のことながら、貯蓄率にはマイナスの影響を及ぼす。

可処分所得の低迷した主要な要因としては、やはり景気低迷や企業のグローバルな競争を反映し、賃金が伸び悩んだことが挙げられる。その他にも、日銀の金融政策が家計の金利収入の低下に大きな影響を及ぼし、結果的に、貯蓄率の低下圧力となったことも無視しえない。この点について、福井日銀総裁は、「バブル崩壊後の金融緩和で、家計が毎年受け取る金利収入は1993年の水準と比べて、その後の10年間の累計で154兆円減少した」との試算結果を明らかに

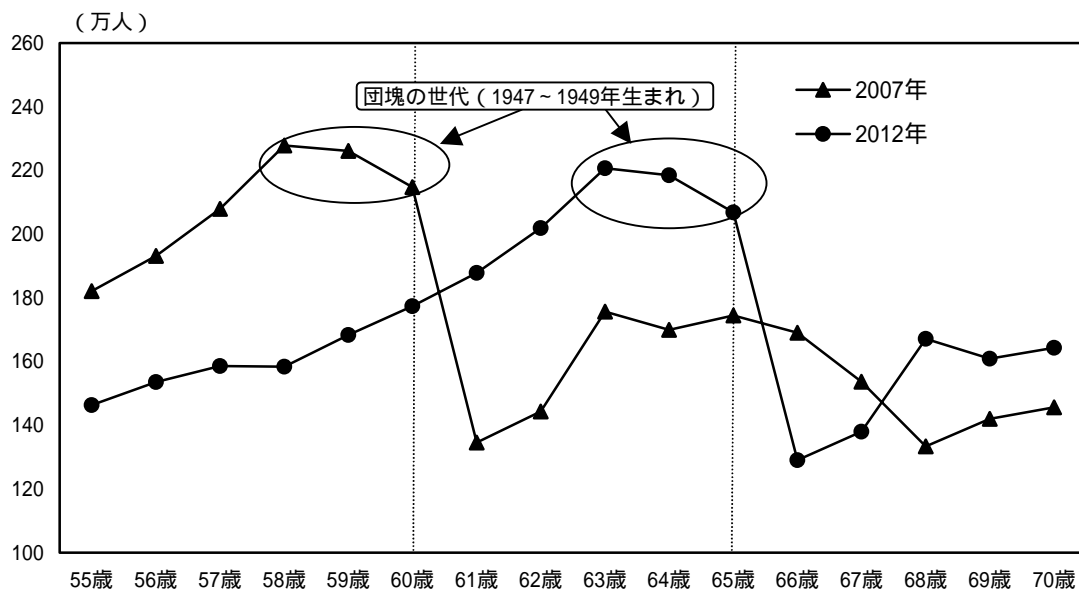
⁵ 日常的な消費を削減することは困難であり、消費の変動は、他の経済変数の変動と比較して抑制的であることが知られている。同特性は、ラチェット（歯止め）効果と称される。

した⁶。家計が受け取るはずであった金利収入の大部分は、借入れが多く金利低下の恩恵を受けた企業に部門間移転したと考えられ⁷、経済全体から見れば、もちろんマイナス面ばかりではないが、家計の可処分所得を下押しさせ、貯蓄率を低下させたことは間違いないと言えよう。

3. 団塊の世代の退職は貯蓄率の低下に拍車をかけるか

我が国の貯蓄率は、足元では、僅かながら持ち直し傾向にあるものの、今後を展望すれば、急速な高齢化に加え、団塊の世代（1947～1949年に生まれた世代）の退職が2007年～2009年ごろに集中する見通しであり（図表5）とりわけ、そうした局面では、貯蓄率に大きな低下圧力がかかることは避けられまい。

図表5 団塊の世代の高齢化



（出所）国立社会保障・人口問題研究所『日本の将来推計人口（2002年1月推計、中位推計）』より作成

この点について、大阪大学のチャールズ・ユウジ・ホリオカ教授は、「有職の高齢者はさほど貯蓄を取り崩していないものの、無職の高齢者は貯蓄を取り崩しており、我が国ではライフサイクル仮説が成り立っている。従って、高齢者の有職比率が極端に高まらない限り、人口が高齢化するにつれて家計貯蓄率が低下することが予想される。とりわけ、団塊の世代の退職は大きな影響を及ぼ

⁶ 日本経済新聞夕刊（2005.1.28）

⁷ 家計部門においても、住宅ローンを中心とした金利負担軽減には資したものと考えられる。

すことが想定され、団塊の世代の多くが定年を迎える 2007～2009 年頃には、貯蓄率はゼロまたはマイナスにまで低下してしまう」との見解を示している⁸。

貯蓄率の動向は、高齢化要因によってのみ規定されるわけではなく、他方では、所得の不確実性による予備的貯蓄の増加や、景気回復による所得（特に一時所得）の増加が貯蓄率の増加に寄与する可能性もあり、短期的な動向は、高齢化による下押し圧力に加え、こうしたいくつかの要因の綱引きによって決定されると考えられる⁹。しかしながら、団塊の世代の退職がマクロの貯蓄率の低下に拍車をかける方向で働く可能性は高く、そうした影響には注視を要しよう。

4．貯蓄率の低下が経済財政に及ぼす影響

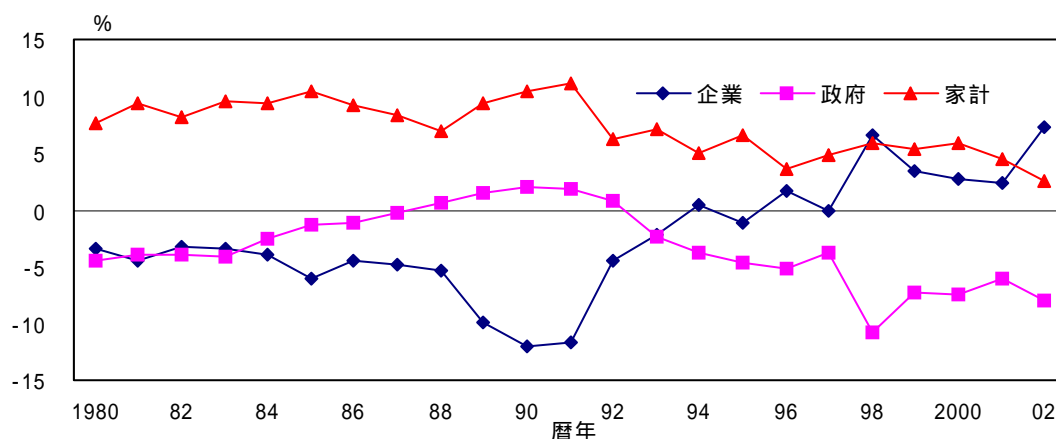
貯蓄率の低下が経済財政にどのような影響を及ぼすのか、IS（貯蓄投資）バランス論に基づく下記の恒等式を見ることにより、検討する（式の導出については、補論 1 を参照）。

$$S - I = (G - T) + (EX - IM)$$

S：貯蓄, I：投資, G-T：財政収支, EX-IM：経常収支

我が国の現況に鑑みると、この式は、民間（家計+企業）の貯蓄超過は、財政赤字と経常黒字の合計に一致すると読むことができ、とりわけ、1993 年以降は、そうした構図が定着している（図表 6）。

図表 6 各部門の貯蓄投資差額（対 GDP 比）の推移



（出所）内閣府『国民経済計算年報』より作成

⁸ チャールズ・ユウジ・ホリオカ「団塊の世代の退職と日本の家計貯蓄率」『団塊の世代の退職と日本経済に関する研究会報告書』財務省財務総合政策研究所、2004年6月、184-185頁を参照。

⁹ 古賀麻衣子「貯蓄率の長期的低下傾向をめぐる実証分析」『日本銀行ワーキングペーパー』日本銀行調査統計局、2004年8月、18頁を参照。

以上のようなIS（貯蓄投資）バランス論に基づき、竹中経済財政政策担当大臣は、「貯蓄率が下がるということは、財政赤字を減らしていくか、経常収支の黒字を減らしていくか、そういう調整がどこかで起こらざるを得なくなることを意味している」との見解を示している¹⁰。また、同様のフレームワークに基づき、IMF（国際通貨基金）も、「高齢者が貯蓄を取り崩す影響で、2020年ごろには日本の経常収支が赤字に転落する」との見通しを示している¹¹。

ここで、貯蓄率の低下が経済財政に及ぼす主な影響を簡単に整理すれば、以下のようなだろう。

貯蓄率が低下すると、財政赤字（国債）が国内資金のみでファイナンスしにくくなり、巨額の財政赤字が長期金利の上昇につながる可能性も否めない。

将来的には、経常収支が赤字に転落する事態も想定されうる。

貯蓄は、経済成長のエンジンたる投資の源泉であるため、貯蓄率の低下は投資の低下（＝資本ストックの低下）につながりかねない。

まず、であるが、これは我が国の現況を想起すれば、分かりやすい。現在これだけの財政赤字（国債）が比較的円滑にファイナンスされ、その結果として、長期金利が低位安定しているのは、国内に余剰資金（＝民間貯蓄）が潤沢にあるためであり¹²、一部の海外諸国（米国、イタリア、スウェーデン等）で過去に見られたような「財政収支の悪化 長期金利の上昇 投資の低迷（経済成長の低迷）」といった負の循環（財政赤字の負の効果）が顕在化していない¹³。

実際に、日本を除くG7のデータを用いて、財政収支と長期金利の関係を見ても、負の相関が認められ、「財政収支が悪化すると長期金利が上昇する（財政収支が改善すると長期金利が低下する）」ことが示唆される（図表7）。

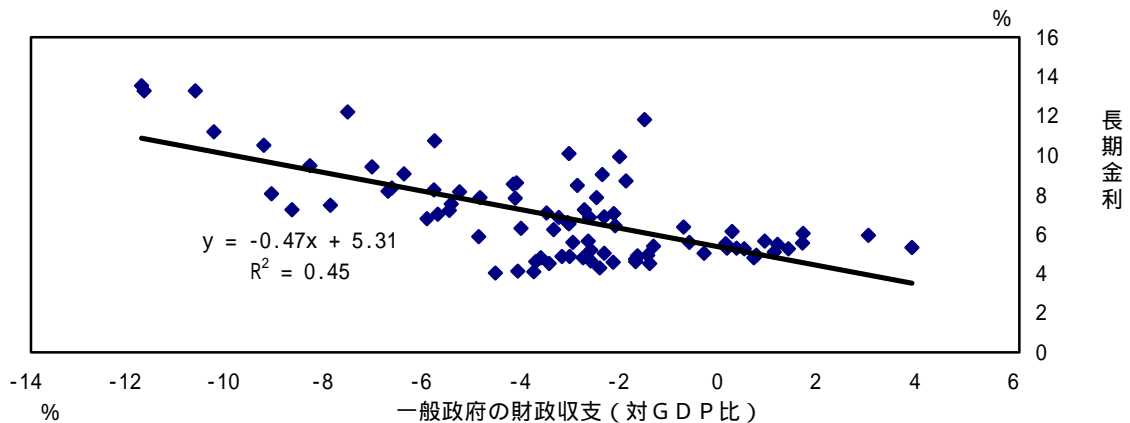
¹⁰ 159 国会衆財務金融委員会会議録 23号 14頁（2004.5.11）

¹¹ IMF, "HOW WILL DEMOGRAPHIC CHANGE AFFECT THE GLOBAL ECONOMY?" *WORLD ECONOMIC OUTLOOK*, September 2004, p18.

¹² 当然のことながら、その最大の要因は、日銀が低金利政策を継続的に実施していることにあるが、国内の余剰資金の存在もそれを後押ししている。

¹³ 2005年1月20日に公表された政府の経済財政の将来展望（内閣府試算、「構造改革と経済財政の中期展望 2004年度改定」の参考資料）におけるリスクシナリオに相当する「非改革・停滞ケース」では、財政の持続可能性への不信感等から長期金利が大幅に上昇し、実質金利が2010年度には1990年代前半のイタリアに並ぶとのシナリオが提示された。

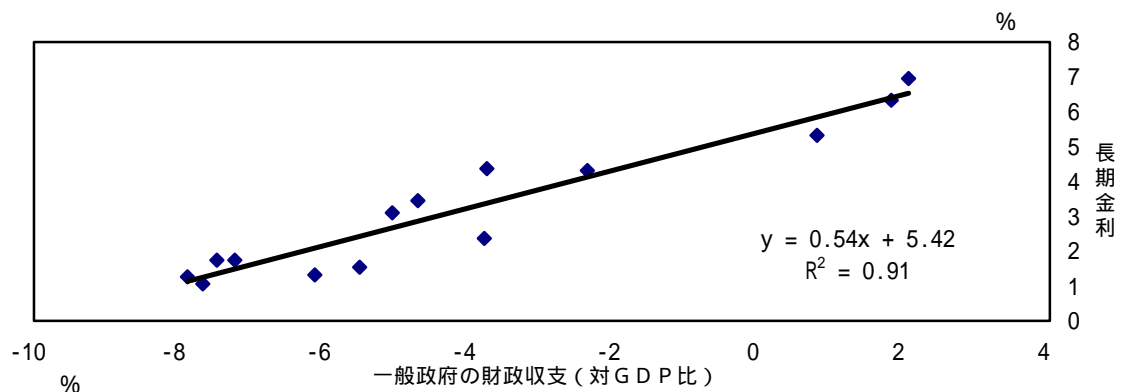
図表7 財政収支と長期金利との関係（日本を除くG7）



（注1）使用データは、1990年～2003年。
 （注2）図中の R^2 は決定係数。
 （出所）OECD “Economic Outlook76” より作成

一方、我が国においては、全く逆の関係が見られ、長期金利に関して、財政悪化による上乗せ金利の存在を明示的に観測することはできない（図表8）。

図表8 財政収支と長期金利との関係（日本）



（注1）使用データは、1990年～2003年。
 （注2）図中の R^2 は決定係数。
 （出所）OECD “Economic Outlook76” より作成

我が国では、とりわけバブル崩壊以降、財政収支が急速に悪化の一途を辿り、ストックの政府債務残高も未踏の領域と言える水準にまで積み上がっているにもかかわらず、これまでのところ、国内に潤沢な余剰資金が存在することに加え、公的部門のほか銀行や生保等も国債を購入しているため、財政悪化が長期金利の大幅な上昇には結びつく状況にはない¹⁴。

¹⁴ 内閣府経済社会総合研究所所長の香西泰氏は、「これだけの大量国債が出回っている以上、

しかしながら、今後、貯蓄率の低下が相当程度進んだ段階においては、状況が一変する可能性も否めず、そうした意味でも、景気動向を横睨みしつつ、財政再建に向けた着実な取組が求められている。

また、財政政策の効果は、財政状況や経済環境によって様ではないことが先行研究によって実証されており、そうした流れで、「非ケインズ効果」という考え方も提唱されるようになった。「非ケインズ効果」とは、財政拡大が民間需要を減少させたり、逆に財政再建が民間需要を喚起するという現象を指す（「非ケインズ効果」に関するより詳細な説明については、補論2を参照）¹⁵。ケインズ理論によれば、歳出削減や増税などによる財政再建は景気を冷え込ませるはずであるが、人々が将来見通しを重視する場合は必ずしもそうならない。1990年代における欧米の財政再建は、国債が累増し、財政が著しく悪化している状態においては、財政再建が将来不安を払拭し、景気を好転させるというプラスの「非ケインズ効果」が成り立つ可能性を示唆している。とりわけ、貯蓄率の低下がある程度進み、その結果として、経常収支が赤字化した国においては、「非ケインズ効果」が発現しやすいことが実証されている。今後の財政運営に当たっては、そうした点にも配慮すべきであろう¹⁶。

次に、であるが、我が国には膨大な外貨準備高¹⁷があるため、当面の問題はないと思われるものの、仮に経常収支の赤字が恒常的になれば、過度な円安や資本の海外逃避といった局面も全く考えられないわけではない。長らく（1981年以降、足元に至るまで）経常収支の黒字国であった我が国が経常収支の赤字国に転換することは現段階では想像しにくいシナリオであるが、仮にそうした事態になれば、資金の流れにも大きな影響を及ぼす可能性もあり、中期的な課題として、今後検討する必要がある¹⁸。

さらに、であるが、これは、ソローの成長会計を提示すれば分かりやすい。この考え方によれば、マクロの生産関数は次のように示すことができる。

ツー・ビッグ・ツー・フェイルの発想からも国債価格安定政策発動が必至だと読んでいても受け取れる。こうした投機で国債価格の低位が続いているとすれば、それは思惑はずれの危険を累積している状態であり、何らかのきっかけで暴発する可能性がある」としている。香西泰「異常低金利がマネーを凍結している」『エコノミスト』毎日新聞社、2003年5月、75頁。

¹⁵ 富田俊基『国債累増のつけを誰が払うのか』、東洋経済新報社、1999年、112-113頁。

¹⁶ 中里透「財政運営における「失われた10年」」岩田規久男、宮川努編『失われた10年の真因は何か』東洋経済新報社、2003年、127頁。

¹⁷ 2004年12月末時点の外貨準備高は、8,445億ドルに上る。

¹⁸ ただし、「経常収支の黒字＝善、経常収支の赤字＝悪」との単純な図式化は誤りである。なぜならば、国内で作るよりも安くて良質の製品が海外にあるのなら、それを輸入するほうが国民の効用（＝満足度）が大きいのは明らかであるからである。問題は、対外収支が差し引き赤字になった場合に、海外に支払う資金をどう円滑に調達できるかである。

$$Y = AK^a L^{1-a} \quad (0 < a < 1)$$

Y : GDP, A : 全要素生産性 (技術進歩率) K : 資本ストック, L : 労働投入量

つまり、 Y の増加、すなわち経済成長をもたらすものは、 A, K, L の3つの要因である。今後の我が国経済を展望すると、少子高齢化の進展により、 L (労働投入量)の減少は不可避であり、その部分だけを見れば、経済成長に負の圧力がかかる可能性が高い¹⁹。そうした制約条件がかかる中で、 A (全要素生産性)を高めることと並んで重要になってくるのが、 K (資本ストック)であるが、その原資となる貯蓄が低下の一途を辿るとなると、その見通しは楽観できず、企業の設備投資に対しても、無視しえない影響を及ぼすことが考えられ、「投資の効率化」は不可避の命題となつてこよう。

5. そう遠くない財政再建へのタイムリミット

我が国において、今後、貯蓄率の低下がある程度まで進むことはほぼ確実にある。本稿でも、若干の考察を加え、貯蓄率の低下が経済財政に少なからぬ影響を及ぼすことを示したが、とりわけ、団塊の世代の退職(2007~2009年に集中するとされる)が間近に迫りつつあり、貯蓄率の低下が経済財政にどのような影響を及ぼすかを真摯に検討すべき時期に差し掛かっている。

短期的に見た場合、貯蓄率の低下は、いわば消費の増加と裏腹であり、そうした意味でも悲観すべき問題ではない。また、中長期的に見ても、単純に悲観することは誤りであるが、マクロ経済のバランスや資金の流れ、財政運営等を考える上で重要な意味を持ち、適切な政策対応が求められる問題である。

2005年1月20日には、「構造改革と経済財政の中期展望 2004年度改定」の参考資料として、具体的な数値を盛り込んだ政府の経済財政の将来展望(内閣府試算)が公表された。公表資料を見る限り、貯蓄率の今後の動向及びそれが経済財政に及ぼす影響について、政府がどのような姿をイメージしているのかは不透明である。しかしながら、貯蓄率の低下が経済財政に及ぼす影響は大きく、こうした点については、まずは政府の考えを明らかにした上で、あるべき姿やそれに向けて採るべき政策についての論議を活発化すべきではなかろうか。

とりわけ、そう遠くない将来に、高齢化等により貯蓄率が低下し、財政赤字

¹⁹ 労働投入量の減少を最小限に食い止めるためには、女性や高齢者、さらには外国人の労働市場への参入をいかに促していくかが課題と言えよう。

を国内余剰資金でファイナンスすることが困難になる事態も十分想定される等、財政再建が待ったなしであることは自明である。デフレ下の財政再建は極めて困難であるが、経済動向も勘案しつつ、財政の持続性をいかに維持していくかという中期的な最重要課題の一つに正面から対峙していくべきであろう。

【補論1】IS（貯蓄投資）バランス論に基づく恒等式の導出について
生産面から見たGDPは支出面から見た有効需要の合計に等しくなる。

$$Y = C + I + G + (EX - IM)$$

Y : GDP, C : 消費, I : 投資, G : 政府支出, EX : 輸出等, IM : 輸入等

ここで、税(= T)を両辺から引く。そうすると、次式が得られる。

$$(Y - T - C) - I = (G - T) + (EX - IM)$$

左辺の $(Y - T - C)$ は、可処分所得から消費を引いた貯蓄(= S)であり、右辺の $(G - T)$ は財政収支、 $(EX - IM)$ は経常収支を表わす。

よって、以下のような恒等式を導出することができる。

$$S - I = (G - T) + (EX - IM)$$

S : 貯蓄, I : 投資, $G - T$: 財政収支, $EX - IM$: 経常収支

【補論2】「非ケインズ効果 (Non-Keynesian Effect)」について

(1) 「非ケインズ効果」はなぜ生じ得るのか - 理論面での整理 -

財政状況という側面で見れば、「非ケインズ効果」が観察されるのは、財政赤字が深刻で政府債務の累増が生じている局面に限られる。また、経済環境という側面で見れば、流動性制約²⁰に直面している家計の比率等により、その発現の度合いは大きく影響される。さらに、「時間軸効果(policy duration effect)」や政府の政策に対する「信認(credibility)」の有無も重要な意味を有する。

a. 時間軸効果

「非ケインズ効果」において特徴的なのは、時間軸効果についての考え方である。時間軸効果とは、期待経路、つまり将来の経済状態に対する期待を通じて起こることをいう。例えば、金融政策について、日銀が、デフレが解消されるまで将来においてもゼロ金利とするとの政策コミットメントを行うことにより、将来の短期金利に関する市場の予想を通じて現在の長期金利に影響を与え

²⁰ 将来的に所得が見込まれている個人が借入を制約されている状況は、流動性制約と呼ばれている。

るとするのがその効果である。この時間軸効果については財政政策についても同様のスキームを考え得る。特に、プラスの「非ケインズ効果」が発現するためには、将来に対するコミットメントと期待が重要である。いわば、「非ケインズ効果」に関する理論は、「将来の経済状態についての予想が現在の経済行動に影響を及ぼす」という発想に立脚する。ここで問題となるのが、現在と将来のつながりであり、両者の関係が切れてしまっている場合、例えば、流動性制約が強く、現在の可処分所得のみで消費が決定されるような場合には、時間軸効果が生じず、「非ケインズ効果」は生じ得ない。

したがって、「非ケインズ効果」が生じるための前提として、現在と将来のつながりが重要であり、このような経済的な条件、つまり経済の中で流動性制約家計がどの程度の割合を占めるか等により、「非ケインズ効果」の発現の度合いが異なってくる。

b. 信認の重要性

「非ケインズ効果」が生じるか否かに関しては、信認が重要となる。つまり、財政再建の過程で「非ケインズ効果」が生じるには、将来の経済環境が改善するという「期待」が生まれることが必要となるため、家計や企業の将来見通しを確かなものにするような政策運営の安定性が不可欠の条件となる。信認を確保するためには、何らかの形での制度的担保、将来に向けた拘束力のあるようなコミットメントが必要となる。ここで難しいのは、経済情勢の変化を考えると、それに応じて弾力的に動かすことのできる柔軟な制度が望ましいが、あまり柔軟すぎる制度はコミットメントが弱くなり、将来に対する効果を持ち得ない。プラスの「非ケインズ効果」が生じるためには、政府の将来の財政運営に関する明確なコミットメントが必要である。

(2) 「非ケインズ効果」に関する実証分析

「非ケインズ効果 (Non-Keynesian Effect)」に関する実証分析の代表例としては、Giavazzi and Pagano(1995)²¹や Perotti(1999)²²が挙げられる。両実証分析の簡単なエッセンスは以下のとおりである。前者は、OECD 加盟国のパネルデータを用いた消費関数の推定によって、「非ケインズ効果」の存在を確認した。さらに、1990 年代前半のスウェーデンに焦点を当て、財政悪化時における減税が民間消費をむしろ冷え込ませることを明示した。後者は、OECD 加盟国を対象

²¹ Giavazzi, F and M. Pagano., " Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes : International Evidence and the Swedish Experience " , *NBER Working Paper* 5332, 1995.

²² Perotti, R., " Fiscal Policy in Good Times and Bad " , *Quarterly Journal of Economics*, 114, November 1999. pp.1399-1436.

として、各時点の財政状況の違いが財政政策の効果に変化をもたらすか否かについて分析を行い、財政赤字や政府債務残高が一定の水準以下である「good time」では通常のケインズ効果が観測されるが、財政赤字や政府債務残高が一定水準を超えた「bad time」には政府支出の増加が民間消費の減少をもたらすという「非ケインズ効果」が認められるとしている。これらの実証分析によれば、財政政策の政策効果については、経済環境（流動性制約家計の比率等）や財政状況（政府債務残高の大きさ等）に応じて、通常のケインズ効果が生じる局面といわゆる「非ケインズ効果」が生じる局面が存在する可能性がある。

【参考文献】

- Giavazzi, F and M. Pagano., “ Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes : International Evidence and the Swedish Experience ” , *NBER Working Paper* 5332, 1995.
- IMF, “ HOW WILL DEMOGRAPHIC CHANGE AFFECT THE GLOBAL ECONOMY? ” *WORLD ECONOMIC OUTLOOK* , September 2004.
- Perotti, R., “ Fiscal Policy in Good Times and Bad ” , *Quarterly Journal of Economics*, 114, November 1999.
- 上野泰也「限界に直面した個人消費の「背伸び」」『エコノミスト/図説日本経済 2005』毎日新聞社、2005年2月
- 香西泰「異常低金利がマネーを凍結している」『エコノミスト』毎日新聞社、2003年5月
- 古賀麻衣子「貯蓄率の長期的低下傾向をめぐる実証分析」『日本銀行ワーキングペーパー』日本銀行調査統計局、2004年8月
- 角田匠「家計貯蓄率低下の背景と中期的な展望」『信金中金月報』信金中央金庫総合研究所 2003年9月
- チャールズ・ユウジ・ホリオカ「貯蓄率と高齢化」『日本経済新聞 やさしい経済学』日本経済新聞社、2004年9月（9月9日～9月21日までの連載）
- チャールズ・ユウジ・ホリオカ「団塊の世代の退職と日本の家計貯蓄率」『団塊の世代の退職と日本経済に関する研究会報告書』財務省財務総合政策研究所、2004年6月
- 富田俊基『国債累増のつけを誰が払うのか』、東洋経済新報社、1999年3月
- 中里透「財政運営における「失われた10年」」岩田規久男、宮川努編『失われた10年の真因は何か』東洋経済新報社、2003年6月
- 森信茂樹、北野祐一郎「経済成長と財政再建」『国際税制研究』清文社、2003年10月

（内線 3297）