

「21 世紀型の長期停滞論」

調査情報担当室

2016 年 5 月 17 日、「21 世紀型の長期停滞論」をテーマとした講演会が開催されたので、その内容を紹介する。

なお、本稿に掲載されているデータ等は、講演会開催時点のものである。また、講演会の資料（スライド）は末尾に添付している。

基調講演

福 田 慎 一 氏（東京大学大学院経済学研究科教授）

○進行役 本日は、東京大学大学院経済学研究科の福田慎一先生をお招きして、長期停滞論の論争の背景と日本の課題についてお話をうかがいます。それでは、福田先生よろしくお願ひします。

○福田氏（以下、敬称略） 本日は、最近の長期停滞論を中心に日本経済の問題を少し議論させていただきたいと思ひます。

1. 最近の長期停滞論の特徴

（論争の背景）

1970 年以降の世界の経済成長率の推移を見ていただきますと、70 年代は決して、ものすごく世界経済が好調だったというわけではありませんでした。第 1 次石油ショックがあったりして、それまでの順調な世界経済の動きは少し下方屈折した時期だったのです。ただ、その当時でも経済成長率は各国とも 3% を超えており、日本に至っては第 1 次石油ショックで大変だと言われながらも 4.5% を超える経済成長を達成したのは 70 年代でした。80 年代になると世界経済は少し陰りを見せます。特にドイツは少し



福田慎一
東京大学大学院経済学研究科教授

停滞したのですけれども、それでも各国ともOECD平均で3%ぐらい、アメリカも3%、日本に至っては4%超えの経済成長率となっていたということです。

ただ1990年頃からは少しずつ、特に日本に関しては90年代の初めにバブルが崩壊したことによって経済成長率は一気に低下します。日本はそれまでは主要国の中では最も成長率が高い国だったのが、90年以降は最も成長率が低い国になってしまっています。また、最近では日本だけではなく、他の国も経済成長率の低迷が顕著になってきており、これが最近の長期停滞論と言われているものの一つの背景と言えるかと思います。

（最近の長期停滞論の特徴）

最近の長期停滞の特徴というのはどういうものかという点を、ここで簡単にまとめました。

まず、長期停滞の考え方には、後ほど説明しますが、以前から言われている「資本主義経済が崩壊する」というような古くはマルクス経済学的な発想もありました。しかし、最近の長期停滞は、必ずしもマイナス成長にはなっていません。先ほども言いましたように、ぎりぎりプラス成長はしています。しかしながら、1%に満たないような成長率が、マイナスではないけれども低成長が、かなり長期間続いているというのが、最近の長期停滞の第一の特徴かと思えます。それを私は、「21世紀型の長期停滞論」と呼んでいます。

もう一つは、日本をはじめとした多くの主要国で、ものすごい金融緩和をしています。ここまで金融緩和をすると、本来であればインフレが起こってもおかしくなさそうなのですが、なかなか物価は上がらないということです。ではデフレなのか。デフレを厳密に定義するならば物価が下がるということですが、では物価が下がっているのかというと、それほど下がってもいない。そういう意味では低インフレ状態が超金融緩和にかかわらず非常に長い間続いているというのが、もう一つの特徴です。

三点目は、二点目の状態とも多少関係はしていますが、超金融緩和をすることで金利はほぼゼロとなっていることです。最近ではマイナス金利になりつつありますが、短期金利がほぼゼロで、長期金利も低迷しています。その背後には自然利子率あるいは均衡実質利子率がマイナスなのではないかという議論もあります。こういう特徴を持っているのが最近の長期停滞論です。

いかに物価が各国とも低迷しているかを見ていただきますと、日本は最も早くから物価の低迷が続いています。80年代や90年代では、ヨーロッパなど主

要国全体として見るとかなりインフレ気味だったのですが、足元では日本だけではなく、他の国々もかなり物価は低くなっているという状況が少しずつ現れてきています。そういう意味では、主要国はかつてインフレをものすごく懸念していたのですが、最近は本当に物価の低迷いわゆるデフレの可能性を懸念するように各国ともなってきたということです。

金利がいかにかゼロに近づいているかという点についても、足元で日本やヨーロッパは少しマイナスに転じていますが、ほぼゼロという状態というのは少なくとも日本は90年代の半ば以降、その他の国々に関しても2009年、リーマンショックの後ぐらいからほぼゼロの金利の状態が続いているというのが特徴です。

（従来の長期停滞論への見方）

これはどのように理解すればいいのでしょうか。長期停滞論は昔から無いわけではなかったのです。例えば戦前では、むしろ恐慌という状況があり、私も学部生の時代にはマルクス経済学の先生がかなりいらっしやいまして、経済は恐慌に陥って資本主義経済はもう破綻するというような話をよくされていたわけですね。これは、資本主義経済というのは本源的に不安定で、非常に深刻な恐慌が起こって資本主義経済は崩壊するというような話だったわけですね。

最近の長期停滞論は、そういう状況に近づいたのではないかと考える方もいらっしゃるかもしれませんが。マルクス経済学の人には実際、リーマンショックの後には少し勢いづき、やはり資本主義は駄目だというような本をいくつか出版されました。ただ、私はその議論は必ずしも正しくないのではないかとこのように思っています。先ほども言いましたように、マイナス成長には必ずしもなっていないのです。低成長だけれども、かろうじてプラス成長の状況はかなり続いているという状況だということです。

戦前はそういうふうにマルクス経済論がもしかしたら正しいかなと思うような恐慌がしばしばあったのですが、戦後はかなり長い間マクロ経済は順調でありました。しかもその成長は第三世界、発展途上国にも伝播して多くの他の国は2000年代の半ばぐらいまでは、ものすごく順調な成長を基本的にはしてきたということです。しかしながら、それが最近になって急に長期停滞というのが懸念されるようになってきたということがあるかとは思っています。

（古典的な長期停滞論の特徴）

マルクス経済学以外にも古典的な長期停滞論というのがあります。代表的な

ものはケインズ経済学と言われているものです。ケインズ経済学も基本的には好況と不況があり、市場が十分機能しないことによって深刻な不況に陥るのだということを指摘したものでした。そこでは過剰設備が生じて需要不足が発生して、その結果、倒産や失業が大きく発生し、雇用が大きく減少するという状況が考えられていました。特に雇用の状況、失業の状況をケインズはかなり強調していたと思います。

ただ、ご存じのように雇用は比較的、各国とも順調です。特に順調なのは日本で、失業率は非常に低くて有効求人倍率も非常にタイトで、そういう意味ではケインズ経済学が考えていた点と比べ、最近の長期停滞では雇用面では必ずしもそれほど悪いことはありません。ヨーロッパはもちろん雇用は必ずしも良くないのですが、アメリカや日本はかなり雇用が好調だという点はあるかとは思いますが。

古典的な長期停滞論としては、マルクス経済学を横に置けば、ケインズの『一般理論』という著書がありまして、賃金の下方硬直性による非自発的失業が議論されました。ケインズの言った雇用の状況の説明は、何かというところに書いてあります。賃金の下方硬直性によって賃金は高止まりして、それが失業を生み出すというのがケインズの主張だったわけです。ところが、最近の日本の状況を思い出していただきますと、むしろ賃金が上がらなくて困っている。アベノミクスに対する国会の論戦でも、実質賃金が上がっていないではないかという指摘がなされてきました。賃金が高止まりして問題を起こしているというのではなくて、賃金がむしろ下がっており、それがデフレ圧力になって低迷を生み出しているという状況です。このため、ケインズが言っていたような賃金の下方硬直性が失業を生み出すという論理とは少し違うのではないかということです。

それから、長期停滞論として、ケインズほどは知られていなかったのですが、やはりその時期に長期停滞論の可能性を指摘した人としてハーバード大学のアルビン・ハンセンという先生がいらっしゃいまして、賃金の硬直性はあまり強調せず、過剰貯蓄が停滞を生み出しているということを中心に主張されました。ただこの予言について、今後もずっと続くだろうと彼が1938年に会長講演で言ったところ、すぐにアメリカの景気が良くなってしまい、彼の予測は外れて主張はお蔵入りになったというのが戦後の経済学の流れでした。

(最近の二つのタイプの停滞論)

ところが最近、ハーバード大学のラリー・サマーズ教授が、このハンセン先

生の議論を再び持ち出しまして、やはり過剰貯蓄が最近の長期停滞を生み出しているのではないかと、それが日本で経験し、他の主要国も最近経験しつつある物価の低迷を伴った長期停滞の源泉なのではないかということを中心として主張し始めています。また、ニューヨーク市立大学のクルーグマン教授なども過剰貯蓄、需要不足の長期停滞論というのを主張し始めています。

その一方、最近の長期停滞論に関するもう一つの流れは、潜在成長率自体も低迷しているのではないかというような主張です。技術進歩や労働人口の低迷が潜在成長率を低下させ、それが最近の長期停滞につながっているのではないかという議論です。

この二つが最近、展開されている長期停滞論というものになるかとは思いません。

2. 需要不足の長期停滞論

(最近の需要不足の長期停滞論)

特に有力なのは、潜在成長率の低迷（供給不足）よりも、サマーズたちの過剰貯蓄（需要不足）による長期停滞論なのではないかとは思いますが、サマーズは他の国のことも言っているのですが、特にアメリカも長期停滞なのだということを書いて物議をかもししているということだと思えます。なぜ物議をかもししているかと言いますと、後でも少し見ていただきますけれども、アメリカ経済は主要国の中で、今かなり相対的には好調なのです。日本は1%の成長すらなかなか実現できないのですけれども、アメリカはそれを十分達成しているわけであり、成長率だけを見ると必ずしもそれほど悪くない状況の中です。しかし、それでもサマーズはアメリカ経済が長期停滞にあり、しかもこれは極端な金融政策によるマイナス実質金利でやっと実現できているのですよということを中心として物議をかもししているわけです。

(サマーズによる米国経済の現状認識)

サマーズの基本的な議論というのはどういうものだったかということ、リーマンショックの前の状況を正常な状態と仮定するのが前提です。アメリカは2%台後半の成長をリーマンショック前はずっと続けていたわけですが、リーマンショックで一時的に大きく落ち込んで、それで急回復して今また2%台の成長になっているわけですがけれども、リーマンショック前の成長がずっと続いたとした場合の水準よりは、1割ぐらいGDPが低いという状況が依然として続いている。これがサマーズの主張の根拠で、それを回復できないのはどうしてな

のだろうかというのがサマーズの議論の柱になっています。もちろんこれには論争がありまして、リーマンショック前の状況が異常だったのだと考える立場からは、それを普通の状況と考えて今の状況を異常だと言うのはどうなのだろうかという議論はあることはあります。

ただ、サマーズの議論をそうかもしれないと思うのは、日本と同様、アメリカも極端な金融政策をやったわけです。ようやく利上げを僅かながらやりましたけれども、それでも依然として金利は極めて低い状況である。それにもかかわらず、なかなかインフレにもならないし、賃金もなかなか上がらず、いわゆるデフレ・ギャップと言われているものも非常に根強く残っている。そういう状況は、やはり異常なのではないか、それはやはり日本がかつてずっと経験してきた状況に似ている。成長率だけ見るとアメリカ経済は良さそうだけれども、やはり何かおかしい状況があるのではないか、というのがその論拠になっているかとは思います。

(世界各地で日本化現象の懸念)

今日、世界的に日本化現象という、日本が経験した現象への懸念というのがある、そこでの大きなキーワードとして過剰貯蓄というのがあります。総貯蓄が総投資を上回り、総供給が総需要を上回って過剰貯蓄になっているという、そういう低成長、低インフレ、ゼロ金利の状況というのが世界各国で広がっているという懸念です。これは、アメリカよりは欧州の方がより深刻だというのがもう一つの事実だとは思います。

最近の世界各国のGDPの推移を見ると、まずアメリカは先ほどのサマーズの話のとおり、成長率が大きく落ちてまた回復しているのですが、落ち込む前の成長がずっと続いたとした場合の水準よりはまだまだGDPの水準は低いということになっているわけです。カナダも似た感じですね。他の国も似たような感じですが、アメリカよりは回復が鈍く、日本は回復どころかさらに低迷しています。日本よりもっと悲惨なのはイタリアです。何となく日本やイタリアは長期低迷で、特にイタリアなんかは完全に長期低迷状態だとは思いますが。ただ、アメリカやドイツは見た目はそれなりに好調だけれども、それでもリーマンショック前の成長のパスからすると、まだまだ低いところだろうとは思いますが。

(デフレが長期化する日本化現象)

なぜそのようなことになったのでしょうか。

一つは、やはりバブルの崩壊、予期せぬ負のショックというのがあるでしょう。日本の場合には、ご存じの通り 80 年代後半にバブルが発生して、それが 90 年代初めに崩壊し、非常に大きな余波を日本経済に与えたことは間違いないことです。アメリカではむしろリーマンショック前の過剰な金融市場あるいは不動産市場のバブルとその崩壊というものが「21 世紀型の長期停滞」が起こる一つの前触れになったということはかなり共通して観察されることです。バブル期には、過大投資が起き、過剰な資本が蓄積されるわけですが、それがバブルの崩壊で一気に不要になってしまう。このため、各企業とも過剰な資本設備を持っており、それが資本の効率性を低めてマイナスの自然利子率のようなものを生み出しているということです。加えて、そういったバブルの崩壊というのは、日本もそうでしたけれども、金融機関のバランスシートを大きく歪めて貸出しの低迷などを生み出すこともあるのではないのでしょうか。

また、資産価格が下落しますので、それまで資産を持っていた人は大きな損失を被り、消費が低迷して総需要も減少します。バブル前の過剰な投資で過剰な設備がある一方で需要は低迷するため、過剰貯蓄、供給が大きく総需要を上回る低インフレ、低金利の状況が続いています。これが第一の原因です。

それに加えて、最近では新興国から非常に安価な輸入品が入ってきて、それもデフレを加速させているだろうという議論もあります。

もっとも、バブルの崩壊は常に経済にはマイナスとは限らないということも最近いろいろ指摘されています。一つの典型は I T バブルの崩壊の例であり、皆さんもご存じと思いますが、2000 年代の初めにアメリカを中心に I T バブルが発生して、それが大きく崩壊しました。実は、株価の下落率だけを見るとリーマンショックの時の下落率と、ものすごく違うわけではないのですが、経済に与えた影響というのはかなり違うということが指摘されています。これは、株などの資産を持っていた人の層がかなり違うということが大事なのだということが指摘されています。I T 企業に投資している人というのは、どちらかというと個人投資家という人たちで、そういう人が損してもあまり影響がない。ただし、金融機関のようなところが大きなバブルの崩壊によってダメージを受けると経済の不安は深刻になるということも指摘されています。そういう意味では最近、中国の株価が大きく下落しましたがけれども、総体的には楽観論が主流です。それはなぜかと言うと、やはり株を持っている人の層は個人が中心で、これは I T バブルの崩壊と似たような症状しかないのではないかという見方が中国の株価の下落に関しては一般的な見方だからだと思います。これからどうなるかは分かりませんが、ただ、バブルの崩壊によって常に経済にマイナ

スの影響が出るわけではないのだけれども、特に金融機関のようところがダメージを受けると大きな余波が出て、21世紀型の長期停滞が起こる可能性がありますよということです。

（日本化現象のメカニズム）

日本で経験した長期停滞のメカニズムを見てみると、バブルが発生し、その時には過剰な設備投資や雇用の拡大が行われた。これが結果的にはバブルが崩壊後、過剰な資本蓄積や過剰な雇用として、過剰な供給能力を生み出していますよということです。

その一方では、バブルが崩壊したことによって不良債権等が発生し、設備投資が減退すると同時に消費が減退して、総需要の方は低迷します。それによって総需要が低迷する一方で、総供給は高いままということで、非常に大きなデフレ・ギャップが発生して、過剰貯蓄、デフレの状況というのが続きます。これが一つの最近の長期停滞論の簡単なメカニズム、日本が一番典型的に経験したメカニズムとして指摘されているものだと思います。

それに加えて、2000年代の日本では追加的にどのようなものがあるかと言うと、やはり将来の悲観的な見通し、悲観的な中長期的な見通しによっても過剰貯蓄というのが起こっているのではないかということが知られています。2000年代の新たな要因としては、新興国、特に中国などの新しい国々が世界の市場に参入してきました。これはサマーズよりバーナンキ前FRB議長が主張した議論なのですが、このような新興国が世界に過剰貯蓄をばらまいているという主張です。本来、新興国というのはこれから成長していくためどんどん輸入するのが普通なのですが、中国をはじめとして最近の新興国は輸入はあまりせずに輸出ばかりしているというようなことを主張したわけです。それによって、世界全体としては物が余っており、競争が激化し、日本企業もそういう新興国との国際競争にさらされている。新興国からどんどん物が入ってくるので、日本国内でも過剰な財の供給が生まれるというのが一つの側面です。

加えて、もう一つの側面は、そういう状況が高まっているものですから、日本の経営者もだんだん将来に対して弱気になってきてしまっています。もちろん、新興国の国際競争力が高まってきたときに、よし頑張って我々も打って出ようとしてもものすごく研究開発などをして新興国に負けない商品を作って価格競争で打ち勝つというやり方もあるのです。しかし、どちらかと言うと、最近主流なのはそうではなく、もう駄目だと、こんな安売りをされてはかなわないということで、対抗するためにはもう少しリストラなどコスト・カットをして

安売り競争に負けないように頑張りましょうというようなやり方が何となく主流になっているのではないかと思います。

その結果として、将来に対して弱気なので設備投資が基本的には低迷してしまう。それと同時に賃金もなかなか上げられない。賃金が上がらなければ消費も低迷して、結果的に一国全体としては総需要が低下してしまう。そういう意味では、最初はバブルの崩壊によって、最近では新興国経済の台頭によって、やはり総供給が総需要を上回るというような状況が発生してしまっているのです。それがもう一つの症状ということです。

そういう意味では、第一点としては、バブルの崩壊による過剰貯蓄。第二点としては、世界経済、特に新興国の台頭による過剰貯蓄という問題ですね。この点というのは先ほども言いましたようにバーナンキたちの主張であり、かなり「それもそうだ」という形で最近受け入れられている主張ですけれども、このような二点により世界全体に過剰供給が生み出されているというのが論点だとは思いますが。

その他にも、人口問題が過剰貯蓄の原因として有力と考えられています。ただ、これは後で改めて議論させていただきたいと思います。

3. 供給不足の長期停滞論

(技術進歩率の低下→潜在成長率の低迷)

一方、もう一つの長期停滞論の流れとして、供給サイドにも問題があるのではないかという考え方があります。供給サイドに問題があるという主張の代表的な人はロバート・ゴードンというノースウェスタン大学の先生で、彼は需要が不足しているのではなく、そもそも技術進歩が大したことではなくなっているのだとし、これがアメリカをはじめとした世界経済の低迷を生み出しているということを主張しています。

(過去 2000 年余りの経済成長)

彼はものすごく長期的な視野で議論しております。実は人類は順調にずっと成長していったわけではないということです。これを主張したのはゴードンというより、アンガス・マディソンという人類が誕生してからの GDP 統計を作っている人でもない人ですけれども、そういう人が指摘した点でもあるのです。イギリスで 18~19 世紀に起きた産業革命の前は、実は世界経済は一人当たりの所得ではほとんど成長しておらず、産業革命の後 250 年間に成長しただけなのです。その成長が今後も続くかどうかということをごードンは議論して、

産業革命前の状況に少しずつ近くなって行って成長しなくなるのではないかと
いうことを主張しています。

この論争では、最近の I T 技術をどう考えるのかということ論点に分かれて
おり、決着がついていません。I T 技術はとても大きな技術進歩をもたらして
いるという論者もいますが、ゴードンはそうは考えず、大したことないと言
っています。テレビが無い時代にテレビができる、ラジオからテレビになる技
術進歩というのは、これは第 2 次産業革命と言われているものですが、ものす
ごい技術進歩だったと思います。それから、手で洗濯していたところに自動洗
濯機が登場したこと、それから、馬車なり人力車で走っていたのが車になっ
ていったこと、船が飛行機になっていったこと、こういったものはものすごい技
術進歩だと思います。

さらに前の第 1 次産業革命であれば、本当に蒸気機関ができるまでというの
はものすごく移動に時間がかかったのが、いろいろな意味で容易に移動でき
るようになった。こういうものは、ものすごい技術進歩であったのだけれども、
最近の I T 技術はそれに匹敵するものなのかどうか。日本などもいろいろと指
摘されています。成長戦略では、I T 技術あるいは情報技術・A I も含めて大
事と言っており、そのことは私も否定しません。しかし、昔の産業革命ほどす
ごいものなのかどうかということは、経済学者の間でも論争があるというこ
とであります。

既に指摘しましたように、西暦 1000 年までというのは、ほとんど成長してな
いということです。私は、学生にはよく言うのですが、テレビの時代劇は時代
を誤って伝えていると思っております、実は江戸時代の一人当たりの所得は
弥生時代と大して変わっていないのです。もちろん明治以降はものすごく所得
が上がっているのですが、江戸時代までというのは弥生時代から少しは上がっ
ているのですが、大しては上がっていないということなのです。むしろ、その
時代まではマルサスの人口論というのが当てはまっており、人が生きる食糧す
ら確保できないという時代が続き、少し生産性が上がるとようやく人口が増え
るという形で、一人当たりの所得というのは全然伸びなかったのです。イギリ
スでは産業革命まで、それ以外の国でもやはり産業革命の便益が広まるまでは
大して一人当たりの所得というのは増えていないのです。それが産業革命以降、
飛躍的に伸びて第 2 次世界大戦後はその動きが加速したということです。

G D P の推移を見てみると、時代と共に増えてはいますが、増え方は非
常にモデレートであり、最後の 1820 年から 2008 年までの変化というのがいか
に大きいか各国とも見てとれると思います。それを一人当たりになすと、

西暦1年の頃の日本の所得は1820年（江戸時代）には1.5倍ぐらいにはなっていますが、大して増えていません。それが1820年と最近のリーマンショック前頃を比べると、桁違いに増えているというのが分かると思います。そういう意味では、人類は、19世紀の半ばまでは全然成長せず豊かになっていなくて、最近の200年ぐらいで一気に豊かになったということでもあります。その源泉はまさに産業革命と言われているものだった、ということが見てとれると思います。

科学技術の進歩というのはものすごいのですが、そのような技術進歩を今後も持続できるのかどうか。もちろんビッグデータを扱うようなIT技術、情報革新技術はまさにその可能性を秘めているものなのですが、なかなかそれに匹敵するものがこれから続くのかどうかというのは、まだ議論が分かれているということです。

（労働人口の低下→潜在成長率の低迷）

加えて、一部の国は除きますけれども、主要各国で、特に日本は深刻ですが、少子高齢化に伴う労働人口の減少が進んできています。人口減少自体はまだこれからですけれども、労働人口は既にかなり減り始めているというのが日本の状況です。人口自体はそんなに減らないが、労働人口は減っていくという状況は基本的には供給面での不安をもたらすのではないかという議論があります。

なお、この点については、労働人口の減少は過剰供給になるのか、または供給不足になるのかという論争があります。藻谷浩介氏の著書『デフレの正体』¹では、人口の減少がデフレの正体であり、なおかつ逆に人口の減少が需要不足を生み出すというのが結論です。後ほど少し説明しますが、確かに人口が減ると労働人口も減るので、供給は減るのだけれども需要はもっと減るとというのが彼の主張です。それはなぜかと言うと、供給の方は人が減っても機械で置き換えることができるので減り方は少ない。それに対して需要の方は人口が減った分だけ減るので、全体としてはデフレ圧力になるというのが、『デフレの正体』という本の結論だったとは思いますが。こういった点も一要因であるかもしれない。このため、人口が減ると、供給不足になるのか需要不足になるのか、多少論争がまだ分かれているというところだと思います。

既に言いましたように、技術進歩と労働人口は少なくともそんなには増えないかもしれないということが潜在成長率の低迷につながっているのではないかと思います。

¹ 藻谷浩介『デフレの正体』（角川書店、2010年）。

4. 貯蓄超過が 21 世紀型の長期停滞をもたらす

(なぜ今長期停滞論なのか)

今なぜ長期停滞論かというのは、既にお話した通りで、マルクス経済学を勢いづけるものでは必ずしもなく、その原因はマルクス経済学が言っている資本主義の不安定性というものでは必ずしもないだろうとは思いますが。また、古典的なケインズ経済学の賃金の下方硬直性でもないだろうとは思いますが。実際、賃金の下落が非常に顕著になっています。むしろ重要なのは、過剰貯蓄というのが長期低迷を生み出しているというのがサマーズたちの考え方です。また、もう一つの立場として、技術進歩の低迷が生み出しているのだという議論も有力です。この二つが今、併存している長期停滞論だろうと言えるかとは思いません。

(貯蓄超過を生む 21 世紀固有の要因)

貯蓄超過を生む 21 世紀固有の要因としては、まずバブルと金融市場の不安定性があります。バブルは実は昔から何回も起こってはいるのですが、ただ最近頻度が少し多い、というのがやはりあるとは思いますが。

二点目は、グローバル・インバランスと言われているもので、新興国の台頭によって世界全体として貯蓄過剰になっています。他には、人口問題、IT化及びサービス化等という要因があります。

(要因 1 : バブルと金融市場の不安定性)

バブルというのは、実は歴史的には何度も繰り返されたことで、戦前であれば大恐慌の時もそうですし、古くは 18 世紀にオランダのチューリップの球根が非常に高値で売り買いされたり、イギリスでペーパーカンパニーのような会社の取引がかなり活発になったりと、いろいろあったことは事実です。けれども、先ほども言いましたけれども、最近少しバブルとその崩壊の頻度が増えています。

これは、金融市場が過度に発達したことが原因なのではないかとも思われます。金融庁でも証券取引所の高速取引の問題というのを今、取り上げておまして、昔は立会場で株を手で合図して売買していたのですが、最近ではコンピューターでどんどん売買しており、それがもう 1 秒とかそういう単位ではなく 0.00 何秒の単位で売買できるという高速取引になってきています。そういう金融技術の進歩というのは、過度に資産価格を乱高下させているのではないかということです。なおかつ、それを利用した金融工学技術というのも発達し、複

雑な金融商品がどんどん作られていって、何がなんだか分からなくなってきています。アナログ派は行動は遅いのですけれども、その分、変なことも起こしにくいというのはあるのですが、デジタル派になると行動は速いのだけれども、暴走してしまうと訳が分からなくなってしまうということがある。それが、最近バブルが頻発しているもう一つの原因かもしれないということです。

加えて、それを防ごうと様々な金融規制が課せられているのですが、それも逆に問題を複雑にしているのではないかという面もあります。長い間忘れられてきた経済学者としてハイマン・ミンスキーという人がいて、最近にわかにな注目を浴びているのですが、彼は20~30年前に金融市場のバブルが経済を不安定化させるという論文や本を書きました。当時は誰も見向きもしなかったのですが、最近ハイマン・ミンスキーの主張はにわかにな注目を浴びており、やはりリーマンショックなどを経験しますと、ハイマン・ミンスキーが昔言っていたような話が、そっくりそのままではないけれども、かなり妥当するのではないか。そういう金融市場の不安定性が今の長期停滞の原因になっていて、バブル期の過剰投資と過剰資本がいわゆるゾンビ企業のようなものを生み出して、経済の回転を悪くしているのではないのでしょうか。既に説明したとおり、バブルの崩壊が長期低迷の原因になっているのではないか、という主張は、一般的になされているとは思いますが。

（要因2：グローバル・インバランス）

一方、もう一つの有力な説は、これも既に説明しましたがけれども、バーナンキ前FRB議長が主張した、最近の新興国が貯蓄過剰であるのが問題なのではないかということです。なぜ最近そういう問題になったかという点、従来は発展途上国、新興国というのはむしろ貯蓄不足であったのです。例えば、日本も今でこそ先進国ですが、戦前や高度成長期の初期の段階ではまだまだ発展途上国でしたが、その時代はむしろ貯蓄不足で投資が貯蓄を大きく上回る状況というのが続いていたのです。ですから、世界経済は伝統的には先進国が貯蓄過剰でも、発展途上国は貯蓄不足で全体としてバランスが取れていたというのが2000年ぐらいまでだったのです。けれども、21世紀型の新興国は、むしろ消費や投資は比較的控えめで、貯蓄をやたらとしているという国が増えてきたのです。その代表例は中国なのですが、そういう国が現れたことで世界の貯蓄投資バランスが一気に狂ってしまったということです。

なぜ新興国がこんなに貯蓄を蓄えるようになったのかという原因としては、三つぐらい指摘されています。一点目は、90年代にはアジア通貨危機を含めて、

メキシコ、ラテンアメリカやロシアなどでも通貨危機があり、新興国はさんざん通貨危機というのに振り回されたことです。その結果、新興国では、予備的にやはり貯蓄を蓄えておかないと大変なことになると思う国が増えて、本来もう少し投資しても良さそうなところを控えて貯蓄するようになってきています。

二点目は、これは中国に代表されるものですが、通貨を安くする政策を取って輸出主導型で成長する新興国が増えてきたことです。通貨安にするというのは為替介入を行うこととなりますので、それによって外貨準備をはじめとした蓄積が起り、過剰貯蓄を生み出しているという問題です。

三点目は、足元ではもはや妥当しませんが、一時は資源価格が大きく上がったため、資源国を中心にもものすごく貯蓄が貯まったということがありました。

これらが世界で新興国の過剰貯蓄を生み出して、本来は貯蓄不足であるはずの新興国が過剰貯蓄になって、それが世界全体の貯蓄投資バランスを狂わせて世界全体として過剰貯蓄になり、先進国でも過剰貯蓄によるデフレ的な圧力というのが高まっているというのがバーナンキを中心とするグローバル・インバランスの主張です。実際、このインバランスというのは最近高まっています。元々先進国が赤字で、新興国が黒字という傾向は無いわけではなかったのですが、2000年までは大した不均衡ではありませんでした。しかし、本当に最近、先進国とそれ以外の国のインバランスは拡大しています。

こうした世界全体の貯蓄と投資のアンバランスが世界に影響し、新興国の外貨準備が一気に増えています。それと同時に、貯蓄のアンバランスというのは、逆に言えば新興国が輸出はするけれども輸入はしないという側面からも捉えることができます。これは特に日本が経験したもので、韓国や中国といったところからどんどん安価な、特に電化製品などではどんどん入ってきてしまい、日本の家電メーカーは一気に打撃を受ける。なおかつ値下げ競争というものに追い込まれてしまうということだとは思いますが。液晶テレビについても、本当に10年前ぐらいまでは結構高かったと思うのですが、本当に最近はかなり大きい液晶テレビでも3万円程度の値段で売っており、国内の家電メーカーはもうやっていられないという状況になってしまっている。やっていられないから、新しい分野で技術革新をすれば良かったのですが、先ほども言ったように、そういったときにそれに対抗するために国内の賃金をカットしたりリストラしたりしてしまい、国内のデフレ圧力をさらに高めてしまったのではないかなとは思っています。

(要因3：少子高齢化と人口減少)

三番目の要因は、一番コントロールが難しい（論争の的になる）ところで、少子高齢化と人口減少が一体、何をもちよむのかということ。これは両面に、供給サイドにも需要サイドにも影響を及ぼすということである。

世界の人口動態の予測を見ると、まず人口についてほとんど心配がないのはアメリカとカナダです。移民を受け入れたということもあり、白人の出生率もけっこう高く、順調に人口は伸びていくと考えられます。

日本やヨーロッパを見ると、フランスについては日本の政治家もモデルにしたがっておりますし、実際、人口は増えはしないけれども減りもしない、大体これから一定だろうと見通されています。フランスの合計特殊出生率は2ぐらいですので、大体、人口はこれからも一定だろうというのが見込まれている数少ない先進国です。イギリスも、人口はまあまあ一定なのではないかと思われている国です。

それに対して、日本やイタリア、ドイツというところは、これから人口が減っていくことが見込まれている国だということです。ただ、先進国の中では、韓国もそうなのですが、一番状況が深刻なのは日本であり、いくつかの面で深刻です。まず、減るスピードは明らかに一番速いというのが分かると思います。もう一つは、上がって下がっている度合いが一番顕著です。2000年ぐらいまでは上がっていて、そういう意味では昔は人口ボーナスと言われていた、人口が増えたことによるメリットをさんざん享受してきた国が、これからは人口オナーズと言われる人口減少によるデメリットをさんざん経験しなければいけないという感じになっています。山高ければ谷深しというような状況は、一番日本や、お隣の韓国で影響があるとは思っています。

ただ、韓国については、私は実は楽観しております。実は、中国と北朝鮮の国境付近にある丹東という街などでは、朝鮮民族がたくさん住んでいるのです。その人たちは、かなり今、韓国に移民しており、朝鮮語も話せるのです。そういう意味では、そういうところから移民を受け入れる余地があるため、日本ほど実は、私は深刻ではないのではないかと考えています。

日本については、やはり日本語を話せる人は世界にはなかなか居ないので、難しいということはあるかもしれませんが、ただし、後ほど議論したいとは思っていますが、外国人労働者をどう受け入れるのかというのは、こういう人口問題としては、一つの大きな課題になると思います。ただ、それ以外の課題として、人口減少が深刻で欧州でもそれなりに問題なのですが、これが過剰貯蓄を生み出しているのか過小供給になっているのかどうかは議論が分かれるところです。先ほど言いましたけれども、藻谷さんたちの議論というか、サマーズも

どちらかというところ、そういう立場なのではけれども、人口減少というのは需要不足を生み出すという立場の一つです。実際、人口が減ることで投資や貯蓄というのは減少しており、日本企業なんかも国内で設備投資をなぜ拡大しないのですかと聞かれたときに、国内市場がどんどん小さくなるからですよと答える人が多いのです。なぜ小さくなるかと考えるか、それは人口が減るから当然ですよという議論が多いとは思いますが。そういう意味では今、足元で人手は不足してはいるのだけれども、これから国内市場も小さくなる一方なので人手不足でも賃金はそんなに上げられないですよということにつながっていて、それは全体として見ると供給過剰、需要不足につながるような要因だとは思いますが。

一方で、これから労働人口自体が減っていくことになりますので、その影響が大きければ、これは供給サイドにも影響してくるということになるとは思います。

(要因4：IT化及びサービス化)

最後に、いろいろな科学技術の進歩、経済の高度化によって、いろいろな影響が出てくる可能性というのはあるかもしれません。特にIT化では、AIのようなものの影響ですね。人口知能のようなものが発達するということは、経済にどういう影響を及ぼすのでしょうか。明らかに、資本集約度は高まるだろうという見方は多いです。そのときに、労働分配率などにどういう影響が出るのかということについては、また論争があります。

一つは、どんどん機械化されるので労働者の仕事は無くなり、労働分配率は下がっていくという立場の主張があります。私もどちらかというところその立場です。資本と労働は代替的で、いい技術が出てくれば労働者は仕事がなくなるという主張です。

もう一つは、資本と労働は補完的で、いい技術が出てくれば、それを利用した仕事もどんどん生まれていって、逆に新たな仕事生まれるという主張です。これも論争が続いていますので、こういうIT技術あるいは人工知能の発達というのが、経済にこれからどう影響を及ぼしていくのかというのは、よく分からないのです。ただ、少なくとも日本の労働分配率がずっと低迷している理由としては、もしかしたら資本が労働をかなり代替しているからとも考えられます。これだけ労働人口が減っているにもかかわらず賃金がなかなか上がらずに、労働分配率も上がっていない状況というのは、なんとなく新しい技術が労働者の仕事を代替してきているのではないかという立場も成り立ち得ると思います。

それから、資本は過剰で需要は不足しているとき、その需要を埋めるのがいいのかどうかというのは、また議論が分かれているところです。今の政権の立場は、どちらかというところと不足している需要を金融政策なり財政政策なりで埋めた方がいいのではないかという議論が主流です。確かに、デフレの原因、低インフレの原因というのが、そういう過剰資本にあることは間違いないのです。しかし、過剰資本はどちらかというところと従来型の産業で起こるものですので、できればもう一つの考え方としてはそういう過剰資本を無くして、新しい産業で設備投資を生み出していくという方が大事かもしれません。過剰資本があるからといって需要を付け加えるというのは必ずしもいいのかどうかというのは議論が分かれるところではないかとは思いますが。

(要因5：その他)

それ以外には、既に指摘したことですが、技術進歩が低下しているのではないかと議論はありますし、特に資本の、伝統的な目に見えるものに対する投資の効率性というのは、明らかに低下しているのではないかと議論もあります。

一方で、ソフトなど目に見えないものに対する投資の重要性が高まっていて、それが必ずしも統計などでうまく捉えきれていないことが、見た目上、成長につながっていないということもあるかもしれません。

それから、全く別の話になってしまいますが、世界的に格差が広がっていることが消費の低迷につながっているのではないかと主張しているスティグリッツのような人もいます。

(政策論争)

政策論争については、現状をどう捉えるかということによって、どういう政策がいいのかというのは分かります。そもそも、総需要を刺激するような政策をするのがいいのかどうかということが第一の論点です。また、景気を刺激しなければいけないとなったときに、金融政策がいいのか、財政政策がいいのかということが論争にはなっています。少し前までは、本当に金融政策でやればいいのかというのが主流だったと思いますが、やっただけでも大して効いてない。日本もアメリカもヨーロッパも、全く効かないかどうかは別として、大して効かなかった。他方でいろいろなバブルへの懸念なども生まれているということから、最近はやはり金融政策はやめるべきではないけれども、これ以上はやっても仕様がなくなると主張はかなり一般的にはなっているとは思いますが。

一方で、サマーズとかクルーグマンが最近はどういうことを主張しているかというと、財政を拡張しろということをかなり主張しています。この前もクルーグマンが日本に来て安倍首相に会われたと思いますが、その時に多分、財政を拡張する重要性を言ったとは思いますが。ただ、財政に関しては、アメリカとドイツは非常に対立しておりまして、ドイツは財政は緊縮すべきだという立場を非常に強く主張しており、これは財政の拡大が景気刺激の面でプラスだというよりは、財政破綻のコストが非常に大きいという立場です。実際、ヨーロッパでは、ギリシャをはじめとしてイタリア、スペインなどで財政危機が起こっており、それがユーロ危機という形で深刻な影響を与えたわけです。このため、確かに一時的には景気刺激という観点からすると財政拡張するのはいいかもしれませんが、財政破綻のコストというのはもっと大きいものなので、財政拡張というのは慎重にやるべきだというのがドイツの人たちの主張です。

これは、最近の国際会議の場でも常に対立構図になっており、日本はどちらかということ今までは中間にいて右往左往する感じだったのです。ただ、最近、安倍首相はどちらかということ財政拡張派に傾いているというところではあるとは思いますが。伊勢志摩サミットでも一つの議題にはなるかもしれませんが、多分、結論が出るのは難しいということで、その対立構図はなかなか解消できない状況なのではないかなとは思いますが。

○進行役 どうもありがとうございました。それでは、残りの時間を皆さまからの質問と、それに対して福田先生からお考えを伺う時間に充てたいと思います。

○質問者 1 本日はありがとうございました。先生が、お触れになったことに関連して、ご意見を伺いたいと思います。一つは、本日のお話では、過剰貯蓄がデフレを生んでいくという流れでしたが、デフレは貨幣現象と日銀がかつて言っていたことがありました。マイナス金利やQEについては、おそらく供給も需要も刺激されるというのが日銀の見解だと思いますけれども、それによってデフレを改善していくという金融政策はデフレには明らかに効果があるのかどうか。日銀の見方は、現状は実現していないのですけれども、本当に実現するのかどうかということについて、少し懐疑的な気もしているわけなのですが、本日お触れになった点以外のものを含めて、どういうふう to 今の日銀のポジションなりスタンスを受け止められているかお聞きしたいと思います。

もう一つ、人口問題は先ほどおっしゃったように、かなり大きな影響を、特

に日本の場合、及ぼしているのですけれども、特に変化率の幅が大きいわけですから、それだけマイナスのインパクトが大きいのではないかという懸念がしています。そういう中で、具体的に外国人労働者や移民などの問題について、もう少し突っ込んだ議論を起こしませんと、本当に抜本的な構造的な問題が立ち行かなくなるのではないかと思っています。1.8 という出生率の目標を掲げることがいいのかどうか、そのための手段が不可能な気がしているのですが、人口減少の具体的なインパクトをどういうふうに御覧になられていますでしょうか。

○福田 金融政策は、黒田さんが登場する前にどうすべきだったかという話と、今どうすべきかという話は分けて考える必要はあるとは思っています。まず、黒田さんが登場する前であれば、もっといろいろな道は有り得て、白川さんの路線をもう少し頑張っただけで、非難されながらもやっていくという路線は有り得たと思います。私はどちらかというと、当時はそういう立場ではありましたが、ただ、今となってみるとちょっと後戻りできない、例えば、今金融を引き締めるなどということになれば市場は混乱することになりますので、もう後には引けない状況になってしまったということはあるかとは思っています。

加えて、日銀としては二つの誤算が大きくあったと思います。第一点は、最初に効き過ぎたため、金融政策は効くものだと思われてしまったということです。全く効かないとは思ってはいなかったと思いますけれども、当初、株高円安が一気に進んで、金融政策は万能だというように皆が思い込んでしまったのです。私が言う誤算は日銀にとってはいい意味での誤算だったかもしれないのですが、結果的には悪い誤算になっている。ものすごく期待され、金融政策は万能だろうと皆に思われてしまったという点です。

もう一つの誤算は、アベノミクスは本来、第1の矢、第2の矢、第3の矢というのがあって、金融政策はその第1の矢でしかなかったのですが、第1の矢のみになって、第3の矢が全然進んでくれない、構造改革が進んでくれないという点があるのだらうとは思っています。

そういう意味では、この二つの誤算という、日銀にとって今、非常に厳しい状況を抱えており、最初は効き過ぎたけれども、そんなにはやはり有効じゃないということですね。効かないわけではないけれども、それほど効くわけではないという状況に非常に追い込まれていて、なかなか物価も2%遠しという状況が続いている。全く効果がないわけではないが、十分ではないですね。その前はデフレだったのが、今コアコアでみれば上昇率は1%は無いかもしれな

いですが、1%近くはあるので、それなりに効果はあったのですが、それぐらいの効果でしかなかったとも言えるものなのです。

ところが、皆の評価というのはもっと初期の、あの華々しいデビューの量的・質的緩和の効果が忘れられないものですから、日銀がやればもっと華々しい効果があるのではないかと期待されている面があり、もっと追加策は何かできないのという話になっています。ところが量的緩和政策というのは、もう限界に実は来ていまして、今、日銀は国債の3割を保有しているのですが、これあと2年間ぐらいやれば大体5割ぐらいになり、それ以上保有できるのかという話がだんだん出てきている。そうした中で、今年、政策転換を仕様がなからやったのですけれども、それはマイナス金利政策だったのですが、これが市場との対話に失敗しまして、特に金融機関との対話に失敗して、当面、大混乱を生みました。それが現在の金融政策の状況ということになるとは思うのですが、なかなか前にも後ろにも引けないという状況になっていると思うのです。ただ、あと2年ちょっとすると、黒田さんの任期が切れますので、そこが一つの転機に成り得るかなとは思っています。けれども、それまではなかなか前にも後ろにも引けないという状況、若干前に進まなければいけないという厳しい状況が、金融政策は続くのではないかなとは思っています。

○質問者1 期待され過ぎですか。

○福田 ちょっと期待され過ぎです。ちょっとは期待してもいいのですけれども、ものすごく何でもできるというのは、ちょっと行き過ぎということはあるとは思いますが。

人口問題に関しては全く、おっしゃる通りです。新3本の矢というのが、かなり期待外れになっています。構造改革が大事なのであり、新3本の矢も構造改革なのですが、できる目標を立てるべきだというのが新3本の矢でも本当は重要なところだったのです。しかし、合計特殊出生率1.8はできるのか、そもそもできたとして1億人の人口を維持できるのか、と両方とも疑わしいわけですよね。GDP600兆円はできるのか、500兆円の維持すら今まで難しかったのに、できるのかということです。ものすごくインフレになればできるかもしれませんが、なかなか実現可能ではない目標が立てられてしまったというのが最近の新3本の矢の大きな特徴で、なかなか厳しいのではないかなというところはあります。

人口問題に関しては、おっしゃる通りで、なかなか議論が進んでないのは非

常に残念なことです。実は、移民と外国人労働者を区別するべきだというのが私の主張です。欧州の経験を見ると何か移民と外国人労働者が同一視される傾向はあるのです。実際、欧州に関しては移民を受け入れて労働力不足を補ってきたという傾向はあるのですが、実はアジアではむしろ移民と外国人労働者は別のものという概念が主流と考えるべきです。その代表的な国はフィリピンです。フィリピンは、外国人労働者を非常に多く海外に送っているのです。これは移民ではないのです。本国に戻るタイプの人たちが非常に多いのです。ですから、外国人労働者といっても移民を受け入れるというのとは違う観点で議論すべきだというのが私の主張の一つです。

もう一つは、外国人労働者が無秩序に入ってきているのがヨーロッパで起きていることで、それを見て外国人労働者はちょっと、という感じになるのですけれども、実はフィリピンの外国人労働者というのは無秩序に入ってくるわけではないのです。これがいいか悪いかは議論が分かれるところで、人身売買だという言われ方をするかもしれませんが、ブローカーという中間に入っている会社があって、労働者にランクを付けておりまして、それなりに値段を出せばいい労働者を派遣してくれるという、そういう仕組みになっています。

実は、日本では認識が薄いのですが、御存じの通り韓国や中国も人手不足に少しずつなっていて、あと中東が多いのですけれども、中東にそういうフィリピンのブローカーはかなり人を派遣するようになっていきます。実は、いい人材というのは頭脳労働だけではなくて、ブルーカラー的な職種でも取り合いになっていて、いい人材をいかに確保するかということで、実は日本以外の国々は結構血眼になっているのです。日本はそういうことに関心な面があって、かなりそういう人材確保競争、アジアにおける人材確保競争に出遅れているという面があります。

実は、アジアでも国によって人が余っているところと足りないところがありまして、フィリピンは余っていたが、少しずつ余っている状況は減ってきています。それから韓国や中国は足りないのです。けれども、余っているところはいくつかありまして、カンボジアやベトナムはかなり余っているのです。これは、不幸にも戦争がありまして、年齢の上の人はかなり死んでしまっているのです。このため、若い人がかなりたくさんおりまして、カンボジアやベトナムは、かなり若い人の人口は多い国です。それから、インドは非常に若い人の人口が多く、人口自体も非常に大きい国なので、そういう国々とうまくコネクションをつけていい人材を確保することが必要です。そういうことをしないと、実はもういい人材の奪い合い競争が始まっているのに、外国人労働者を入れる

のはどうなのか、というようなことを悠長に話していること自体が少し問題なのではないかなと私は思っています。

○質問者 2 今の外国人労働者の人材確保競争というのが一つだと思うのですが、日本が長期停滞を脱するための処方箋につきまして、特に企業部門が過剰な資金を貯め込んでいるところをどうにか転換していかないと、なかなか経済が前に進まないと思うのですが、この点について先生は、どのような政策を考えておられますか。

○福田 私は、日本の中長期的な課題として、二つの問題を指摘するようにはしています。世界の他の国もいろいろな問題を抱えていますので、日本だけが抱えているわけではない問題と、日本が特に抱えている問題を区別して議論すべきだろうとは思っています。日本も、いろいろ非効率なところがあります。しかし、では他の国は全てそれを効率的にやっているのかと言われたときに、昔から別にそれなりに非効率なりながらも、それなりに成長してきたという面はあります。では特に日本が他の国と比べてともかく改善しなければいけない問題とは何ですかと考えたとき、私は、人口問題と財政赤字の二点だと常々主張をしています。これはともかく突出しています。人口問題に関しては、既に議論をした問題ですけれども、これは非常に深刻な、韓国も若干そういう面はありますが、少なくともG7の国の中では突出した問題だということです。

もう一つは、財政赤字が突出した問題です。なぜか国債の金利はマイナスですけれども、ただ少なくとも残高は極めて深刻な状況になっているということです。実は近年、歳出が90兆円を超えており、歳入が60兆円ぐらいです。けれども、歳入の60兆円は今から25年ぐらい前とほとんど一緒なのです。そういう意味では、若干バブル崩壊で低迷していましたのが、回復して60兆円ぐらいになり、90年ぐらいの歳入とほぼ一緒になっているのです。ところが、歳出の90兆円は、ここ20~30年ぐらいの間に一気に増えており、これが日本の財政赤字の原因です。歳入がものすごく減ったから日本の財政赤字が増えたのではなくて、基本的には歳出が増えてきていることが大きく、その最大の原因は御存じの通り社会保障費の伸びであり、そういう意味では人口問題とも絡んではいるのです。高齢化という問題とも絡んではいるのですけれども、その問題に根本的にメスを入れられないと非効率になるということだと思えます。

それは、金融市場にも大きな問題を生み出しておりまして、日本の個人資産は大体1,700兆円ぐらいあり、そのうち700兆円は株の保有などに回っていま

して、残りの1,000兆円は通常の銀行預金などに回るお金なのです。けれども、実はそれがかつては大体、民間企業セクターに回って設備投資に用いられていたのですが、今はその1,000兆円はそっくりそのまま財政赤字の補填に回ってしまっているのです。そういう意味では、家計は依然として金融資産を持っているのですが、大半は国の赤字の補填に使われてしまっている。金融資産が生産性が高いかもしれない企業セクターに回らないマクロ構造になってしまっているという問題があって、それが基本的には企業に資金が回らないという構造になっているということはあると思います。

企業については、麻生大臣のいわゆる守銭奴発言がありましたけれども、私はどちらかという企業の人に同情しております。まず、もう萎縮して何もしてないのかということなのですが、企業の設備投資アンケートを日本政策投資銀行がやっているのですけれども、国内の投資をどうしますかということと、海外の投資をどうしますかという二つのことを聞いています。2000年代になって顕著なのは、国内の投資に関しては、ほぼ全ての年で計画倒れです。設備投資の計画はするのだけれども、実際はそれを大幅に下回る設備投資しか行われていないというのが日本の国内の設備投資の状況です。一方で、海外の設備投資に関しては計画以上のことをずっとやってきています。これは、日本の企業家が萎縮して仕様がなくなっているのではなくて、海外に関してはむしろ積極的です。国内に関しては積極的にやりたいけれど、やれないよねという状況が続いているという点がまずあります。これは、やはり企業家のマインドの問題というより国内に問題があるのではないかということです。

それから、設備投資が足元で、大分前ですけども、最も多かった年は2007年、リーマンショック直前です。これがバブルと同じくらいGDP比で設備投資が伸びた時期でした。そのときに、最も設備投資をやった製造業の一つの会社がどこだったかという、シャープでした。シャープは、その当時、堺の新日鉄の敷地を大幅に買収したり、富山に工場を拡張したりと、世界の亀山モデルと世の中ではやし立てられたことによって、ものすごく設備投資の拡張をしました。その命運はどうだったかと説明するまでもないわけですが、当時、設備投資を拡張した会社の末路というのを見ているわけですね。国内の企業の人たちは、これはそう簡単にできるものじゃないですよ、というような気持ちはあると思います。

やはり、足元でこれほど利益が上がっているのにどうして設備投資をしないのか、これは麻生大臣の発言でもありますが、足元だけ見ればそうであり、企業の人たちもアベノミクスには感謝しているかもしれませんが、しかし、高収益

が今後も続くのかと言われたときに自信がない。このため、賃上げに関して、ボーナスはOKだけれども、定期昇給はなかなか踏み込めない。設備投資も、能力増強ぐらいはいいけれども、本格的な研究開発や大規模で刷新的な設備投資はちょっと今は踏み切れない、という状況というのが続いているのではないかなとは思っています。

加えて、若干複雑な点として、資金余剰と現預金をたくさん持っているのは必ずしも1対1に対応していないのです。日本で現預金を最も多く持っているのはトヨタなのですけれども、ここは確かに余りお金を借りていない企業なのですが、二番目に現預金を多く持っている会社はどこかというところ、ソフトバンクグループなのです。ただし、ソフトバンクグループは現預金を持っているけれども社債なども多く発行して負債も多い企業なのですよね。負債も多いけれども現預金も多いという企業も結構ありまして、現預金が多いということと資金余剰というのは必ずしも1対1には対応していないということは注意して見る必要はあると思います。

○質問者3 今のお話で金融政策にも財政政策にも、それぞれ限界があるだろうというお話でしたが、考えられている中で金融政策が財政ファイナンスをしてしまえというような話になってきていると思いますが、この効果や帰結につきましては、どのように考えられておられるのでしょうか。

○福田 もう既に財政ファイナンスです。形の上では直接、買っていませんけれども、財政赤字で新規発行分を金融機関が購入したものを、すぐに日銀は買い取っています。事実上、財政ファイナンスになっています。新規発行分どころか既存の発行分を含めて、日銀は全部買い取っていますので事実上の財政ファイナンスだとは思っています。

ただ、財政ファイナンスとヘリコプターマネーは若干違う議論が必要だろうと思うのです。財政ファイナンスだけれども一応、日銀は市場価格で買い取っているというのはこれまでのやり方です。そういう意味では、日銀のバランスシート上の国債と、それから拡張した貨幣の量というのは、ちょうどバランスするような形でやってきたのがこれまでのやり方ですし、それが日銀の信認を高めており、逆に言えばインフレになりにくい状況を作っているわけです。

それに対して、ヘリコプターマネーの議論は、いろいろな議論があり、私も何が正確な定義なのかを理解していませんが、買い取るときの値段を本来100円の価値しか無いのを120円で買い取るとかそういう議論に近い方なのです。

これをやり始めると、中央銀行の信認は一気に崩れ、これは明らかにインフレになります。元々ヘリコプターマネーという言葉はミルトン・フリードマンが言った言葉で、空からヘリコプターで貨幣をばらまくというような話の比喻で使ったのですが、そのようなことをすれば、国家の信認が、中央銀行の信認が一気に崩れて大変なことになってしまう。インフレさえ起こせばいいというものではなくて、これはまさにドイツの人たちが懸念しているような状況というのが発生することになります。

財政ファイナンスについては、今までも問題がないわけではないですけれども、節度ある財政ファイナンスだったということです。節度のない財政ファイナンスとは区別すべきであり、100 円のを 120 円で買うというような節度のない財政ファイナンスを日銀がし始めると大変なことになるし、それはさすがに黒田さんや日銀の人たちも死守したいところではないかとは思っています。

○質問者 4 先ほどは貯蓄超過の議論の中では、賃金が下がると消費の購買率が落ちるとのことでしたが、賃金が下がるという要因以外にも、例えば日本の今の企業は、今、豊かな状態の中で、さらに人が欲しいと思うようなものを作れていないから、消費がうまく上がっていかないのではないかなとも思っているのですが、この点につきましてはどうにお考えでしょうか。また、日本が今後アメリカのように、新しい産業を生み出していく必要があるのでしょうか。

○福田 重要な問題だと思います。日本の企業は、もう少しイノベーションをやるべきであり、売れるものを作れということです。利益というものは二つの源泉から成り立っており、一つは売上げをいかに伸ばすか、もう一つはコストをいかにカットするか、この二つで利益を上げることはできるのです。ところが、日本企業はどちらかというと後者、コストをカットして利益を上げるということに注力し過ぎており、売れるものをいかに作っていくかということへの努力は欠けてきたということだと思います。韓国や中国から追い上げられることは仕様がないうことだけれども、では彼らが作れない次のステップのものをいかに作れるかということが大事であり、アメリカもかつては苦労したのです。

80 年代のアメリカというのは、非常に低迷期で、いかにそこから脱却するかということが大きな課題だったのです。そこから IT なりバイオなり新しい産業を彼らは生み出していき、現在に至るということだとは思っていますが、それがなかなか生み出せていないのが日本の問題だったのだろうということです。

いいものを作ればそれなりに売れるということはあるのだとは思いますが、消費者も買わないわけではないのでしょうか、なかなかそれができていないということなのだろうとは思いますが。

そういう意味では、電気機械産業なども、新しい商品を作れなかったということが低迷要因です。自動車産業は、今好調ですけれども、だんだん厳しくなっていく可能性はあって、最近、他の人と話をしたのですが、次のステップへの戦略が描けていないのではないかと思います。高品質の自動車という意味が昔とは異なってきています。昔は本当にいいエンジンが高品質の自動車のステータスだったのですが、最近はいいい自動車というのはそうではなくなりつつあります。エンジン性能の向上には限界があり、いろいろなITの部品が付いていて、いろいろな自動運転をはじめとするものに対応できるかというのが自動車の高付加価値の源泉になっているわけです。

その戦略的に日本の自動車がいい方向に行っているのかどうかというと、そういうITの技術に関しては、実はガソリン自動車はあまり向いていないという指摘があるのです。実は、テスラモーターというのは電気自動車なのですが、電気自動車というと何か自然に優しいというイメージで捉えている人がいるかもしれませんが、実はそうではなくてITのいろいろな技術とか、いろいろなテクノロジーAIとかを使うのに、ガソリンよりも遥かに適しているのです。もともとコンピューターは電気で動いているものですから、電気の方がガソリンよりもそういうのにはフィットしているのです。そういう面で、アメリカは新たなステップ、Googleも自動車を作り始める時代になっているわけですので、そういうステップに自動車産業も今移ろうとしているのですが、トヨタは逆にプリウスで成功してしまったものですから、なかなかネクストステップに移り切れていないというような状況もあります。

こういった点なども少し懸念材料ということですが、私が昔ちょっと批判したことがあったのですが、シャープの亀山工場の時代では日本はものづくり国である、ものづくりこそ日本の生きる姿だということで、経済産業省が「ものづくり白書」を刊行したのです。その創刊号は、日本のものづくりはいかに素晴らしいか、日本はこれからものづくりに生きるべきだということが延々と書いてあったのですが、それから数年経つと、だんだんシャープもおかしくなってしまう、ものづくりが危なくなってくるのです。ものづくり白書も一気に数年間でトーンが変わり、非常に厳しい、いろいろな課題を抱えながらも日本のものづくりを頑張らなければいけないというようなトーンにだんだん変わっていったのです。

そういう意味では、ものづくりと言っても昔ながらの日本が得意にしていたようなものづくりだけでは駄目です。やはりAIや人工知能などをうまく取り入れていくことをできるといいのですが、なかなか日本人たちはそういうことが得意ではないし、そういう人材も不足しているということが残念ながらあります。昨日も、金融庁でフィンテックという金融のIT技術を使う人たちとの会合があったのですが、やはり人材がいなくて日本の会社の人でもシリコンバレーにリクルーティングに行っています。日本国内でなかなか人材が採れないという状況になっています。企業だけの問題というよりは、大学にも大きな問題があって、そういう新しい社会に必要な人材を供給できていない社会になっている。そういうことも含めて、なかなか簡単に、魅力的な商品を作ればいいよね、と言われても簡単ではなくて、なかなか難しい問題はあるのです。けれども、そこに向けて少しでも努力していくことが大事だということだろうとは思いますが。

○質問者5 まったく今と同じような質問になるのですが、結局、3本の矢の最後の成長戦略であるイノベーション、成長戦略としてのイノベーションなのですが、結局イノベーションは結果としてお金にならないといけないというお話だったと思うのです。しかし、例えば今では携帯のサービスで500誌ぐらいの雑誌が月500円で読めてしまったり、音楽業界ではアップルのiTunesの登場により格安で音楽が配信され、配信で購入される結果、音楽業界が破壊されたりしています。また、もしかするとフィンテックの発達によって、銀行業界が根絶やしになってしまい、大事な高給取りでお金をいっぱい使ってくれる銀行員の人々が少し減ってしまったりするのかなと考えますと、必ずしもイノベーションによってGDPが増える方向ではなくて、技術進歩率が低下して潜在成長率が低迷しているというよりも、技術進歩率があまりに高過ぎて業界をぶち壊しにした結果、その付加価値の総和が減ってしまっているのではないかなというような気もしなくもないですが、その辺の御見解をお聞かせ下さい。

○福田 非常に重要なポイントだと思いますし、私の知っている出版社の人でも、電子出版ができたりして、非常にそういうことを懸念されています。でも私の答えは、もう少し頭を使ってほしいということです。出版社の人は、今おっしゃったように、記事を書いたらそれを有償で売って儲けるということしか頭にないのです。

しかし、考えてみて下さい。Googleはタダです、Facebookみんなタダです。

そういうときには、なぜ儲かっているのかということを考えなければいけない、ということをお前は言っているのです。儲ける源泉が全然違うわけですね。配信するときに広告を付けたりと、それを通じて誰がどういう記事を読んでいるかという情報を集めて、それにピンポイントでいろいろな別の付加価値を高めているのは Google や Facebook の人たちがやっている収入源ですよ。そういう意味では、ネット配信が増えて確かに今までのように記事を書いて、その記事に対する対価というのを 1 対 1 で払ってもらおうというようなビジネスはジリ貧になってきているというのはそのとおりなのです。ただそれと同時にそれをうまく利用して誰がどういう記事を読んでいるかということをチェックして、それを付加価値に結びつけていくというビジネスモデルを作れない方が問題だとお前は思っています。

実際、日本の電子出版というのは、そもそも法整備も非常に遅れていたのですが、ようやくハードコピーの本を作ったならば電子出版も著作権も同じようにという制度は作られたのです。ただ、本当に日本の出版社というのはそれを単に PDF 化して売るだけというような発想しかないのですよね。これは Amazon などとは全然発想が違っており、Amazon などに頼むと結構手数料も取られるのですが、売上げもやはり大きかったりするのです。やはり、そういう新しい技術をいかに使っていくか、伝統的な売上げの発想だけでは、確におっしゃったようにジリ貧になるのですけれども、そういう新しい技術に対応した利益を上げる方法というのは今までと全く違う。そういう意味では出版社もいいライターだけじゃなくて IT 技術者とか、そういう人をどんどん雇って新しい時代に対応するようなビジネスモデルを使っていかなければいけないのです。にもかかわらず、相変わらず出版社は、新聞社もそうかもしれないですけども、文章を書くのはうまいかもしれないけども IT 技術には疎いみたいな人ばかり雇っているようでは、そういう新しい時代には対応できないのではないかなとは思っています。

○進行役 それでは時間となりましたので、これで今日の講演会は終了とさせていただきます。

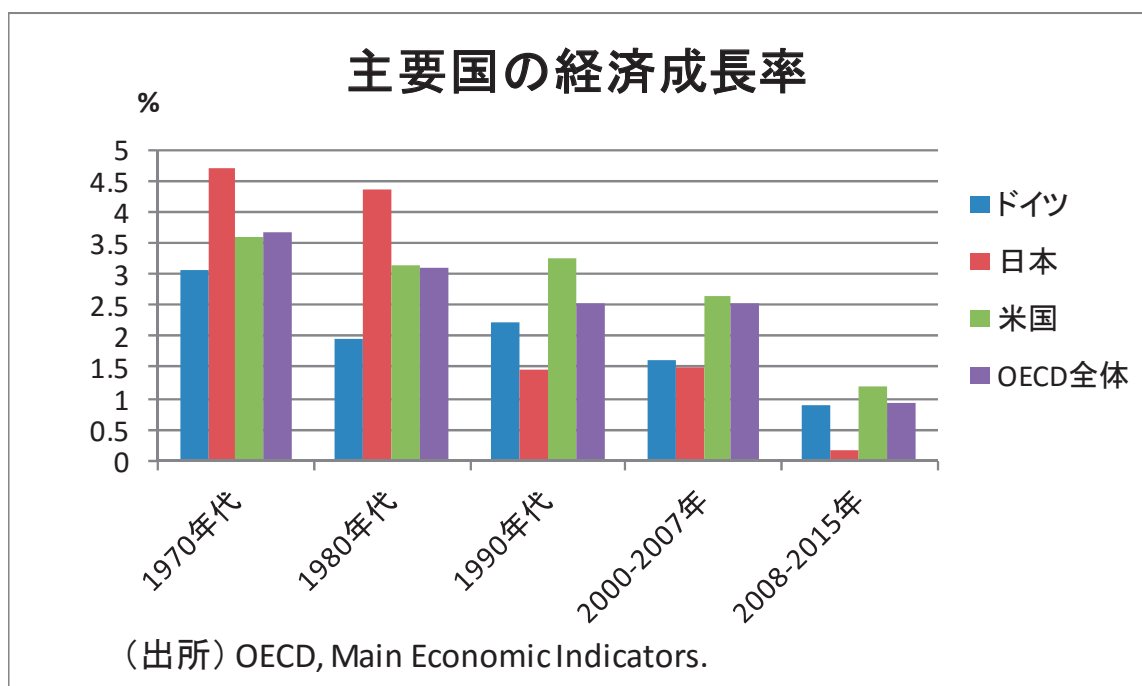
福田先生、どうも本日はありがとうございました。(拍手)

21世紀型の長期停滞論

福田慎一
(東京大学)

1

論争の背景:リーマンショック後、多くの先進主要国で経済成長率が低下!



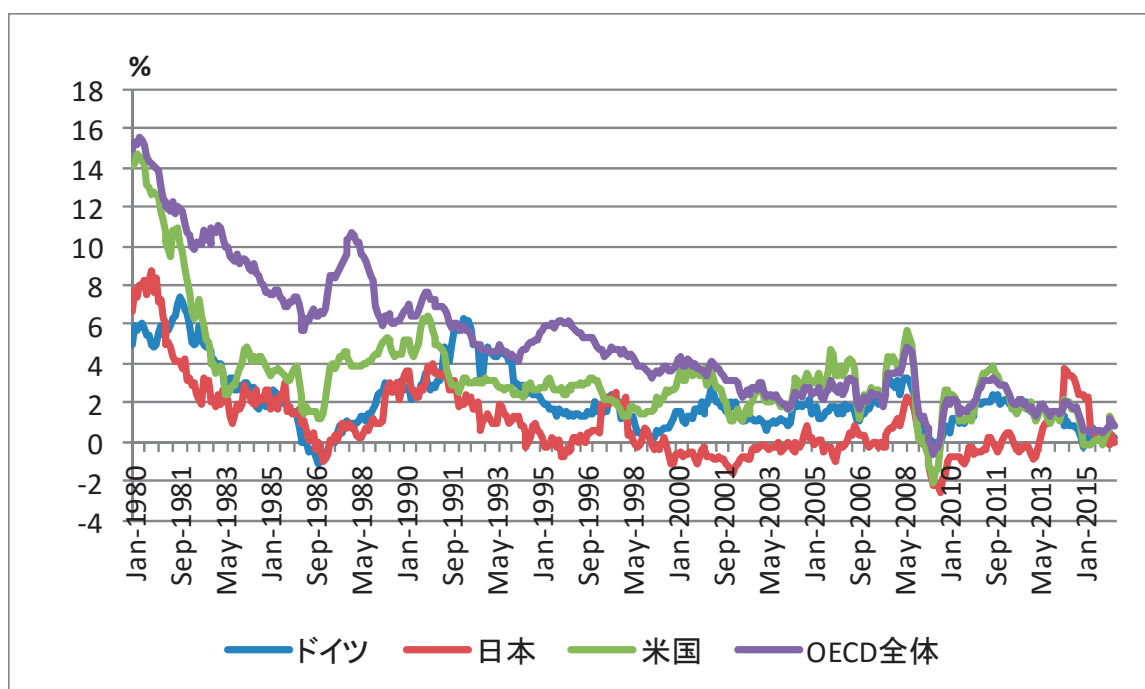
2

最近(21世紀型)の長期停滞の特徴

- (1) 低成長が続くが、大きなマイナス成長ではない(マイナス成長は一時的)
- (2) 超金融緩和にかかわらず、長い期間、低インフレが持続(ただし、大幅な物価の下落はまれ)
- (3) 短期金利はほぼゼロ、長期金利も低迷(自然利子率がマイナス⇒均衡実質利子率がマイナス)

3

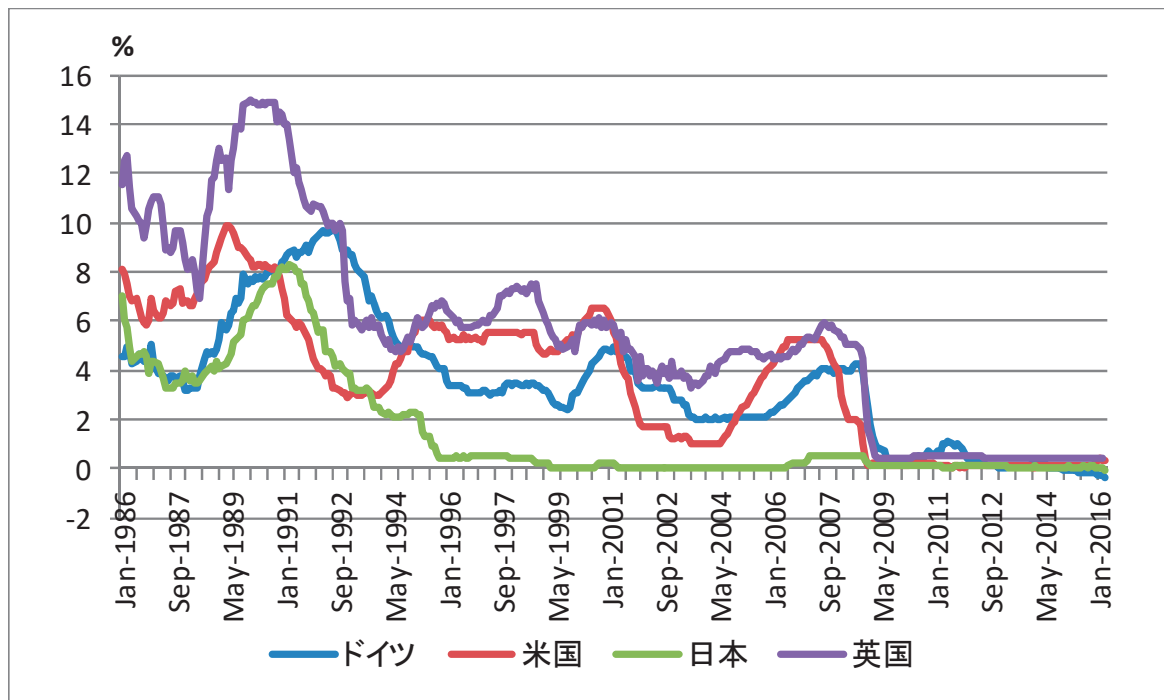
近年、主要国で低インフレが顕在化 ただし、デフレ(物価の下落)は稀



(出所) OECD, OECD.Stat

4

近年、主要国で金利の低下が顕在化 短期金利はほぼゼロ



(出所) OECD, OECD.Stat

5

従来 of 長期停滞論への見方

- 戦前、「恐慌」がしばしば発生(大きなマイナス成長)
- マルクス経済学: 資本主義の不安定性への懸念
- 戦後、長い間、長期停滞の懸念なし
- ルーカス(Robert E. Lucas Jr、1995年にノーベル経済学賞): マクロ経済学の成功、20世紀後半、第三世界に経済成長の波が伝播。
- なぜ近年、長期停滞が懸念されるようになったのか。

6

古典的な長期停滞論の特徴

- 景気循環の好況局面における過大な設備投資⇒不況局面の出発点において設備過剰
- 生産と消費の間に大きな不均衡
- 商品の過剰生産が一般化して価格が暴落
- 企業倒産や失業が大規模に発生
- 生産, 雇用, 所得が急激かつ大幅に減少

7

長期停滞論 (secular stagnation) 古典的需要不足の長期停滞論

- 背景: 1929年の世界恐慌
- 1936年ケインズ『雇用・利子および貨幣の一般理論』
 - 賃金の下方硬直性と非自発的失業
- 1938年米国経済学会におけるアルビン・ハンセン教授 (ハーバード大学) の会長講演
 - 過剰貯蓄などによる需要不足によって失業と低成長が続く時代
 - 大恐慌末期の米国経済への悲観論
- 第2次世界大戦下の軍事支出の大幅な拡大も相まって、停滞は終わった。

8

最近の2つのタイプの停滞論

(A) 需要不足の長期停滞論

- デフレと日本化 (Japanization)

e.g. サマーズ (ハーバード大学)、クルーグマン (プリンストン大学)

(B) 供給不足の長期停滞論: 潜在成長率の低迷

- 原因①: 技術進歩率の低下

e.g. ゴードン (ノースウェスタン大学)

- 原因②: 労働人口の減少

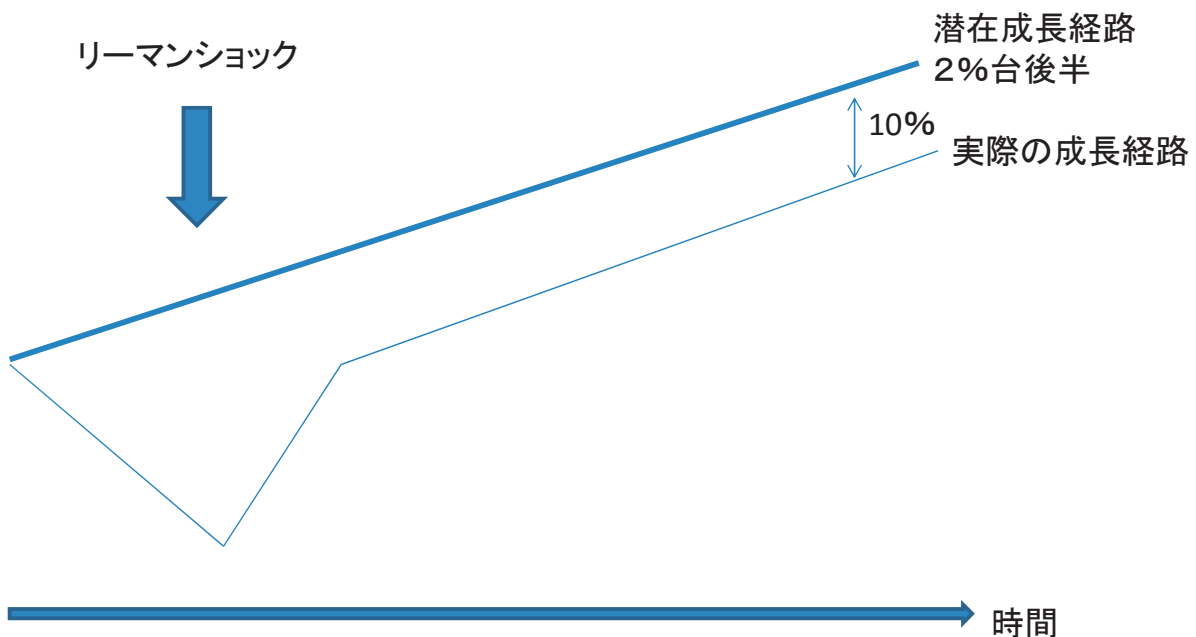
9

(A) 最近の需要不足の長期停滞論

- ローレンス・H・サマーズ (ハーバード大学)
- 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%も下回っている!
- しかも、この低成長ですら、極端な金融緩和政策によるマイナスの実質金利でようやく実現。
- 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は高い!
- 「日本化 (ジャパナイゼーション)」への懸念

10

サマーズによる米国経済の現状認識



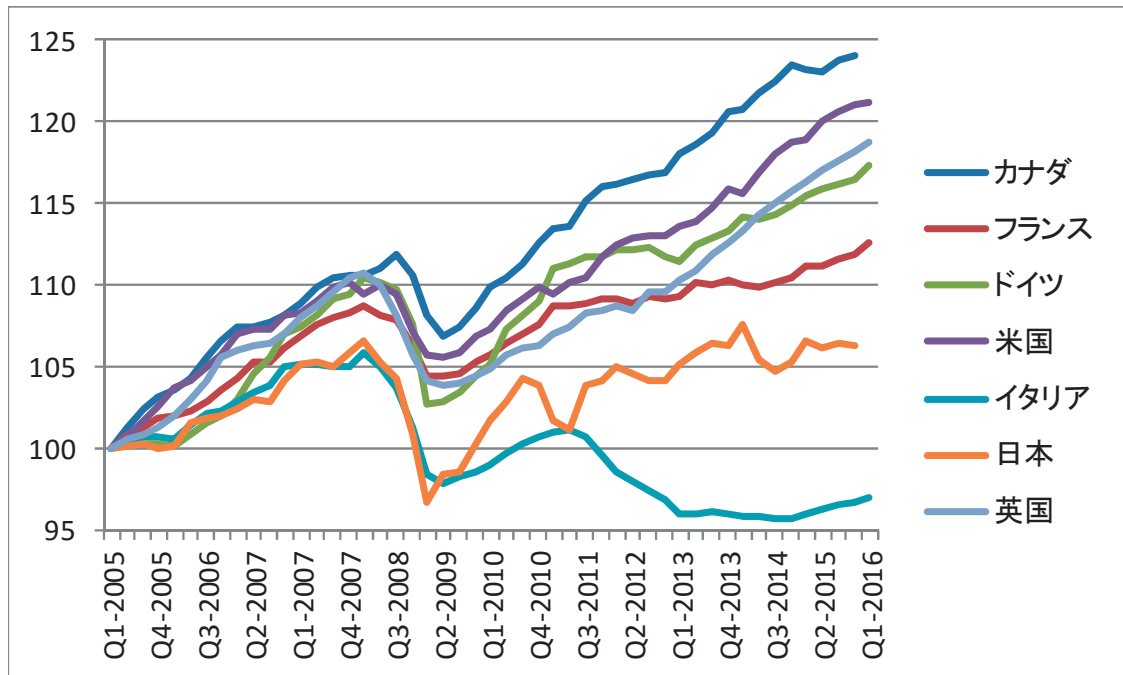
11

世界各地で日本化現象の懸念

- 世界的に日本化現象 (Japanization) への懸念
- 大きな貯蓄超過 (総貯蓄 > 総投資、総供給 > 総需要) を伴う低成長、低インフレ、ゼロ金利
- 日本化現象は、米国より、欧州の方が深刻

12

主要国(G7)の実質GDPの推移 (2005年第1四半期の値=100)



(出所) OECD, OECD.Stat

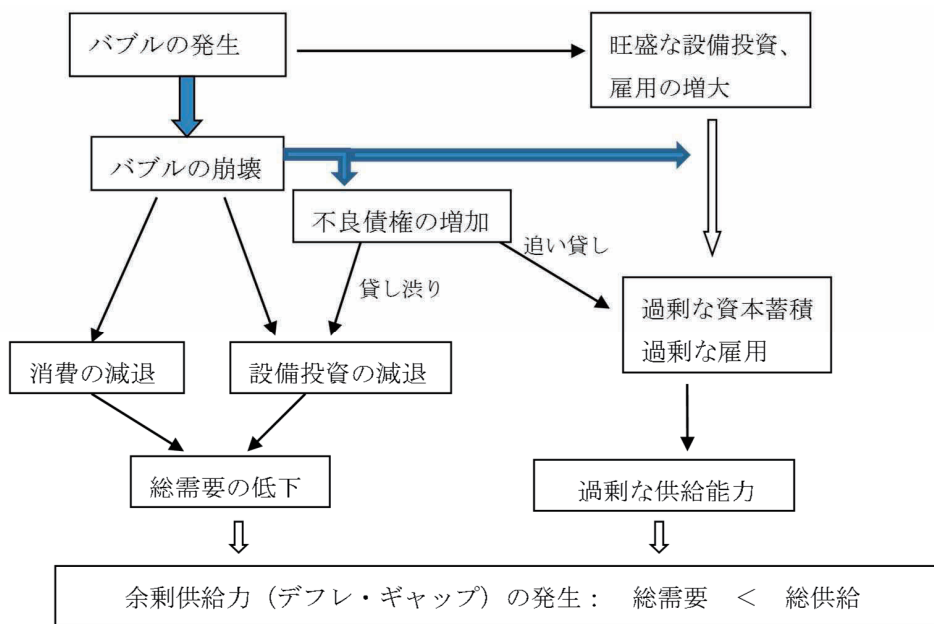
13

デフレが長期化する日本化現象 (Japanization)

- 原因: バブル崩壊(予期せぬ大きな負のショック)
- バブル期の過大投資による過剰資本
⇒ 供給能力の拡大、マイナスの自然利子率
- バブル崩壊による金融機関のバランスシートの劣化 → クレジット・クランチ → 設備投資の低迷
⇒ キャピタルロスに伴う総需要の減少
⇒ 総供給 > 総需要 ⇒ 低インフレ、ゼロ金利
- 不良債権処理 + 新興国からの安価な輸入品の増加 ⇒ コストカット ⇒ デフレ

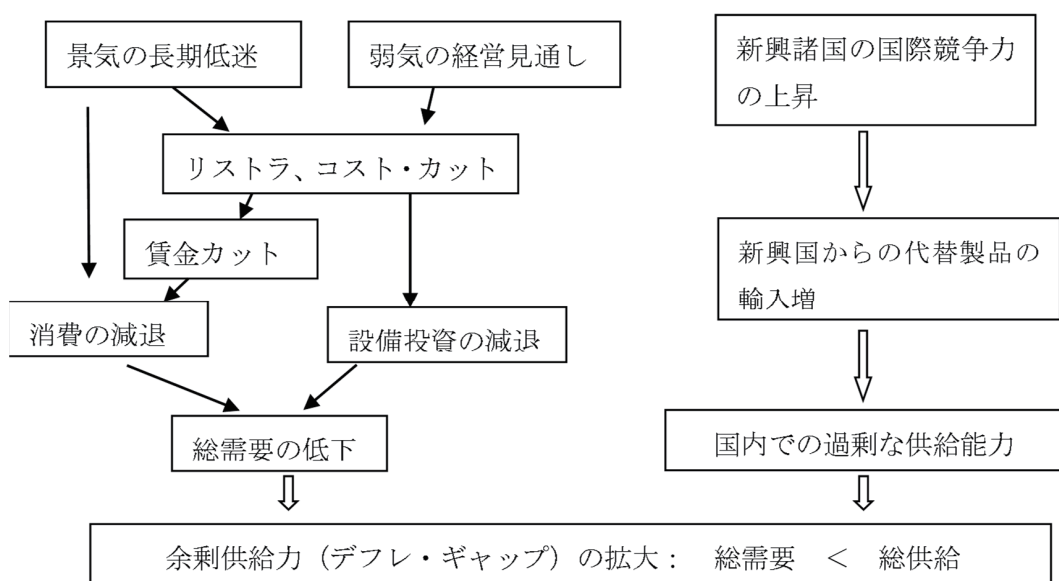
14

日本化現象のメカニズム(1990年代型)



15

日本化現象のメカニズム(2000年代型)



16

(B)供給不足の長期停滞論： 技術進歩率の低下⇒潜在成長率の低迷

- ロバート・J・ゴードン(ノースウェスタン大学)
- 米国の潜在成長率が今後低迷を続けると予測。
- 人類は、産業革命後の250年間、目覚ましい経済成長を遂げたが、この高成長は、人類史上の例外的な期間で達成されたにすぎず、同様の技術革新は難しい。
- 近年のIT(情報技術)などの技術的ブレークスルーは、産業革命後続いてきた技術革新と比べて大きく見劣りし、成長のエンジンとして力不足。
- アイデアなどソフト面の技術進歩をどうとらえるか？

17

過去2000年余りの経済成長

- 西暦1000年までは世界経済は、一人当たりの所得はほとんど成長せず
- 産業革命(イギリスの産業革命=1760年代から1830年代)までは、一人当たりの所得は限界的
- マルサスの人口論：経済成長⇒人口成長
- 産業革命以後、人口の制約がなくなり、一人当たりの所得が飛躍的に成長
- 第2次大戦後、その勢いは加速

18

過去2000年余りのGDPの推移

アンガス・マディソン(Angus Maddison)の推計

西暦	西欧12カ 国	英国	米国	ラテンアメ リカ	アジア	中国	日本	アフリカ	世界
1	11,146	320	272	2,240	76,735	26,820	1,200	8,030	105,402
1000	8,366	800	520	4,560	85,815	27,494	3,188	13,720	121,208
1500	38,426	2,815	800	7,288	161,317	61,800	7,700	19,283	248,321
1600	56,690	6,007	600	3,763	217,089	96,000	9,620	23,349	331,344
1700	70,702	10,709	527	6,346	229,671	82,800	15,390	25,692	371,058
1820	141,408	36,232	12,548	14,921	412,477	228,600	20,739	31,161	693,502
2008	7,402,911	1,446,959	9,485,136	4,045,933	22,288,543	8,908,894	2,904,141	1,734,918	50,973,935

(出所) Maddison Project Database

19

一人当たりGDPの推移

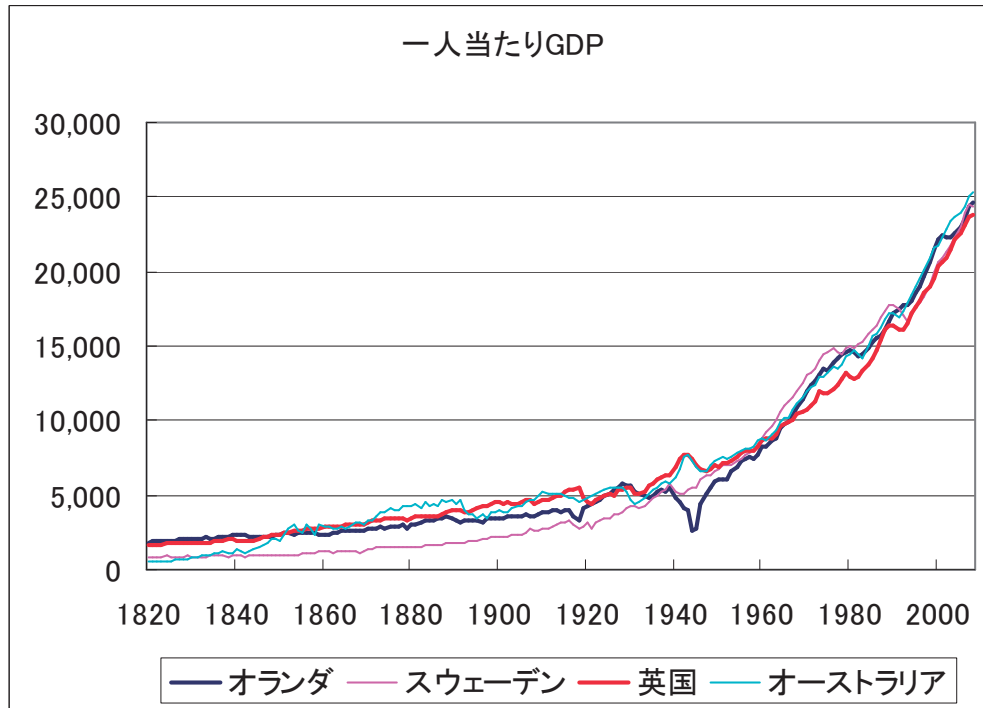
アンガス・マディソン(Angus Maddison)の推計

西暦	西欧12カ 国	英国	米国	ラテンアメ リカ	アジア	中国	日本	アフリカ	世界
1	599	400	400	400	456	450	400	472	467
1000	425	400	400	400	470	466	425	425	453
1500	797	714	400	416	568	600	500	414	566
1600	906	974	400	438	574	600	520	422	596
1700	1,028	1,250	527	527	572	600	570	421	615
1820	1,234	1,706	1,257	691	581	600	669	420	666
2008	22,246	23,742	31,178	6,973	5,611	6,725	22,816	1,780	7,614

(出所) Maddison Project Database

20

1820年以降の一人当たりGDP



(出所) Maddison Project Database

21

供給不足の長期停滞論： 労働人口の低下⇒潜在成長率の低迷

- 急速に進行する少子高齢化
- 少子化⇒労働力人口の減少。
- 高齢化⇒非労働力人口の増加。
- いずれも経済成長率にはマイナス
- 日本では、これらの問題がより深刻！

22

経済成長の源泉：成長会計

(1) 技術進歩

(2) 労働人口の増加

(3) 資本(物的資本と人的資本)の蓄積

- 産業革命以降は、技術進歩、労働人口の増加、および人的資本の貢献が持続的な経済成長に貢献
- 今後は、そのいずれもの貢献も期待薄？

23

なぜいま長期停滞論なのか

- マルクス経済学：資本主義の不安定性⇒21世紀の長期停滞論は説明できない
- 古典的なケインズ経済学(価格の硬直性と非自発的失業)⇒21世紀の長期停滞論は説明できない
- 貯蓄超過を生み出す21世紀に固有の要因が、21世紀型の長期停滞を生み出す！

24

貯蓄超過を生む21世紀固有の要因

- (1) バブルと金融市場の不安定性
- (2) グローバル・インバランス
- (3) 少子高齢化と人口減少
- (4) IT化およびサービス化
- (5) その他

25

(1) バブルと金融市場の不安定性

- バブル期の過剰投資 ⇒ 貯蓄超過
 - 歴史的に繰り返されてきたバブル
 - しかし、近年、その頻度は増している
 - 2000年代にバブルを生み出した新しい要因
- 例1. 金融規制：景気変動を増幅する規制体系（BIS規制、Var規制）
- 例2. 金融工学：ファンダメンタルズよりも裁定取引、証券化による複雑な金融システム
- 例3. 金融の技術進歩：金融のグローバル化、IT化（高速取引）

26

(1) バブルと金融市場の不安定性(つづき)

- ハイマン・ミンスキー
 - バブルの崩壊 ⇒ 金融市場の不安定性
 - 例外: 2000年代初頭のITバブルの崩壊
 - バブル期の過大投資による過剰資本(+ゾンビ企業による負の外部性)
- ⇒ 供給能力の拡大、マイナスの自然利子率
- バブル崩壊による金融機関のバランスシートの劣化 → クレジット・クランチ → 設備投資の低迷 → 需要不足
 - キャピタルロスに伴う消費の低迷 → 需要不足

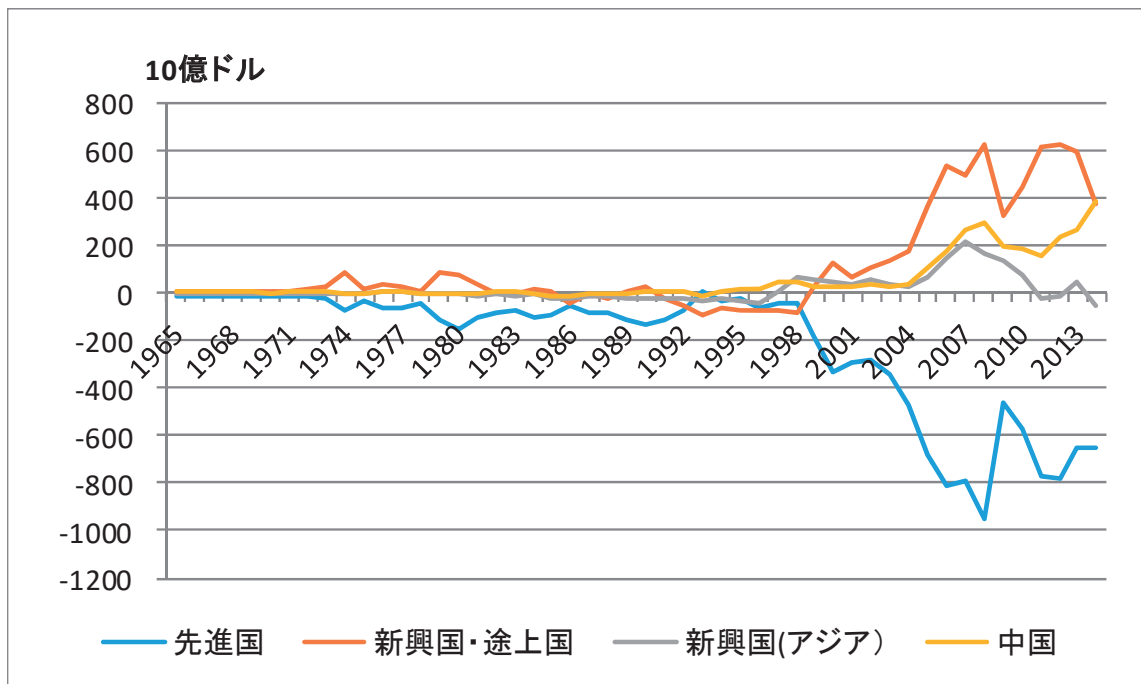
27

(2) グローバル・インバランス

- 従来 of 発展途上国: 貯蓄不足(投資 > 貯蓄)
- 例. 戦前や高度成長期の日本
- 21世紀型の新興国: 貯蓄過剰(投資 < 貯蓄)
 - 原因1. 1990年代の通貨危機 ⇒ 新興国の予備的貯蓄(主に外貨準備) ↑
 - 原因2. 2000年代の通貨安を伴った輸出主導型成長(主に中国) ↑
 - 原因3. 資源価格 ↑ ⇒ 資源国の貯蓄 ↑

28

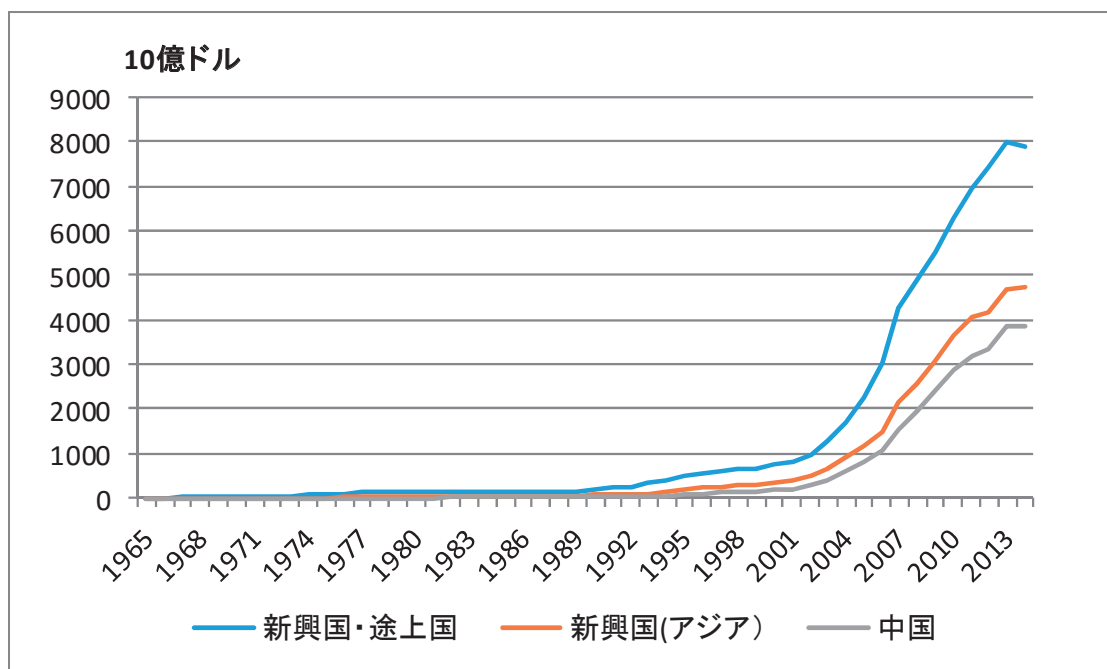
先進国と新興国の貿易収支 (輸出－輸入)



(出所) IMF, International Financial Statistics

29

新興国の外貨準備の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

30

(2) グローバル・インバランス(つづき)

- 安価な製品を先進国に輸出する一方、先進国からの輸入は限定的 ⇒ 先進国で供給過剰 ⇒ 低インフレ
- 新興国の貯蓄過剰 ⇒ 世界的な低金利
- バーナンキ: 世界的金融危機の原因
- 先進国の自然利子率がマイナスでも、資金が先進国から新興国へ流れない ⇒ 先進国で低金利が持続

31

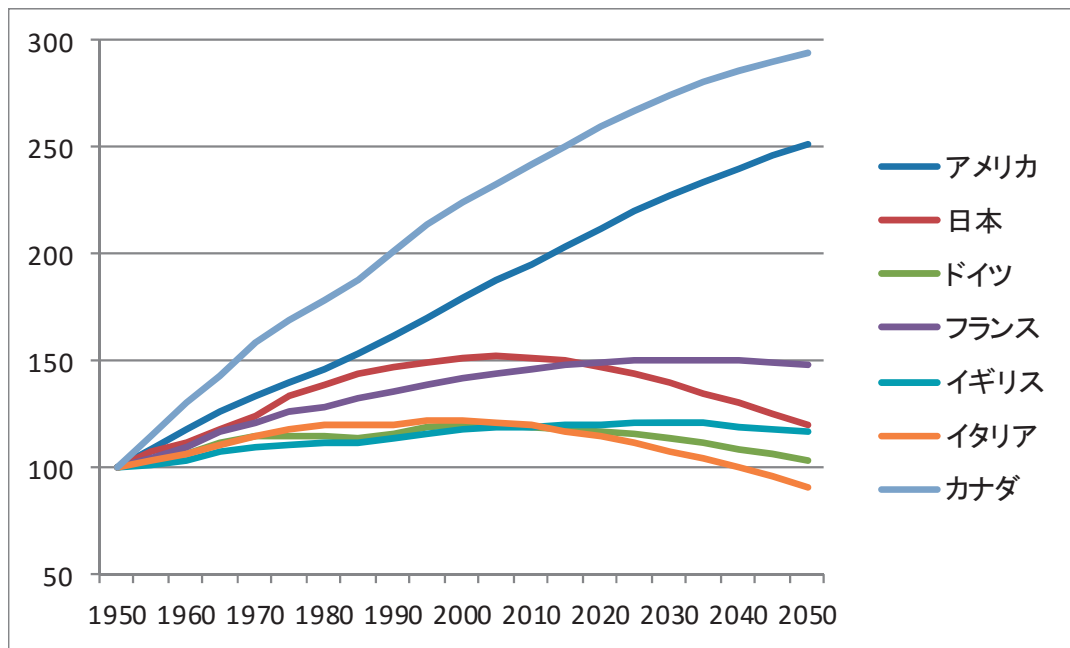
(3) 少子高齢化と人口減少

- 日本が最も深刻だが、欧州でも問題
- 将来の少子高齢化による貯蓄増加
- 不確実性の増大による予備的貯蓄の増加
- 将来の国内市場の縮小を見通した国内投資の減少
- 労働人口の減少は部分的に資本で代替、一方、人口減少は需要の大きな減少をもたらす
⇒ 供給 > 需要

32

主要国(G7)の人口動態

1950年=100、将来値は国連の予測



(出所) United Nations, World Population Prospects

33

(4) IT化およびサービス化

- 従来、経済の高度化⇒資本集約型産業↑
- 近年、IT化およびサービス化⇒資本集約度の低い新技術
- 従来型の産業で過剰資本、新しい産業での設備投資は限定的 ⇒ 貯蓄超過のもう1つの源泉 ⇒ 低インフレと低金利

34

(5) その他

- 技術進歩率の低下⇒潜在成長率の低迷
- 資本財価格の低下による投資率の低下⇒ 名目投資以上に実質投資が低迷
- 格差の拡大⇒ 消費の低迷

35

政策論争

- 金融政策vs財政政策
- 非伝統的金融政策の有効性とバブルへの懸念
- 財政緊縮派 (fiscal austerity、ドイツ) vs 財政拡張派 (サマーズ、クルーグマン)

36