

## KAMIYAMA Reports vol. 63

# 長期低迷論への反論： 人間の努力を信じる

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- 世界景気は長期低迷が続くとの考えが、一部で強く支持されている
- しかし「過去と同じ未来が続く」「人は間違う」ことに強く依拠しているように見える
- これからの世界は、人々の適切な努力で低迷を脱却するだろう

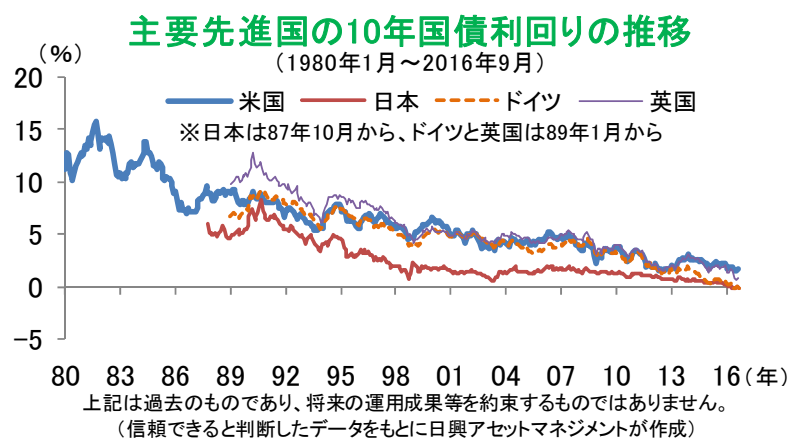
## 世界景気は長期低迷が続くとの考えが、一部で強く支持されている

リーマン・ショック以降、世界経済は長期低迷を続けてきた、ということは事実だろう。成長率はリーマン・ショック前のトレンドよりも低く、企業は世界的に借入などを縮小し、技術革新などへの投資も進んでいないように見える。先進国では少子高齢化が明確になる一方で、リーマン・ショックの後遺症もあって格差拡大が消費を控えさせてしまう恐れもある。また、中国などでの生産や資金蓄積の集中などの不均衡も問題を大きくしているように思われ、政策対応は難しいとの声も聞こえる。

さらに、世界主要国の金利水準はリーマン・ショック以降も低下傾向を続けており、少なくとも名目成長率については、長期低迷の様相を見せている。

結果として、先進国全体の低成長や低インフレ、低金利状態が続き、「長期低迷」と叫ばれても仕方がないだろう。問題は、これが今後も続いていくのか、ということだが、必ずしもそのように決めつける必要はないと考える。

この議論を進める前に、長期低迷を続けてきた背景を4つに整理しておこう。



### 1. バブルとその崩壊の頻度が高くなった

IT バブルとその崩壊、サブプライム・ローン問題とリーマン・ショックなど、金融市場の大きな変動が、短期間で实体经济を揺るがす事態に発展するようなことが何度も起こった。この時、消費者は心理的に不安になり貯蓄率を高めようとしたとみられる。また、欧州危機の際、世界のソブリン債券に対する信頼感が低下したと考えられ、人々は予備的貯蓄を増やしてしまった可能性がある。貯蓄が増えれば消費が減り、結果的に経済成長は低迷することになった。

### 2. グローバル・インバランス

元来、新興国は資本不足のため、先進国からの資本を受け入れて成長してきた。しかし、現在の新興国は金融市場の揺らぎの激しさなどから国内に資金を貯めこみ、投資不足(政府部門の貯蓄超過)状態になりやすくなっている。また、中国は輸出超過の一方で、社会保障改革などが進まず消費も伸び悩み、貯蓄超過、為替準備超過となっている。資源国においても、資源価格が高かった時期に貯蓄超過になりやすかった。成長リスクを受け入れた資本ヘリターンを分配する仕組みが機能していない。世界人口は増え、先進国が少子高齢化でも需要が増えるはずなのに、このインバランスが成長とその広がり制約している。

### 3. 少子高齢化

先進国の少子高齢化は、労働供給が減少する一方で、医療費増大による財政赤字の拡大、社会保障制度の持続性に対する疑念から、貯蓄増・消費減などにつながりやすくなった。

### 4. IT やサービスへの産業構造転換で資金ニーズが低下

先進国では、産業における製造業の重要性が低下し、IT やサービス業の重要性が高まっている。製鉄や鉄道敷設などが積極的に行なわれていた時代と異なり、大型設備への長期的な投資ニーズは減少し、資金が余りやすくなった。

もっとも、長期停滞論(需要不足が原因で低成長が続くこと)を唱えるサマーズ元米財務長官(現ハーバード大学教授)などは、世界の未来が確実に停滞する、というよりも、適切な政策を採る必要がある、と主張していると考えられる。「世界経済停滞論」の見出しだけを見て、「世界経済は今後低迷する」と決めつけないように注意しなければならない。

## しかし「過去と同じ未来が続く」「人は間違う」ことに強く依拠しているように見える

何をどう解決すべきなのか。一言で言えば、「過去と同じ未来が続く」「人は間違う」の二つが長期低迷を招く。これについて現在考えられる対策は、十分にある。

#### 1. バブル崩壊頻度の低下:

サブプライム・ローン問題とリーマン・ショックの後に世界の金融規制が強化されたことから、金融市場由来のバブル崩壊の頻度は減る可能性があり、世界のソブリン債券に対する信頼低下も、主要国については解消されつつある。ただし、金融の自由度を奪いすぎて成長を犠牲にしているのでは、という声もある。

#### 2. グローバル・インバランス:

注目される中国において、習近平政権の改革リストには戸籍改革に基づく社会保障充実や農地譲渡の自由化など包摂的な価値観(ここでは、特定の派閥等だけが利益を得る政策ではなく、多くの国民が豊かになるようにすること)が示されており、2 期目の習政権で導入されると予想している。また、インドの税制改革も進展しつつあり、政府の統一的な政策執行に役立つ改革となろう。一方、先進国において、デフレ懸念は金融政策の効果で後退しつつあり、設備投資などで世界の総需要をけん引することになれば、インバランスも解消されやすくなるだろう。

#### 3. 少子高齢化:

人口減となれば、GDP は減少するが一人当たり GDP も低下するとは限らない。本来、人が減れば過剰な貯蓄額も社会保障負担額も減るので、「人口減＝経済低迷」とは言えない。人口減や高齢化が問題となる理由は、本来減らすべき福祉費などを減らさないなど、人が合理的に行動しない懸念が強まることにあるが、人口が一人になるまで減っていく(永遠にマイナス成長)と想定するのは極論だ。また、日本は消費税増税を受け入れてきたように、早晚、社会保障・医療費改革を受け入れることになるだろう。

#### 4. 産業構造変化:

インターネット関連企業を例にとると、小規模案件であっても技術進歩が速く、次々と開発投資が必要となるため、資金需要が発生し、いつまでも貯蓄超過の原因になるとは考えにくい。また、多額のサーバー投資をするために、プライベートエクイティを通じて資金調達した著名な SNS 企業もあるようだ。さらに、長期的に適切な金融政策や少子化対策としての社会福祉改革に取り組むことで、結果的にインフレ率の改善が人々の期待を成長に導くことになるだろう。

## これからの世界は、人々の適切な努力で低迷を脱却するだろう

世界経済低迷の可能性は、人の努力の成果を期待するかどうかの違いだと言える。政策は、間違ふことがあってもそれを長く維持することは(少なくとも主要先進国では)あまりない。人類は歴史上何度も悲観的な世界観を持ってきたが、いまのところ長期的にそのようになったとは思えない。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)