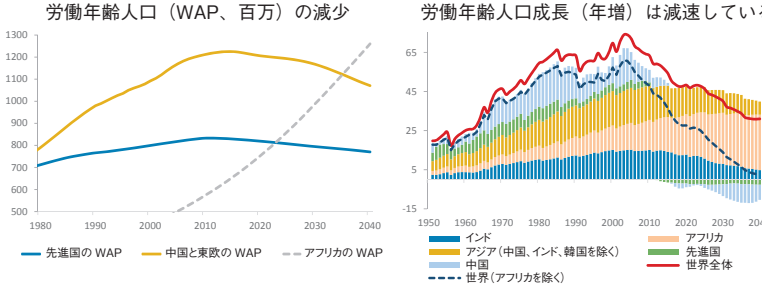
表１・２　労働力への女性参加の割合　（%）

	米国	英国	ドイツ	フランス	日本
1990	56.2	52.0	45.2	46.3	50.1
2010	57.5	55.5	52.8	50.9	48.7
2019	55.8	57.1	55.3	50.2	51.4
1990～2019の変化	−0.4	5.1	10.0	3.9	1.3

出所：World Bank

図１・１　高齢化する世界



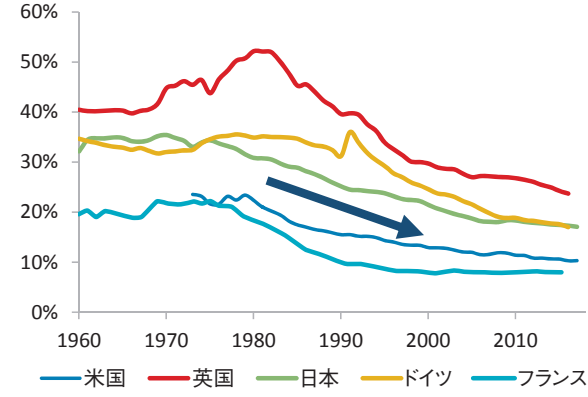
出所：UN Population Statistics

4　経済効果は目覚ましかった

1990年代はじめから現在までの約30年の間は、世界経済にとって驚くほど素晴らしいものであった（第3章）。このようなポジティブな労働力の供給ショックの必然的帰結は労働者の交渉力が弱体化することである。特に先進国においては、資本や企業の利益、そして経営者や熟練労働者に対する報酬に比較して、未熟練労働者と半熟練労働者の実質賃金が下落し、彼らの経済的地位が相対的に低下してきた。

労働者の交渉力低下の結果でもあり、またさらなる交渉力低下の原因ともなったのは、民間部門における労働組合の加入者数の減少傾向である。これは、ほとんどの先進国に共通した現象である。図1・2は主要先進国における労働組合加入者数の減少を示している。

図１・２　労働組合の加入者数は過去数十年にわたって減少し続けている

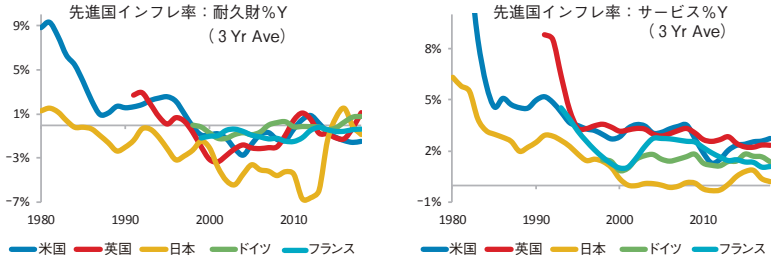


出所：OECD

したがって、デフレ圧力が強く働いてきたことはまったく驚くべきことではない。過去28年間において、ほとんどの先進国における耐久財の価格は規則正しく低下傾向にあった。もっとも、その傾向は最近では少し弱まってきている。それに比較して、先進国市場経済におけるサービス価格のインフレ率は、１９８０年代はじめに急速に低下した後、１９９０年代からは２％ほどで安定する傾向にあったが、過去数年間は若干低下傾向にあるように見える。Obstfeld（2019）は論文“Global Dimensions of U.S. Monetary policy”の中で、われわれの図１・３と同様の図を掲載している。

これらのデフレ圧力はとても強力だったため、１９９０年以降数十年にわたってインフレ率はほとんどの中央銀行のインフレ目標である２％近辺を下回り続けた。平和時における最大かつ継続的な公的部門における負債比率の上昇（ただしドイツを除く、表１・３＆図１・４参照）をもたらした大規模な金融緩和政策と財政拡大政策ですら世界経済にリフレをもたらすことはなかった。

図１・３　先進国のインフレ：耐久財とサービス



注：%Y ＝年度ごとの%、3Yr Ave ＝3年間の平均値
出所：Bureau of Labor Statistics、Office for National Statistics、各国政府

表１・３　一般政府債務の対 GDP 比　（%）

	1990	2000	2010	2017
米国	62.0	53.1	95.7	105.2
英国	27.2	37.0	75.6	87.5
ドイツ	41.0	58.9	80.9	63.9
フランス	35.4	58.6	85.1	96.8
日本	64.3	137.9	207.9	237.7
中国	N/A	22.8	33.7	47.0

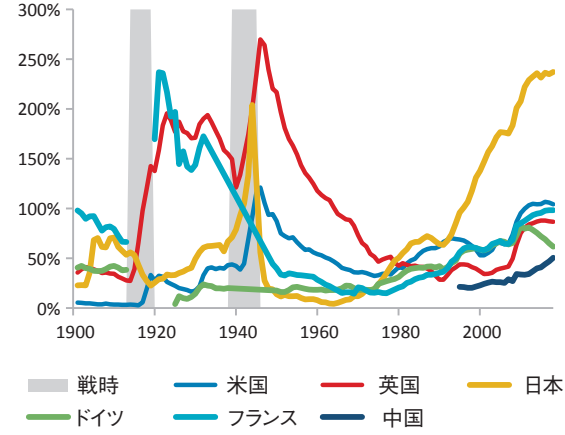
出所：IMF Global Debt Database

金融は人口構成の変化によるいくつかの影響を最も強く受けた。金利は、少なくとも２０１７～２０１８年頃まで着実に低下し続けた（図１・５）。これは、そもそもインフレ率が低かったので、実質金利（インフレ率を調整した金利）の低下を意味した。下落する金利は資産価格の上昇をもたらした。資産価格の上昇は２００８～２００９年の世界金融危機による一時的な中断にもかかわらず継続し、特に株価と住宅価格が上昇した。

５　社会的影響：勝者、敗者、そして不平等

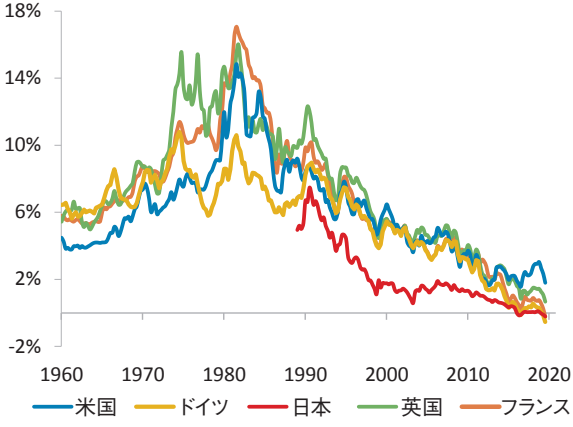
これらの出来事から利益を得た勝者は、先進国の技術的および人的資本の所有者たちと中国、東欧の労働

図１・４　さらに上昇し続ける先進国の公的債務（対 GDP 比）



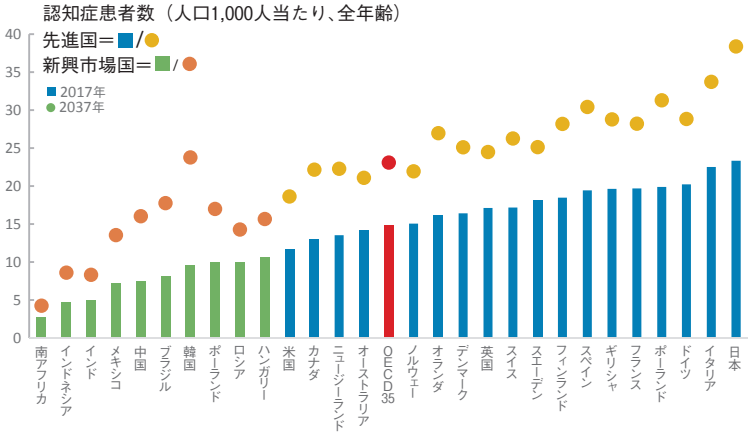
出所：IMF

図１・５　長期国債（10年物）の利回り



出所：Federal Reserve Economic Data

図１・６　認知症患者数は先進国において急速に増加するだろう



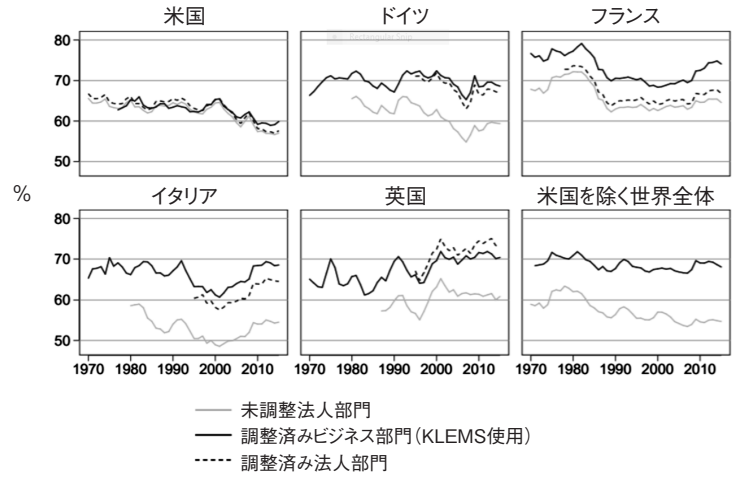
出所：OECD Health Statistics 2017

者の能力を奪うことによって大きな介護コストを発生させる。医学において死に直結するガンや循環器疾患の治療には大きな進歩が見られたが、認知症の治療に関してはほとんど進歩が見られていない。高齢者の介護に関してもほとんど進歩が見られていない。もっとも、高齢者介護は、ロボットや人工知能（ＡＩ）のイノベーションが大きな助けとなることが期待できる分野である。もちろん、これらの状況は変化するかもしれない。政府が医学分野の研究資金を精神的衰弱の治療へと重点を移すことはほぼ確実である。しかし、今現在、過去のトレンドを未来に延長して予想するならば、医療費、ケアホーム、そして介護者に関する見通しは懸念される。増加し続ける依存人口比率の財政的意味合いは厳しく危うい（図１・６）。

３　減速するグローバル化

過去にグローバル化が依存人口比率の低下を勢いづけた時とは逆に、グローバル化の減速は社会の高

図1・7　先進国における所得の労働分配率

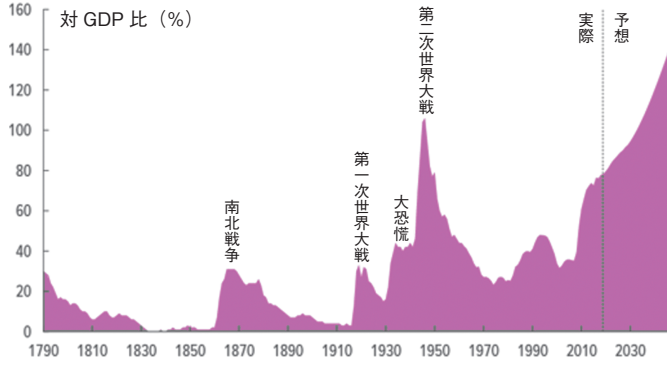


出所：Bank of England Staff Working Paper No. 811

にアフリカにおいてはそうではない。これらの地域においては、利用できる労働人口の大規模な増加が見られる。すると、ちょうど過去30年に生産拠点が欧米諸国から中国へ移ったように、同じような生産拠点の移動がインド亜大陸、そして特にアフリカで起こるであろうか？　今後数十年にわたり、ナイジェリアやコンゴ共和国での労働人口の増加率は驚くほど高くなる。だから、これらの貧困国から米国、欧州、そしてアジアの先進国へと大量の移民が移動する可能

1　企業の労働分配率は過去数十年一定して減少傾向にあったと一般に受け入れられているが（Schwellnus et al.［2018］、IMF［2017］参照）、Gutiérrez and Piton（2019）は欧州の主要4カ国（フランス、ドイツ、イタリア、英国）に関してはそうではないと述べている。彼らは、明確な低下傾向が見られる米国とは異なり、適切な統計的な調整をした後では労働分配率はおおよそ一定であったと主張している。

図１・８　米国の政府債務残高は新型コロナ感染症拡大以前にすでに急激に上昇すると予想されていた



高く上昇する政府債務は国民貯蓄と国民所得を減少させ、政府の金利支払いを増大させ、予期されぬ出来事に対する議会の対応能力を低下させ、財政危機の可能性を高くする。

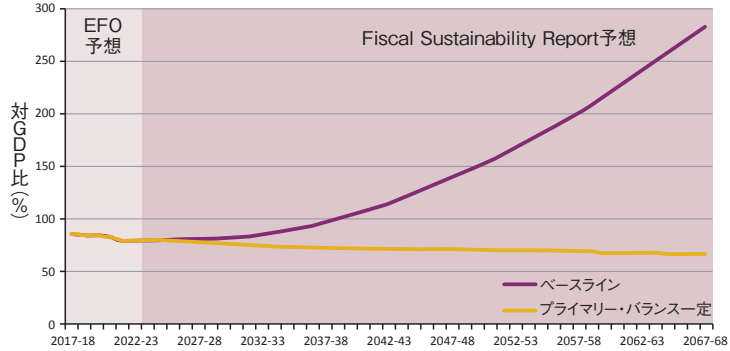
注：延長されたベースラインは、CBO の2029年までの10年ベースライン財政予想に基づいており、その後の2049年までの長期のベースライン財政予想も同じ概念に基づいており、一般に現在の法律を反映している。
出所：Congressional Budget Office

政策に頼ることになっていただろう。しかし、そうすれば公的部門の債務比率は平和時における過去のどの時代よりも急速に上昇していただろうし、医療保険や年金に関連する財政支出の見通しは予想される将来の財政状況を懸念させるほどの規模になっていたことだろう（図１・８および図１・９参照）。

そして、われわれが正しければ、将来のインフレ圧力は金利を上昇させ財政問題をさらに悪化させることになる。

事実上、われわれは債務の罠に落ち込んでいるのである。債務比率は非常に高く、特に経済成長が鈍化している時に金利が上昇すれば、無防備の債務者は維持不可能な状態に駆り立てられることになる。金融当局が金利を急激に引き上げれば、すべてを悪化させる次の不況を引き起こす危険を冒かすことになる。そのため、金利を引き上げることはできない。しかし、金利を低いままに維持すれば、過剰な流動性の供給

図１・９　英国の政府債務残高予想

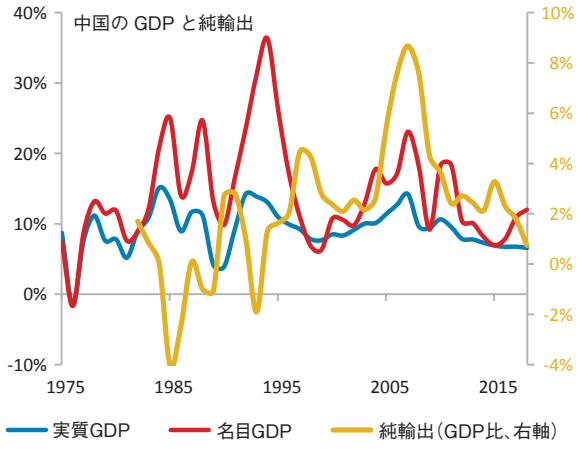


出所：The Office for Budget Responsibility

と十分すぎる緩和状態を続けることで、債務比率のさらなる上昇を招くことになる。

したがって、不可避的な問いは、いかにしてこの債務の罠から脱出できるか、である。第12章で、われわれは債務の罠から脱出するさまざまなメカニズムについて議論する。特に取り上げるのは、成長、予期せざるインフレ、債務不履行、債務免除、債務再構成、そしてデット・ファイナンスからエクイティ・ファイナンスへの移行などである。本書では、成長以外の選択肢にはすべて問題があることを示す。とはいえ成長も、最善であっても低迷が予想される。もちろん、生産性を向上させることが望ましいが、残念ながら世界金融危機以来、成長は低調であった。その理由はよくわかっていない。生産性を簡単に向上できる有効な構造的な供給サイド政策が存在するという考えは、悲しいかな、空想にすぎない。もしロボット、ＡＩ、その他のテクノロジーの天才が一人当たり生産性向上に貢献できるのであれば、それは大いに結構なことである。だが、イノベーションによって世界から仕事が消えてなくなるという懸念には根拠がない。高齢者を介護する仕事は十二分にあるだ

図２・１　改革と輸出が成長の持続的上昇をもたらした



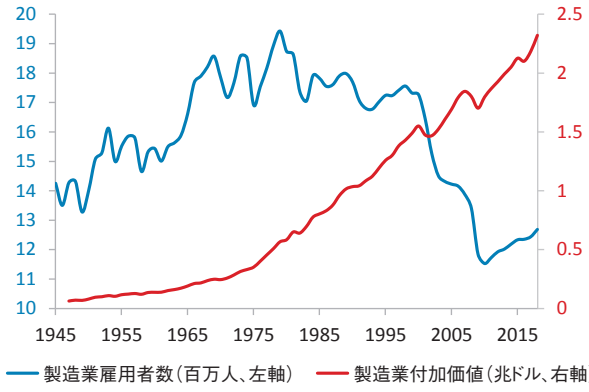
出所：IMF

は１９７８年から２０００年にかけて劇的に増大したが、その増大のほとんどは１９８０年代ではなく１９９０年代に生じている。

中国国内へ向かう直接投資（ＦＤＩ）は、これと同じパターンを示している。中国経済が開放されて10年以上過ぎた１９９０年には直接投資は50億ドルにすぎなかった。しかし、１９９０年代後半には５００億ドルに到達しようとしていた。直接投資が再び減速したのは同年代の最後の数年であったにすぎない。

１９９０年代末の中国経済は、現在置かれている状況に不気味なほど似ていた。現在と同じように、当時、中国経済の改革は活力を失いつつあったように見えた。成長は継続的に減速しており、それでさえ過大に見積もられていると総じて見られていた。国有企業は非効率で在庫は高く積み上がっていた。そして今と同じように、拡大する米国の貿易赤字は中国の重商主義の証拠だとする見方が広く行き渡っていた。少なくとも、中国が外

図２・２　驚くべき急激な米国製造業の雇用減少



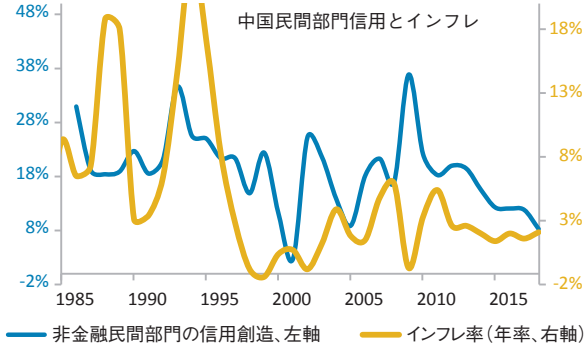
出所：Bureau of Economic Analysis

業の雇用減少にもかかわらず製造業の付加価値が増加し続けたことは、米国企業の国境を越えた生産と雇用の再配分によって実現された。一方、欧州は最恵国待遇をもっと早くから中国に与えていたが、中国がＷＴＯに加盟した後には米国のような製造業の急激な雇用減少は起こらなかった。おそらくそれは、欧州から中国への製造業の雇用移転がそれ以前からゆっくりと進展していたためだろう。

要するに、中国はＷＴＯ加盟により非対称的に利益を得たということである。同時に、最恵国待遇に基づく米国市場への参入は、それ以前には見られなかった速度で米国製造業の衰退をもたらした。これらはともに、中国の労働力が急速にグローバル資本と国際貿易に統合されていったという結論につながるものである。それは、世界経済に恩恵をもたらしていた人口構成の追い風をさらに強めるものであった。

第三の出来事は、世界金融危機に対する中国の対応である。中国による世界金融危機発生への積極的な対応は、世界経済が崩壊を回避できた大きな要因となっ

図２・３　1990年代初期と世界金融危機後の中国の信用創造拡大

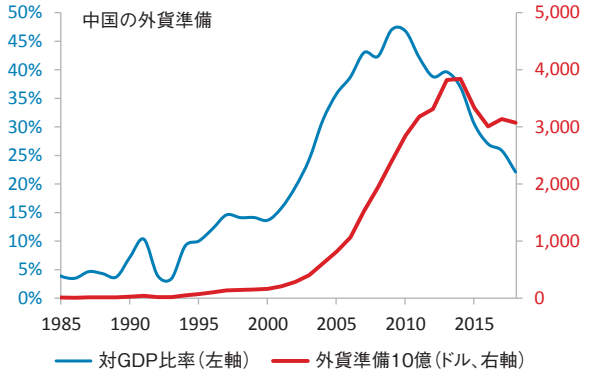


出所：Bank of International Settlements, IMF

た。図２・３は、中国による信用創造が世界金融危機後に35％も急増したことを示している。そのような大きな規模の政策刺激は、当然、世界経済の成長、農業・鉱業製品の価格、新興市場経済を支えた。その後、中国や新興国は危機以前の成長トレンドを回復しただけでなく、さらに加速していった。こうした中国と新興国の経済は、先進国に代わる世界経済の原動力とみなされた。２００７年から２０１２年において、それは数字の上でも経済的にも真実であった。新興市場経済が世界経済の成長を牽引していたのである。

しかし、２０１２年は中国の人口構成の世界経済への貢献が終焉する始まりの年となった。維持不可能な信用創造の拡大は、通常、未来からの借金とみなされる。中国の信用創造の拡大はスローダウンしたが、さらに数年は拡大が続く可能性もあった。２０１４年から２０１５年にかけて、中国の製造業と不動産部門は大きな下落を経験した。新興市場と世界製造業の減速と並行して生じた中国経済の減速は、２０１５年における１バーレル当たり１５０ドルから27ドルへの原油価格の急落と世界貿易の大幅な縮小の一因

図２・４　資本流入が国境で相殺されたことによって外貨準備が急増した



出所：IMF

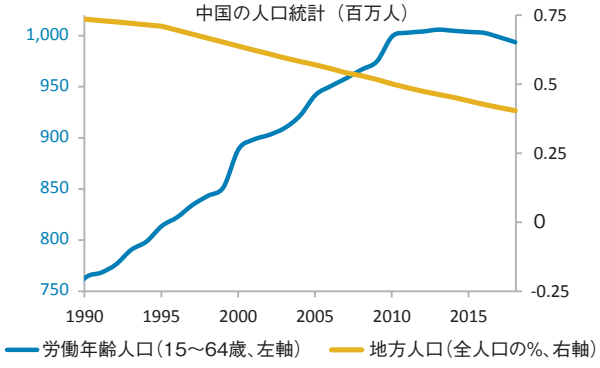
公式データによれば、ＧＤＰの18％近くに及ぶ大規模な為替介入を行ったと推定され、中央銀行が保有する外貨準備は巨額に膨れ上がった。そのような継続的な為替介入は、為替レートを中国の輸出が有利な水準で維持することを可能にした。その結果、貿易収支（輸出－輸入）は急速に増大した（図２・４）。

第二に、家計は国内で金融抑圧（人為的低金利政策）に直面し、その貯蓄は銀行や国有企業に事実上、移転されていった。家計に対するこのような暗黙の課税は国有企業の成長を支援するために行われた。

中国はどのようにしてこれを可能にしたのか？　中国の金利市場は、資本規制によって事実上世界から隔離されている。国内では、中国人民銀行によって民間銀行（その多くが国有銀行によって支配されている）が貸し借りできる金利がコントロールされている。今でも、中国人民銀行は国内の信用の流れをコントロールしている。

金利は成長率とインフレ率をかなり下回るように設定されていた。１９９０年から２０１０年にかけて、経済成長率は平均して約10％ほどであったが、インフレ調整

図２・５　中国の労働年齢人口は減少、都市部の人口は全人口の60％に到達している



出所：National Bureau of Statistics

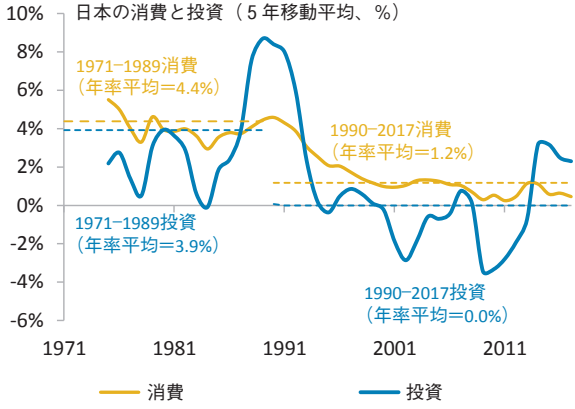
いさらに減少する可能性がある。

中国の労働年齢人口は、急速な高齢化を反映して縮小している（図２・５）。今まで限りのないように思われた労働力を工業地帯へ供給してきた中国国内の人口移動も「ルイスの転換点（Lewis turning point）」に到達した。ルイスの転換点とは、地方の余剰労働力が人口移動を通じて生み出す純経済的便益が消滅する転換点のことである（後でさらに詳しく説明する）。

資本に関しては、グローバルな製造業のサプライチェーンに関連した部門での急速な資本蓄積の段階はすでに終わっている。２０１４年から２０１５年にかけて起こった製造業部門と不動産部門の急速な落ち込みの後には、さらなる資本蓄積ではなく整理統合と規模の縮小が続いた。

グローバルに見れば、中国における人口構成の逆転は社会的潮流がグローバル化とは相反する方向に変わりつつあるタイミングで起こっている。それは、グローバルなインセンティブがもはや中国への持続的な物的資本の流入と一致しなくなったことを意味する。中

図２・６　日本と同じように、中国は数字上のリバランスを経験するだろう



出所：IMF

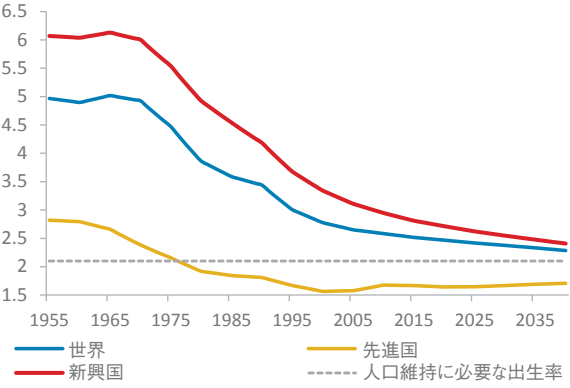
労働を製造業からサービスへ再配分することで製造業の生産性を向上させた（図２・６）。

日本と中国の両国で共通するのは、労働市場が経済的なショックを和らげる機能を果たすことはできないという点である。日本では長期にわたる文化的規範がその理由であり、中国では社会的安定がその理由である。その結果、経済の他の部門がその分、大きな調整の負担を背負わなければならなくなる。

日本の教訓は中国に応用できるか？

中国は日本とは事情が明らかに異なる。とりわけ、経済発展の段階は日本よりも前の段階にある。それは中国が国内に多くの非効率性を抱えていること、中国には経済改革を通じて生産性を向上させる余地があることを意味する。それは開発途上国が先進国に追いつく道である。しかし、労働市場の迅速な調整ができないために、両国の変化の性格は似たようなものになる。消費主導の成長は望み薄だが、経済の投資サイドは多くの人々が考えているよりも良い結果をもたらすだろう。債務は解消過程で重荷となるが（われわれが以下

図３・１　出生率（女性一人当たりの子供数）は先進国ではすでに下落、新興国でも急速に低下している

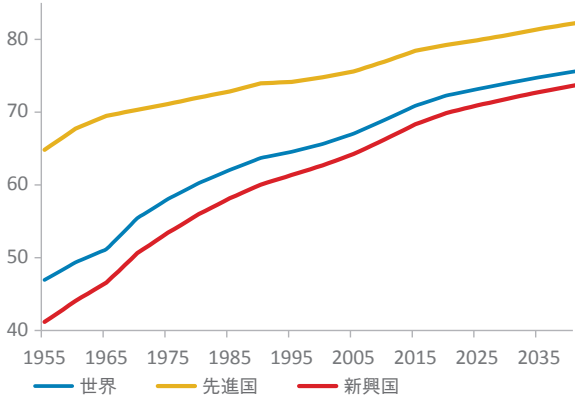


あり、その比率の上昇はほとんどの先進国および多くの主要な新興国において（特にドイツと中国で）これから加速することが予想されている（図３・３）。１９７０年から２００５年にかけて急速に増大した世界の労働人口は今後減少していくことになる。先進国と北アジアにおいては、労働人口に対する高齢者の比率が大きく増加するのと同時に、労働人口は明確に減少していく。

１９８０年代以来多くの先進国では出生率が人口持続可能な水準以下で安定しており、上がってこない（図３・１）。他方、平均寿命は上昇し続けている（図３・２）。その結果、退職するベビーブーム世代はより長生きすることになるが、先進国では高齢者の急増を相殺するのに十分な出生数の増加はない。

新興国の平均寿命は急速に先進国の平均寿命に追いついてきている（韓国のような国ではすでに追いついている）。しかし、出生率については各国の間に大きなばらつきがある。中国、韓国、そしてロシアの出生率は今では先進国と同水準にある。それとは対照的に、

図３・２　平均寿命（年数）は世界的に上昇



注：先進国は高所得国を含む、新興国は中・低所得国を含む

図３・３　依存人口比率が上昇する先進国とさまざまな状態の新興国

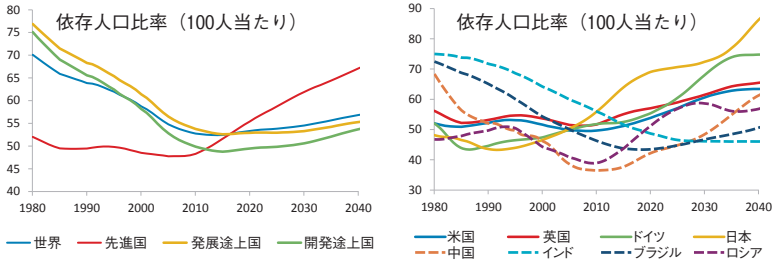
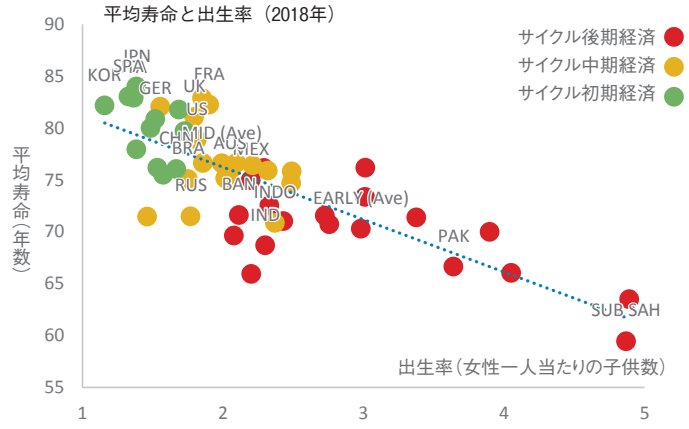


図３・４　平均寿命（年数）と人口ボーナスの地理的な分布



出所：世界銀行

これらの国々の間の出生率と平均寿命の組み合わせの違いによって、四つの分類を説明することができる。高い出生率と低い平均寿命の国は、まだ人口ボーナスを享受していないグループに属する。世界的なトレンドにしたがって、予想通りに出生率が低下し平均寿命が上昇するにつれて、将来人口ボーナスを生み出すことになるだろう。それとは対照的に、出生率が急落しそのまま低水準でとどまり平均寿命も世界の頂点に向けて上昇していく国は、すでに人口ボーナスが終了したグループに属する（図３・４）。

一見、このように分類された国々はかなり広範に分布しているように見える。そうであれば、世界的な人口構成の展望は将来有望であるように思われるかもしれない。しかし、現実には、２０４０年の世界人口増加率は、先進国、あるいは、われわれの分類でいうところの新興国よりも高くなるであろう。なぜならば、国際連合（ＵＮ）によって予想されている人口増加率がもっと高いアフリカを中心とした後発開発途上国の国々が存在するからである。

図３・５　人口構成サイクルのグループ別依存人口比率

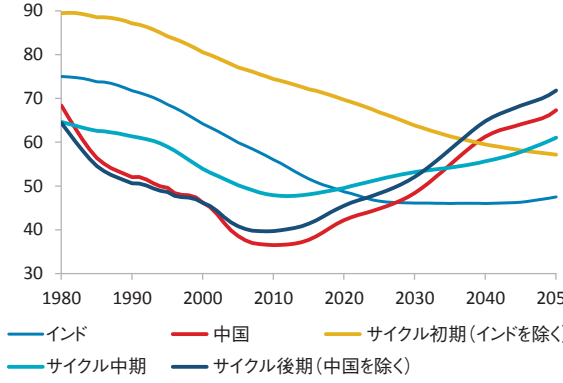


図３・６　人口構成サイクルのグループ別 GDP

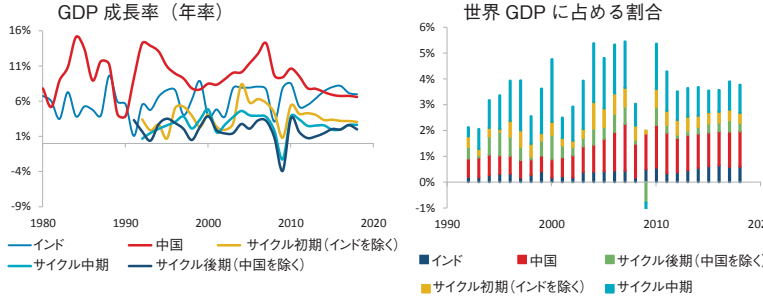


図３・７　労働参加率（対人口比％）は先進国の55～64歳の年齢グループですでに急上昇している

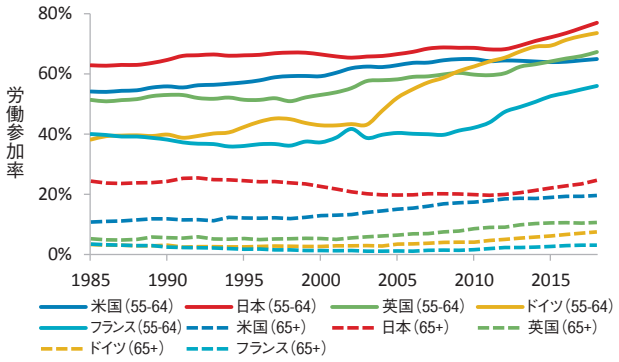


図３・８　年金支給率と労働参加率には負の相関関係がある

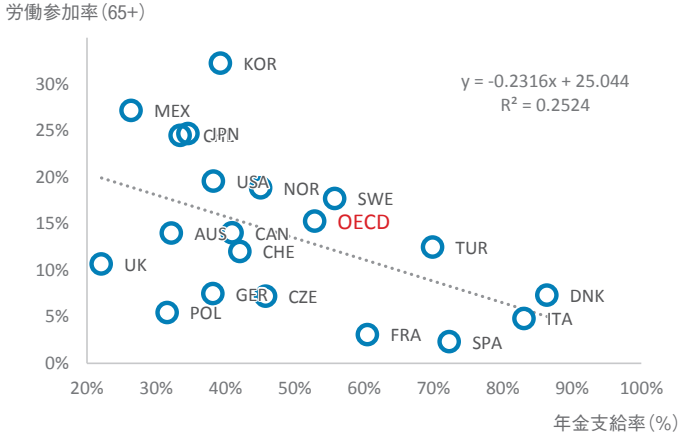
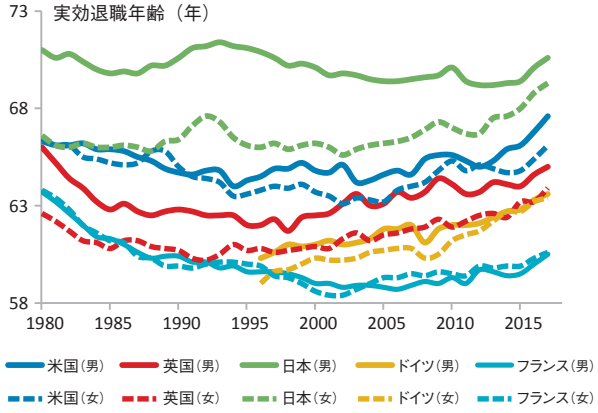


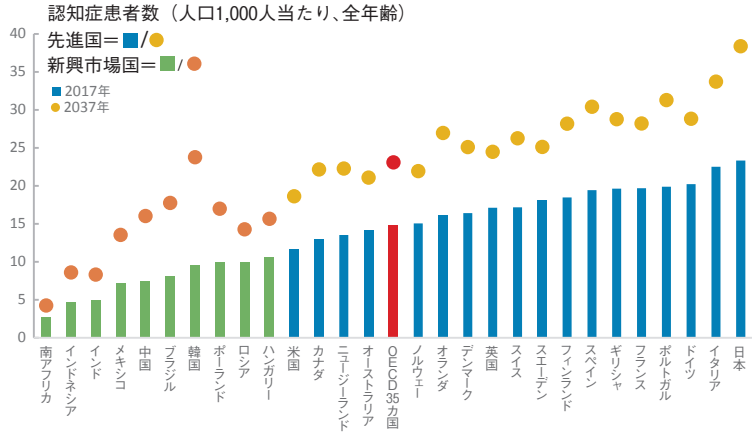
図３・９　実効退職年齢の上昇は平均寿命の上昇より小さい



か？　さらに、退職後の快適な生活は世代間の公正および公平の問題として見られている。最後に、通常、高齢者は若者よりも投票する傾向が強い。高齢者が正当な報酬とみなしている利益を彼らから奪うことは政治的リスクが大きい。ロシアの政治システムを支配しているプーチン大統領でさえ、年金給付を抑制するプランを撤回せざるをえなかった（BBC News, ２０１８年８月29日）。また、高齢者の労働参加率を引き上げる労働市場改革に対する激しい反発については、Börsch-Supan et.al.（2014）を参照するとよい。さらに、２０１９年末にフランスの退職・年金制度改革に際してマクロン大統領が直面した困難を思い出すとよい。

　多くの国には定年退職年齢を引き上げるプランがある。そのうちいくつかでは、例えばブラジルの公務員のように長い間必要とされながら滞っているケースもある。しかし、低下する（可能性のある）生産性と、（すぐに70歳以上になる）65歳以上の人々に対して定期就労するよう求める圧力が生み出す政治的な反発と

図４・１　平均寿命が長くなると認知症の負担が増大することになる



出所：OECD Health Statistics 2017

いるが、脳損傷の修復の成功度合いははかばかしくなく、そのギャップはより広がっている。ところが、神経変性疾患の研究・資金は、ガン単独の研究・資金と比べてもはるかに少ない。先に挙げたＷＡＲ（2018, p.4）の序文には次のように書かれている。

全般的に、この報告書は、認知症の研究支出を増加させる提案がどの程度適切であるかを明確にすることを目的としている。そして、実際、それはまったく妥当なのである。認知症を発症する人々の数（それは3秒に1人）に比較して、認知症研究に費やされる金額はわずかでしかない。第一に、十分に独創的な研究が少ない。神経変性疾患の論文数とガン研究の論文数の比率は、驚くべきことに1：12である。同時に、認知症を研究する研究者の数が全然足りない。その理由は沢山あるが、最後に大きなブレークスルーがあった時から40年も経過していることを考えれば、驚くべきことではない。

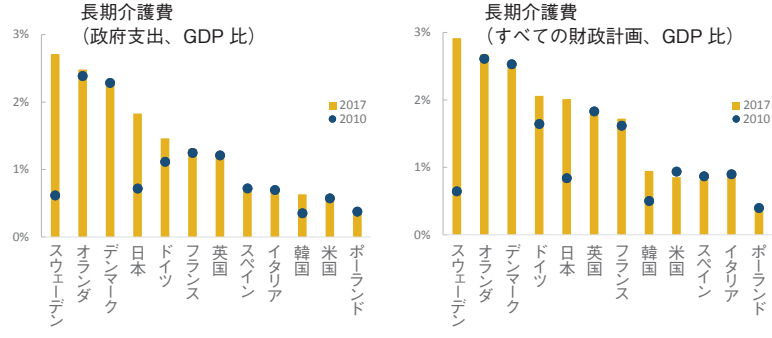
表４・４　認知症のコスト

国	認知症患者数（百万）	コスト（10億ドル）	一人当たり（ドル）
G７	12.9	508.7	3,943
その他の G20	24.6	245.5	998
その他の世界	9.3	63.6	683
世界	46.8	817.9	

表４・５　認知症サブ・カテゴリーのコスト（2010年と2015年の所得水準別）

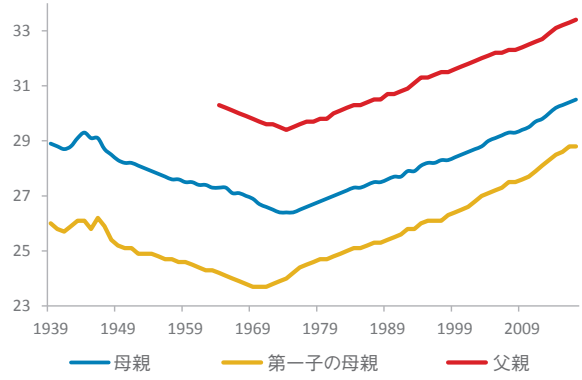
	直接的な医療コスト		直接的な社会介護コスト		インフォーマルケアのコスト	
	US＄（10億）	%	US＄（10億）	%	US＄（10億）	%
2015（WAR2015）						
低所得国	0.2	20.4	0.1	10.4	0.8	69.2
低中所得国	3.7	23.9	2.0	13.2	9.6	62.9
高中所得国	19.3	22.	17.7	20.5	49.3	57.1
高所得国	136.0	19.0	308.1	43.1	271.1	37.9
合計	159.2	19.5	327.9	40.1	330.8	40.4

図４・２　長期的介護のための公的支出額は豊かな国々の間で異なる



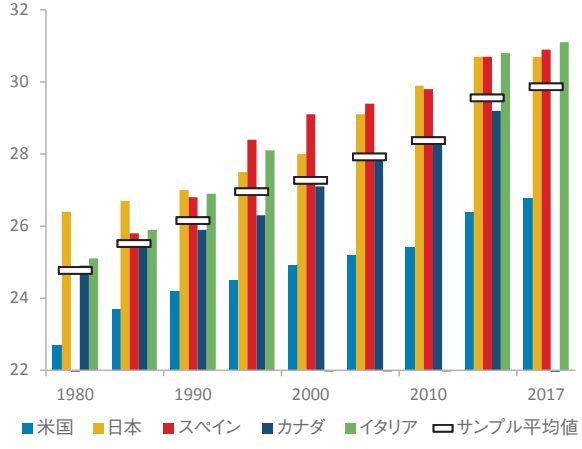
出所：OECD

図４・３　子供が生まれた時の両親の平均年齢（英国）



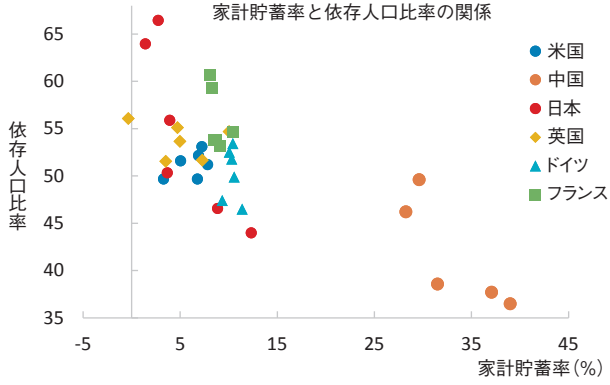
出所：Office of National Statistics

図４・４　第一子の誕生時における女性の平均年齢



出所：OECD

図５・１　依存人口比率が上昇するにつれて家計貯蓄率は減少する



注：目印は1995、2000、2005、2010、2017年のデータ・ポイントを示す
出所：OECD

が将来の退職後の生活のために貯蓄したことである。もう一つは、高齢だが裕福になってきたアジア（特に、中国）の労働者が不備な社会的セーフティネットのもとで老後の生活のために貯蓄したことである。しかし、家計貯蓄率が高かったベビーブーム世代が退職し、（貯蓄する）労働者に対する（金を使って貯蓄を減らす）高齢者の比率が上昇するのに伴い、家計の貯蓄率は減少し始めた。家計貯蓄率と依存人口比率の関係を描いてみた。それによると、依存人口比率が悪化（すなわち、上昇）するのに伴い、家計貯蓄率が下落していることがわかる（図５・１）。

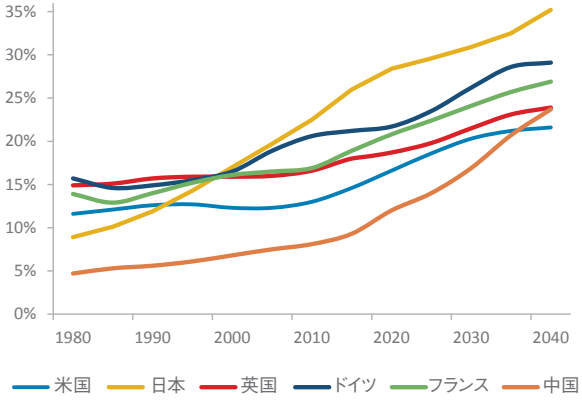
依存人口比率が一定の安定した状態では、家計貯蓄率は成長率の増加関数である。なぜならば、老後の生活のために貯蓄する労働者は、貯蓄を崩す退職者よりも多くの所得を貯蓄に向けるからである。しかし、依存人口比率は今後数十年にわたって上昇し、成長率は低下することになる。家計貯蓄は今後も高い水準で維持され、実質金利、総需要は低レベルで推移すると議論する人々（長期停滞論派）の多くは次の二つの仮定

表５・１　主要６カ国における65歳以上の人口

	中国	フランス	ドイツ	日本	英国	米国
1990	66,260,464	7,953,776	11,784,388	14,776,819	8,997,978	31,837,211
2000	87,910,417	9,476,271	13,421,569	21,659,273	9,364,766	34,745,496
2010	110,523,965	10,596,478	16,612,172	28,919,547	10,515,123	40,115,166
2020	172,262,174	13,546,510	18,170,597	35,915,865	12,663,012	55,048,806
2030	238,692,673	15,721,999	21,232,513	36,371,963	14,767,610	69,676,851
2040	313,675,347	17,017,206	22,081,244	37,407,235	16,013,250	73,864,807
2050	306,142,560	16,773,107	20,827,136	35,869,447	16,447,864	74,265,283

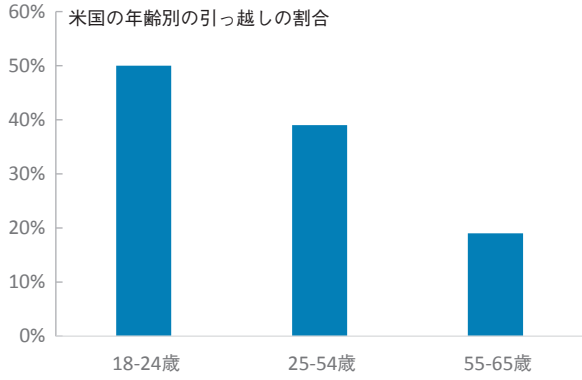
出所：UN Population Statistics

図５・２　65歳以上の人口比率



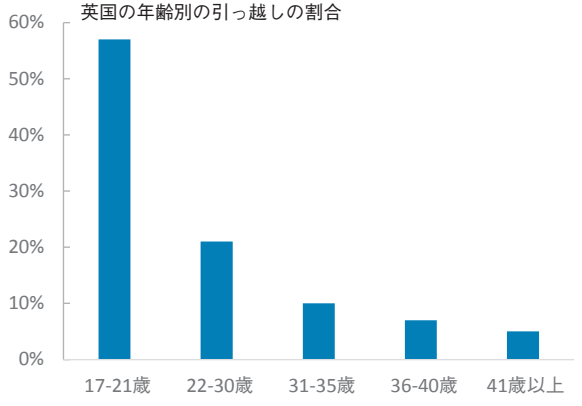
出所：UN Population Statistics

図５・３　米国では、高齢者ほど引っ越しの頻度が低下する



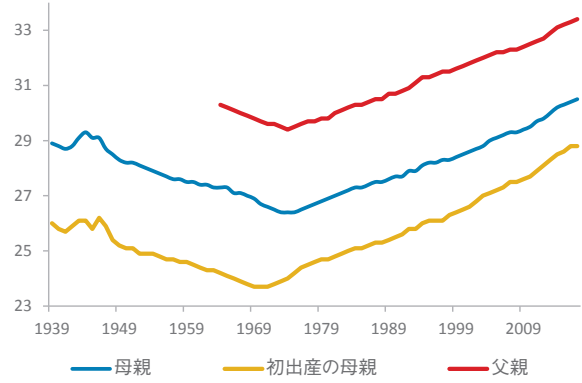
出所：Hernandez-Murillo et al.（2011）

図５・４　英国でも、高齢者ほど引っ越しの頻度が低下する



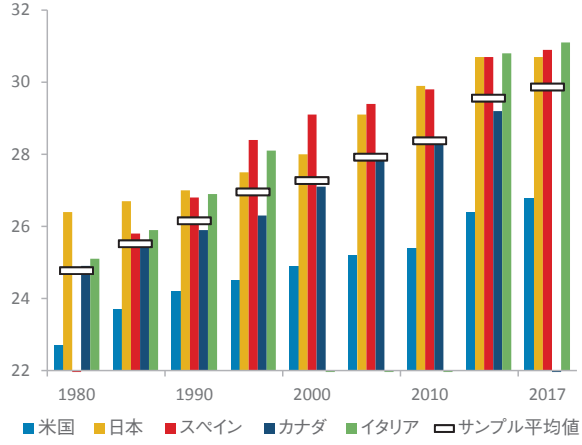
出所：Meen（2005）

図５・５　出産時の親の平均年齢（英国）



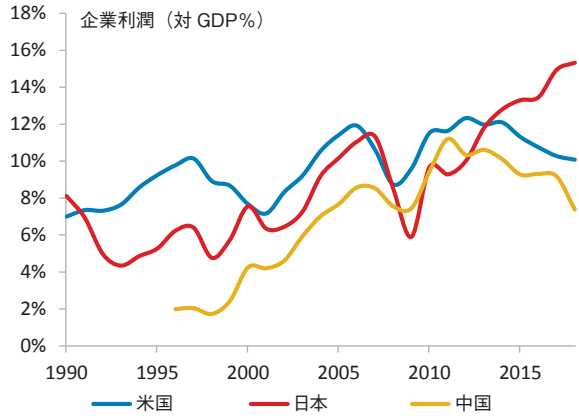
出所：Office of National Statistics

図５・６　初出産した女性の平均年齢は先進国において軒並み上昇してきた



出所：OECD

図５・７　GDP における企業利益の割合は、特に世界金融危機以降、上昇し続けている



出所：Bureau of Labor Statistics, China Ministry of Finance

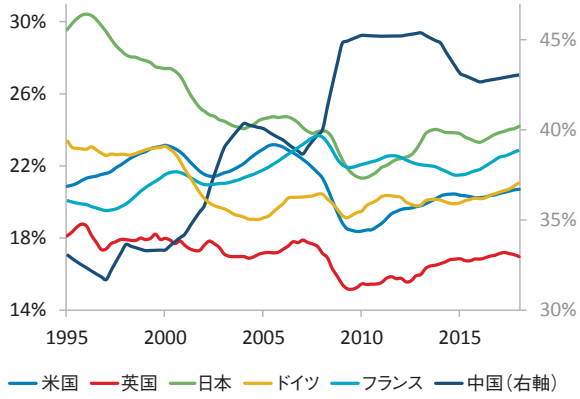
進国において投資比率は停滞したままであった。ただし、中国の投資比率は高い水準を維持した（図５・８）。

その結果、過去数十年にわたって、いくつかの欧米先進国において非金融企業部門は黒字を継続している。主な例外は、高い水準の投資を借金によって維持し続けた中国である（図５・９）。

したがって、重要な問いは次のようになる。すなわち、最近の良好な環境にもかかわらず、なぜ

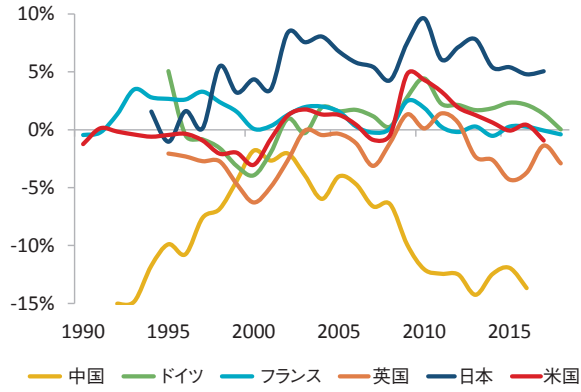
4　より短い期間においても、消費を平準化するために主に家計によって借金または貯蓄がなされているという理論は実証的に十分に支持されていない。したがって、Hundtofte et al.（2019）は、概して人々は失業のような一時的な負の所得ショックを経験した時に、消費を平準化するために借金を利用しているわけではないと述べている。その代わりに、人々は消費を調整して、クレジットカードの負債や当座貸越を平準化している。その結果、クレジット需要は正循環的であり景気循環を増幅することになる。

図５・８　総固定資本形成（対 GDP 比）は先進国では停滞、しかし中国では高水準



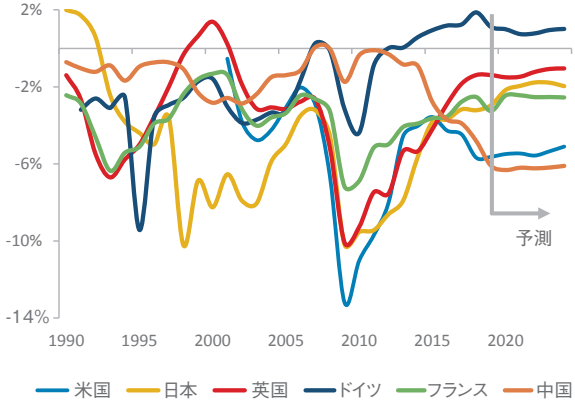
出所：IMF

図５・９　企業部門の純貯蓄（対 GDP 比）は赤字に向けて動いていく



出所：OECD

図５・10　一般政府財政（対 GD 比）は継続的に赤字である

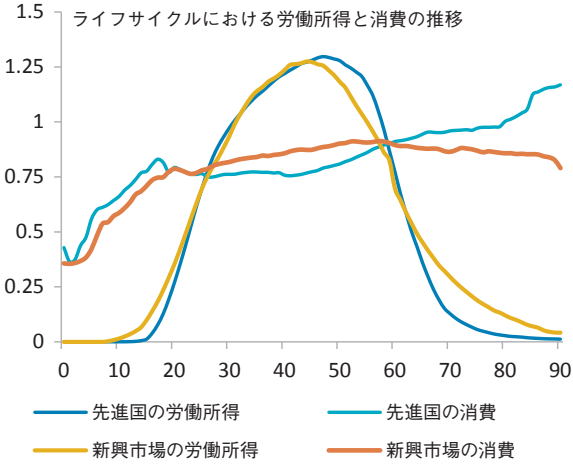


出所：IMF

なかった。歴史的には過去20年間、一定規模の赤字が継続された（図５・10参照）のは戦時にのみ見られた現象であり、緊縮財政による持続的な黒字と（予期されぬ）インフレの両方の組み合わせが求められる場合が多かった。世界金融危機後の平時における財政赤字と公的債務の規模と水準は未曽有の出来事である。さらに悪いことに、米国の議会予算局と英国の予算責任局の長期予想が示しているように、現在の所得と高齢者支援のトレンドを延長してみると、第１章の図１・８、１・９で示したように債務比率が指数関数的に上昇していく可能性が高い。この問題については第13章でさらに議論する。特に、この上昇は高齢者の現在の健康保険と年金制度のもとでのコスト増大によるものである。ある意味において、そのようなコストが現在は著しく過小評価されている。高齢者における認知症の急増や他の病的疾患に関連している事柄であるが、その課題については第４章ですでに議論したとおりである。

この憂慮すべき事情に対して、財務相（ポピュリ

図６・１　ライフサイクルを通じて消費は上昇している

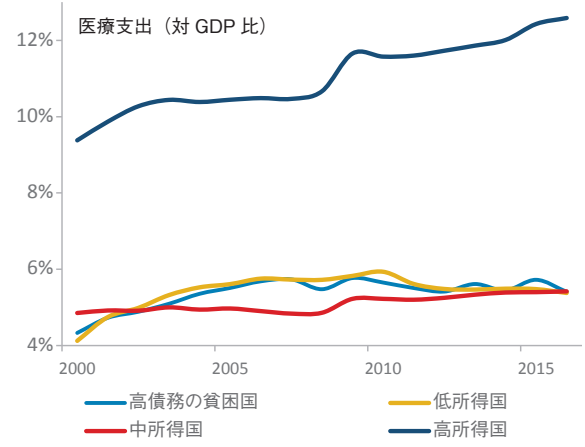


出所：National Transfer Accounts

これには二つの理由があると考えられる。第一に、高齢者の支出の中で医療費が大きな割合を占めていることである。特に、人生の最終段階においてその傾向が顕著である（図６・１は先進国において人生末期の消費が急上昇していることを示している）。医療の多くは公的部門（英国では国民健康保険、米国ではメディケイドとメディケア）によって無料で提供されている。第二に、医療費を払えない高齢者が貧困に落ち込むのを防ぐために、ほとんどの先進国にはセーフティネットが存在する（French et al.［2019］を参照）。

われわれの政治経済に関する重要な仮定は、平均寿命の上昇に比例して貯蓄が増大するのを防ぐ社会的セーフティネットが存在し続けるということである。セーフティネットによる保障が縮小することはあっても、年金と健康保険のセーフティネットは多かれ少なかれ今の形のまま存続するであろう。それは個人の貯蓄行動に

図６・２　医療支出は世界的に増加しているが、特に高所得国において顕著である



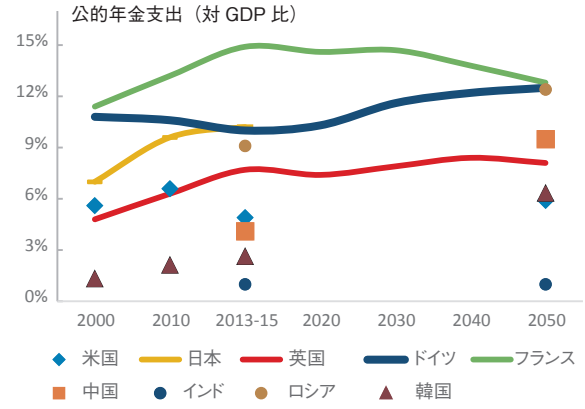
出所：世界銀行

慣習として組み込まれることで、退職後の生活を予定して貯蓄を増やすのを妨げることになる。

するとほとんど必然的に、退職年齢が平均寿命に比例して上昇せず、医療支出はもっと増大していくことになる（図６・２）。先進国の高齢化に伴って、医療支出と公的年金の支出（図６・３）は増大していく。今のところ、退職年齢を上げて労働に参加するように要請することは、若干の退職年齢を遅らせるように強制した少数のケースを除いては成功していない。一方、医学の進歩によって平均寿命はすでに大きく延びたが、高齢化に関する科学が急速に進歩すればさらに延びる可能性がある。その結果、寿命と退職年齢のギャップは寿命が延びるのに並行して拡大していく（図６・４）。

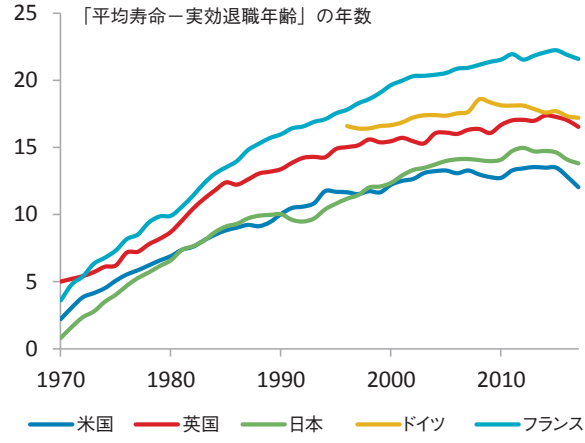
そして中国である。中国に関してはすべてが巨大である。すでに第２章で述べたように、中国の人口構成の動向は際立って注目すべきである。その人口動態の影響を受けた中国の貯蓄と投資の動

図６・３　公的年金支出は増加し続ける



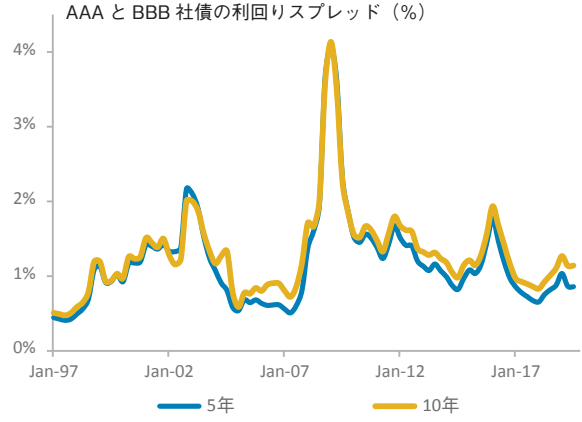
出所：OECD

図６・４「平均寿命－実効退職年齢」は先進国で上昇している



出所：OECD

図６・５　AAA 社債と BBB 社債の間の利回りギャップ



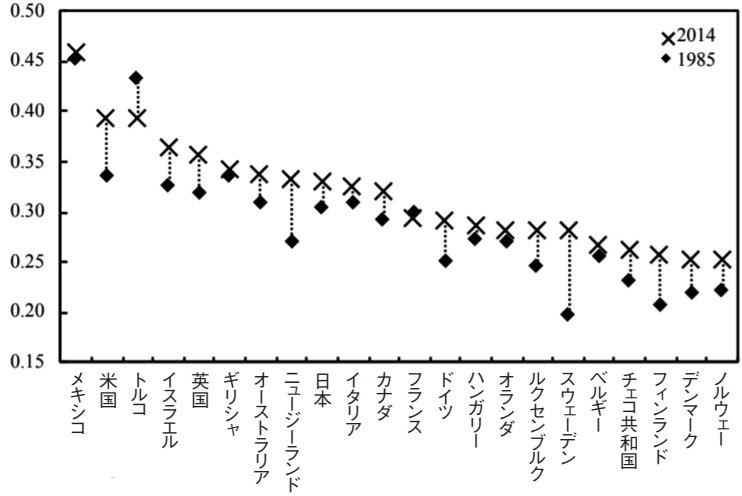
出所：Federal Reserve Economic Data

って投資が妨げられ、しかもマクロ経済を均衡させるために無リスク金利はさらに低下しなければならなかったというものだ。

われわれは、こうした議論に納得してはいない。もし流動性不足の懸念があれば、比較的安全な債券とリスクの高い債券、例えばＡＡＡ債券とＢＢＢ債券の間の利回りギャップが拡大しているはずである。図６・５は、このギャップ（スプレッド）の動きを１９９７年から２０１８年にわたって示したものである。図を見てわかるように、世界金融危機の際にギャップは急速に拡大したが、その後現在の低い水準へと着実に縮小してきた。実際、最近の金融政策の主要な目的と特徴の一つは、人々にもっと高い利回りを目指してリスクをとるように促すことである。この目的が達成されたことは証拠が示している。Rachel and Summers（2019, p.2）も同じ結論に到達している。

無リスク金利に比較して、資本収益率がなぜそれほど高かったのかという問いがまだ残っている。わ

図７・１　OECD 諸国の家計可処分所得に関するジニ係数



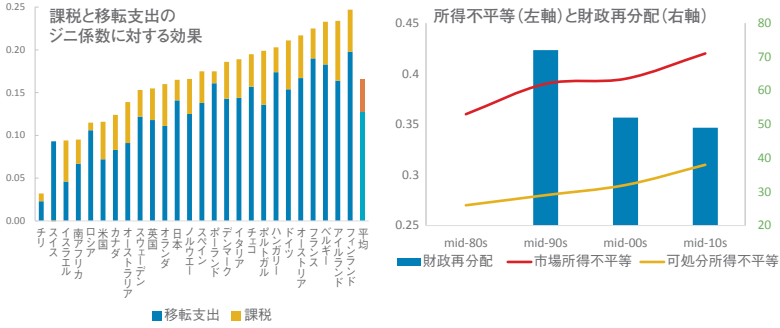
出所：Rachel and Summers（2019）

から、はじめに四つのデータを選択した（しかし、それらはすべて同じ方向のトレンドを示している）。それらは、(i)いくつかのOECD加盟国のジニ係数[3]（図７・１）、(ii)いくつか選択した国の上位10％および上位１％が占める所得の割合（表７・１、表７・２）、(iii)上位10％が占める富の割合（表７・３）、である。これら不平等のデータ・ポイントを米国、中国、ドイツ、英国、フランス、日本、スウェーデン、ブラジル、インド、エジプト、イタリアについて５年間隔で示している。富の不平等データに関しても、米国、中国、英国、フランスの４カ国について示してある。

これらの表は、期間末の時点で、表中の

2　クズネッツはノーベル賞を受賞したハーバード大学の実証経済学者である。グッドハートは1960～1961年にリサーチアシスタントとして彼と一時期一緒に研究したことがある。

図７・２　財政政策の再分配効果は、いまだに大きいが、いくつかの OECD 諸国において減少している

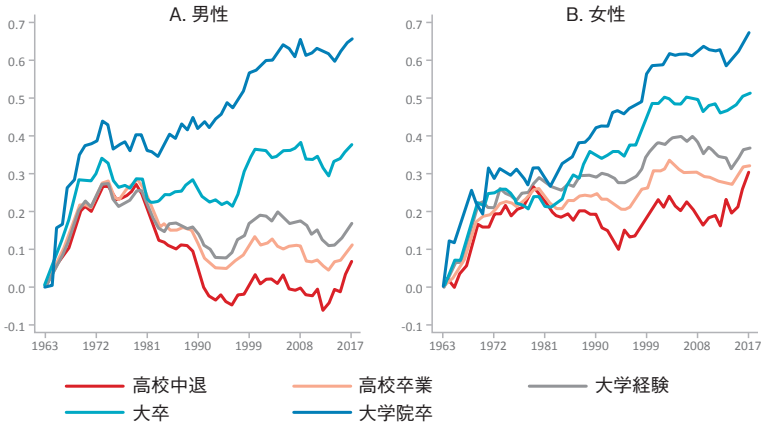


出所：OECD、Income Distribution Data Base、Immervoll and Richardson（2011）

融資本に並んで上昇したことである。対照的に、肉体労働や単純労働の収益率は停滞している。米国のデータは Autor（2019, p.2）から引用したものである（図７・３）。

最貧困層は政策によって保護される一方、人的資本および固定資本の収益率は未熟練および準熟練労働者に対して相対的に暴騰した。これらは、低中間層（例えば、所得分布の20パーセンタイル～70パーセンタイルに位置する所得階層）が最悪の結果を経験した、ということを意味する。これと同じ現象のもう一つの見方は、中間熟練労働者の所得は低熟練労働者と高熟練労働者の両方に比較して相対的に低下したというものである（図７・４）。したがって、人的資本を増大できなかった低中間層の労働者は低熟練職に戻されたということである[4]（Autor [2019, figure 5. p.10] および Borella et al. [2019] 参照）。この事実は米国のデータによって最も明確に示されているが、他の先進国でも同じ状況だったと思われる。

図７・３　労働年齢（18～64歳）の大人の１週間の実質給与の累積変化、1963～2017年



出所：American Economic Association

図７・４　労働年齢人口の職業雇用割合の変化、1980～2016年

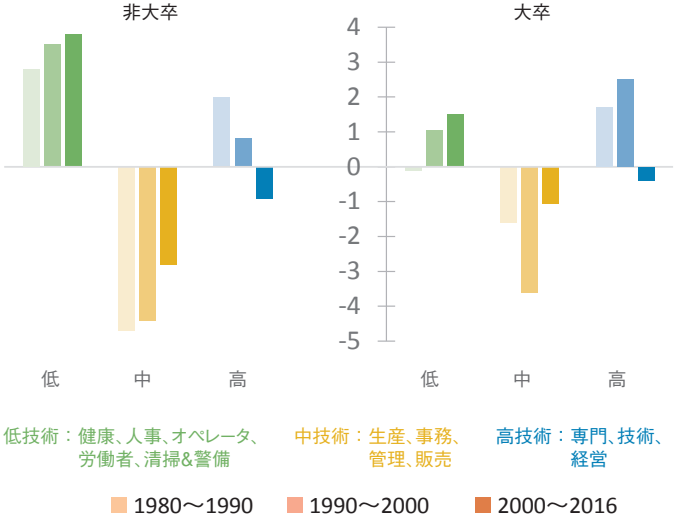
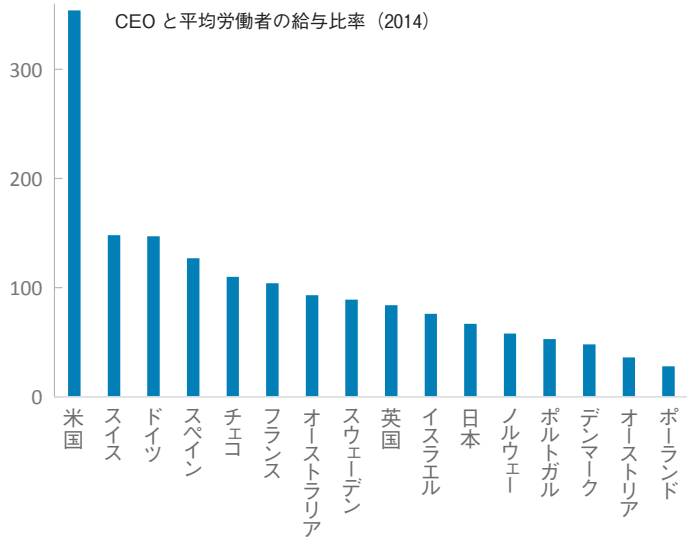


図７・５　世界各国の平均的労働者に対するCEOの報酬比率、2014年

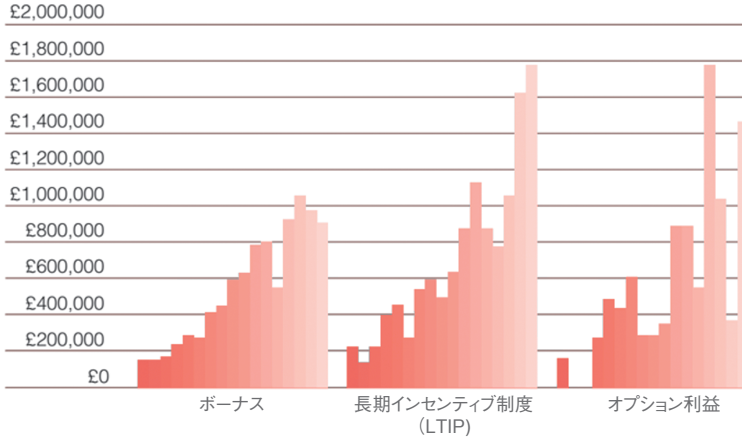


出所：Washington Post, September 25, 2014

動きについての優れた議論を知りたければRodrik（2018）を参考にするとよい。

なぜ、このようなことが起こったのか？　一つの簡単な答えは「移民に対する態度」である。政治家や左派政党の活動家は、総じて理想主義者である。彼らは、国籍、人種、性別、その他の差別なしに人類はみな同胞であるという考え方を支持する。すでに示したように、グローバル化は、各国国内の平等に悪影響を与えたにもかかわらず、実際には世界により大きな平等をもたらしたのである。Desmet et al.（2018）の中で強調されたように、著者たちは「分析結果は完全に自由化された移民は世界の社会厚生を約３倍に増加することを示している」と主張している。さらに、選挙になれば左派政党は移民たちが総じて支持する政党である。したがって左派政党にとって、移

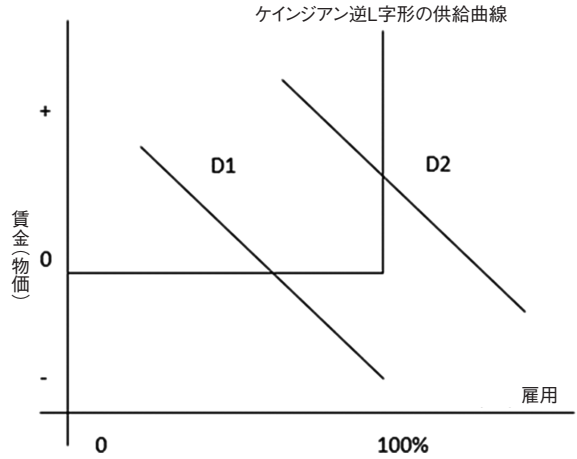
図７・６　FTSE100上場企業の最高経営責任者に対するキャッシュ・インセンティブ中位支払い額の推移、1996～2013年



出所：High Pay Centre

民の国内流入に対して厳しい制限を提案することは非常に難しい。右派政党は、愛国的ナショナリズムと地域文化を守る美徳を強調する。グローバル化が雇用と仕事の海外調達を通じて低中間層により悪影響を及ぼしたと考えがちだが、労働者が実際に自分の目で見るのは移民の流入が国内の経済発展に与えた影響である。移民の流入が国内の労働者に何か有害な影響を与えているかどうかについては経済学者の間で論争が続いているが（例えば、Mayda［2019］は有益な効果を指摘している）、ほんのわずかな個人的な経験でも抽象的な専門家の意見よりも何十倍も価値がある。その上、世論を形成するのは、移民の実際の影響ではなくて、移民の増加がもたらすかもしれないことへの恐怖である。したがって、英国の欧州連合離脱（Brexit）の国民投票では各選挙区の既存の移民の水準と離脱賛成票の間に負の相関関係があったが、最近の移民の増加率と離脱賛成票の間には正の相関関係

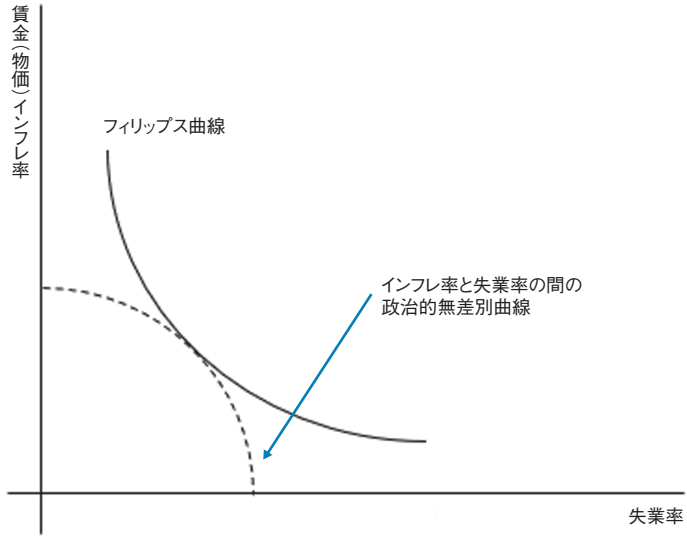
図８・１　ケインジアン逆Ｌ字型の供給曲線



転したＬ字の型をしたもの（下記の例）として考えられていた。すなわち、賃金（物価）は現在の水準で全員が雇用されるまで一定である。ただし、完全雇用が達成された所で、過剰労働需要は高い賃金（価格）に反映されなければならないので、それまで水平だった関係はそのポイントで垂直に変わる（図８・１）。

　このアプローチは、実は見かけほど素朴でも過度に単純化しすぎたものでもない。賃金（物価）は、英国で１８１５～１９１４年の期間ほぼ一定の水準で推移した。一時的な上下の変動は、主に気まぐれな収穫高の動きによるものであり、長期的なトレンドは北米大陸の開拓（食料価格の低下）や金鉱の発見などのグローバルな出来事に左右された。第一次世界大戦が終わると、トレンドは戦時中のインフレではなく再びデフレに戻った。したがって、インフレは主に戦争や政治的な混乱の結果のように見えた。ケインズが『一般理論』を書いていた時の圧倒的な関心事は、インフレを

図８・２　フィリップス曲線上の政治的最適点の選択

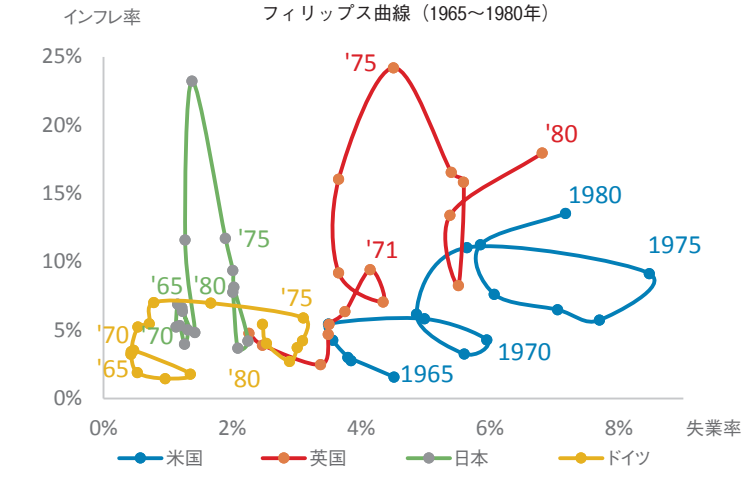


コントロールすることではなく、ある程度の完全雇用を復活させ維持することであった。

第二次世界大戦以後少なくとも21世紀までの間、われわれが直面した主な問題が完全雇用と価格安定を適度に両立させることであったのは、ケインジアン経済学の成功を物語っている。もちろん、１９３０年代末と１９４０年代初期に完全雇用に一度復帰したのは、ケインジアン経済学よりも再軍備と第二次世界大戦によるところが大きい。しかし、第二次世界大戦後そして１９５０年代初期まで、当初の主要な関心と予想は、先進国がさらなる不況とデフレに再び落ち込んでいくのではないかというものであった。ケインジアン総需要政策によって適度の完全雇用が維持できるという自信が広まったのは、１９５０年代後期そして１９６０年代になってからであった。

その段階にたどり着いて、ケインジアン逆

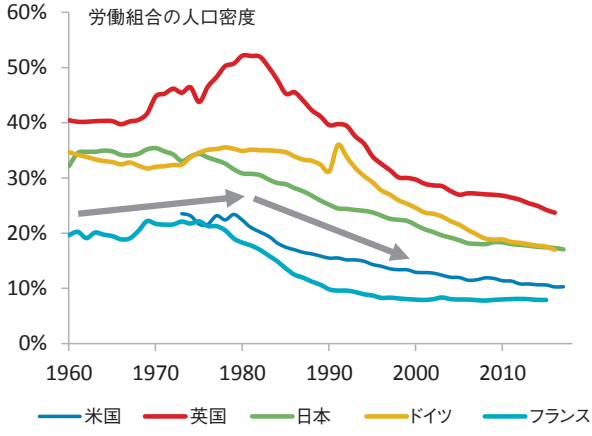
図８・３　先進国におけるスタグフレーション



出所：Federal Reserve Economic Data（FRED）, St. Louis Fed

L字型の供給曲線は明らかに過剰に単純化したものであると考えられるようになった。産業と労働者は、それぞれの特徴と多様性において異なっているので、需給のボトルネックは総需要のそれぞれ異なるプレッシャーポイントで生じることになる。したがって、失業（雇用）と賃金上昇（物価インフレ）の間のマクロ経済的な関係は、全体的には一定の直線が折れ曲がっている逆L字型ではなく、明らかに曲線の形をしているはずである。こうして、フィリップス曲線の分析が歓迎される状況に至ったのである。政府官庁、特に財務省で働いているエコノミストたちはすぐさま、彼らの政治指導者たちを補佐する仕事において、フィリップス曲線が役に立つことに気が付いた。すなわち、主に財政政策を通じて、失業率とインフレ率の組み合わせの中から政治的な失点を最小化するフィリップス曲線上の点を選択し、それに対応する総需要の水準を設定することができる、というわけで

図８・４　労働組合の加入者数が1980年頃から減少している



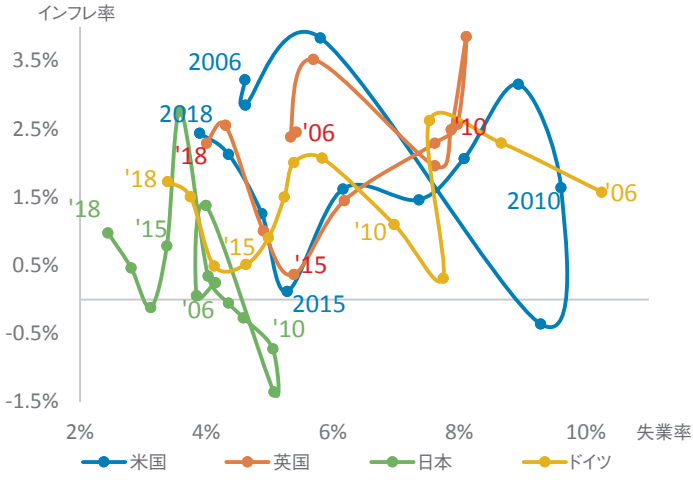
出所：OECD

（u^*）は５％と２％の間で変動している。１９３０年代の不幸な経験の後で、ベヴァリッジやケインズなどの経済学者は、失業率４～５％の水準は良い結果であると最初考えた。しかし、第二次世界大戦後、完全雇用政策がはじめほとんどインフレを引き起こすことなく失業率を１・５％前後まで下げることに成功したので、失業率を２％以下にすることが政策目標になっていった[4]。

総需要管理政策と完全雇用政策は、労働者と労働組合の交渉力を大きく高めた。雇用者が提示した賃金に合意しない時の選択肢は、失業ではなくて他の企業での雇用になる。また、第３章と第５章で述べたように、人口構成の変化は依存人口比率の減少をもたらした。そして、労働組合の加入者数は１９８０年頃までおおむね上昇したのである（図８・４）。

自然失業率を記述するもう一つの方法は、労働生産性の向上がもたらす実質賃金の増加に労働者が満足する時の失業率を表すというものである。

図８・５　水平なフィリップス曲線、2006～2018年



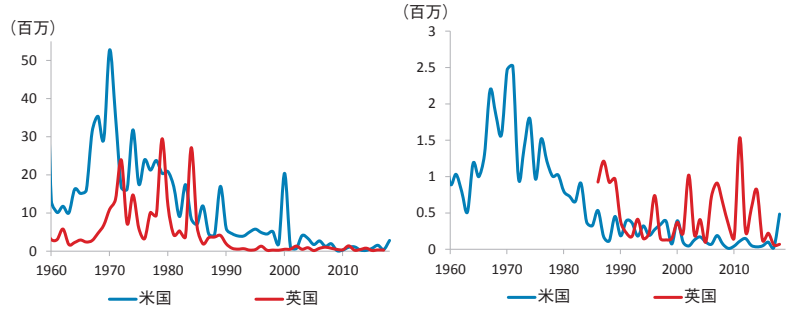
出所：FRED

１９４５年から１９８０年までの期間、（雇用者に比較して）労働者の高まる交渉力は、それに対応して潜在的な自然失業率もおそらく５・５％ほどまで上昇させることにつながった。ケインジアン総需要管理政策が無情にも自然失業率をより高くしてしまったのは、とても皮肉なことである。

最近でも、２００７～２０２０年の期間において、この話にもう一つ意外な展開があった。（不幸な）１９７０年代における焦点は、（垂直な）フィリップス曲線にあったが、正反対のことが（同じように不幸な）世界金融危機とその後の年に起こったのである。過去10年ほどの期間において、フィリップス曲線は垂直どころか、

4　デニス・ロバートソンやフランク・パイシュなどの経済学者は、経済均衡には平均失業率２％以上が必要かもしれないと示唆したことによって激しく非難された（例えば、Robertson［1959］参照）。

図８・６　ストライキで失われた労働日数（左図）；労働停止した労働者数（右図）



出所：Bureau of Labor Statistics、Office for National Statistics

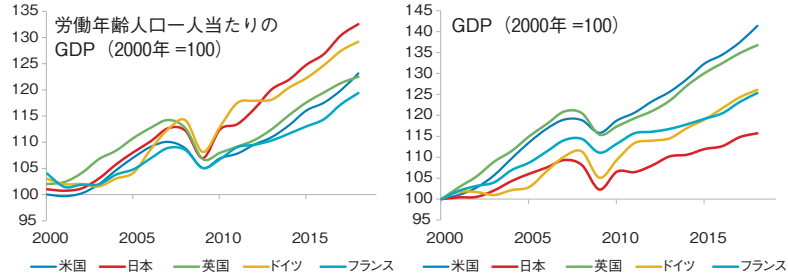
６　シフトする自然失業率

ケインジアン総需要政策と上昇する依存人口比率は、ベビーブーム世代が労働年齢に達する前の１９４５年から１９８０年の期間、労働者の交渉力を相対的に高めた。それは、（民間部門の）労働組合の加入者数、闘争性、影響力の増大をもたらすとともに、それらを補う要因にもなった。そのような闘争性の指標として、米国および英国でのストライキで失われた労働日数および労働停止した労働者数を時系列で見ることができる（図８・６）。

認識されにくかったのは、そのようなトレンドが自然失業率を着実に上昇させた点である。平均失業率は１９６０年代には若干上昇傾向にあり、その傾向は１９７０年代には強まったが、政治家と有権者は自然失業率を一貫して過小評価し続け、インフレが加速したのである。ボルカーＦＲＢ議長、レーガン大統領、サッチャー首相、そしてローソンとハウ財務相が、一時的に総需要ターゲットをやめて通貨ターゲット（マネーサプライの増加目標値）を採用するまで、インフレ・スパイラルは収束しなかった。

本書前半部の命題は、１９９０年代初め頃から、人口構成要

図９・１　日本の労働者一人当たりの GDP は他の先進国よりパフォーマンスが良い



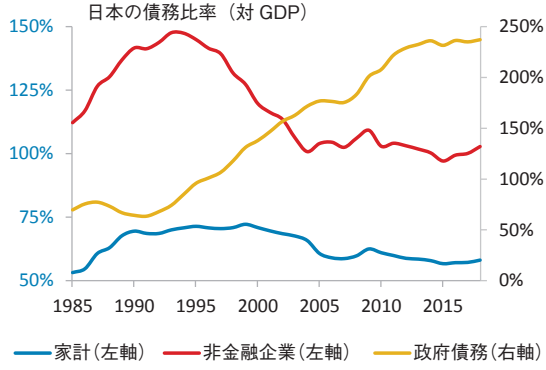
出所：IMF

仮説のうちの一つである。もう一つの仮説は、２０００年に始まった輸出の増大がその後10年にわたってＧＤＰの成長に貢献したことである。Ogawa et al.（IMF 2012）は、輸出関数を二つの部分に分けて調査している。一つは日本の貿易相手国の所得に依存している部分であり、もう一つは企業の全要素生産性と要素価格の関数である。彼らによると、全要素生産性が輸出増加における変化の約50％を説明している。一方、貿易相手国の所得はたった20％しか説明できない。彼らは、１９９０年代からの企業によるリストラの奮闘がこの原動力になった可能性があると主張している。

これは構造的な逆風に直面している企業の利益最大化行動と解釈すべきだが、日本企業がどのようにそれを実行したか、その方法にこそ、日本の生産性のグローバルな足跡の証拠を見つけ出すことができる。

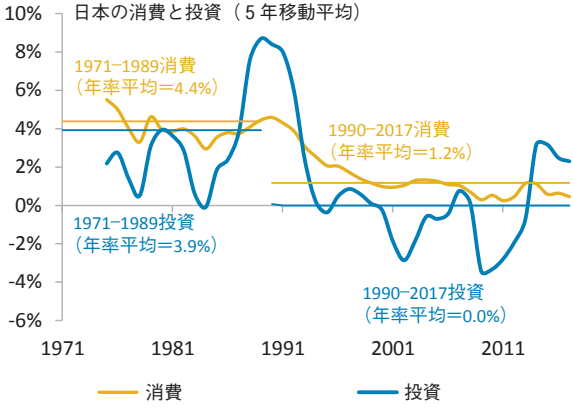
日本のストーリーにおけるグローバルな足跡の第一の手がかりは、国内ではなく海外で行われた日本企業の旺盛な投資活動（海外直接投資）である。日本企業が積極的に行った海外投資は、国内で行った散漫な投資と非常に対照的である。海外直接投資は、国内の弱い需要と高い労働賃金の逆風を避けて、グロ

図９・２　日本の企業部門のレバレッジは低下し、公的部門のレバレッジは上昇した



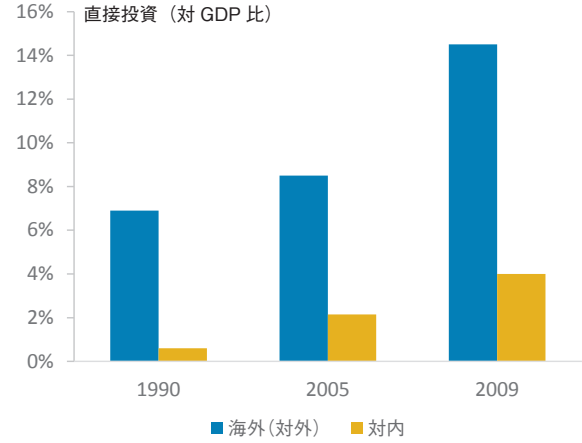
出所：家計・非金融企業（BIS），政府債務（IMF）

図９・３　投資の下落後、日本の消費は低下



出所：IMF

図９・４　海外直接投資は対内直接投資を大きく上回っている



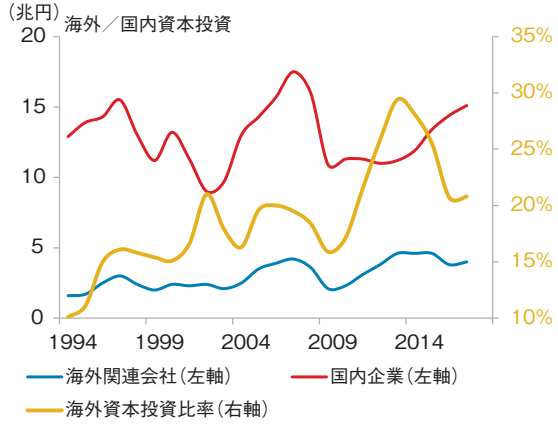
出所：経済産業省

ビス業の海外直接投資の増加が目立つようになってきている。

１９８５年以降の急激な円高が、当時の日本企業には新しい選択だった海外直接投資の引き金になった。しかし、そのような単純な説明を超えたストーリーが存在している。このトレンドが数十年にもわたって続いているということは、その表面下に強力な構造的な原動力が存在していることを示唆するからである（図９・４）。

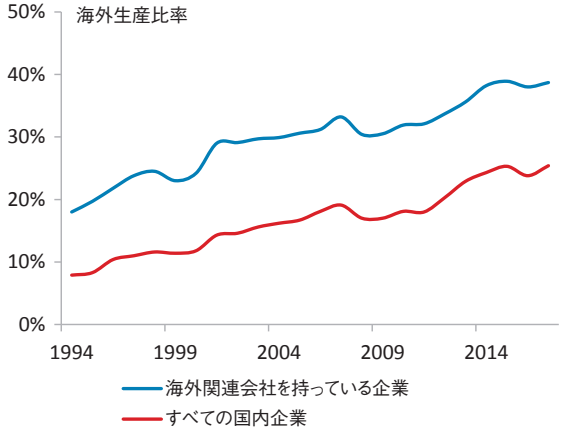
国際通貨基金（IMF［2011］, Japan Spillover Report）によれば、生産拠点の移転傾向を調べてみると労働コストが一番の動機であり、対象国の成長期待は二番目である。経済産業省の調査によると、動機の順番は大きく逆になる。企業からの回答によると、70％は対象国市場における需要が最大の動機であり、資格要件を満たす安価な労働力の重要性は最近低下している。二つの調査は、中国における単位労働コスト（生産性を調整した労働賃金）の上昇と日本における生産性向上によ

図９・５　海外／国内投資比率（製造業）は国内よりも海外に投資する戦略を示している



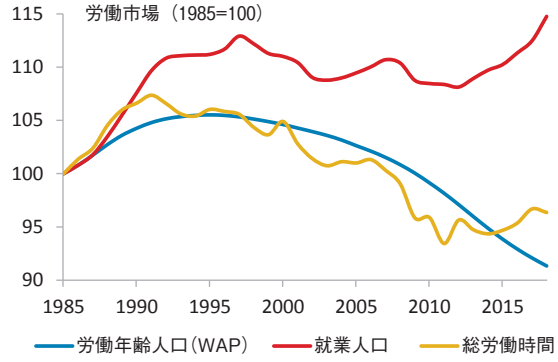
出所：経済産業省

図９・６　海外生産比率は日本企業が海外関連会社を通じてより多くの生産を行っていたことを示している



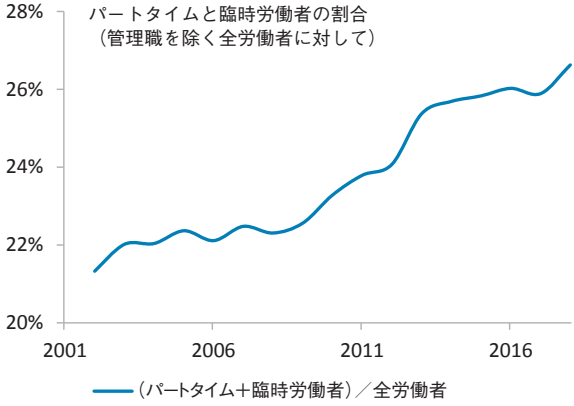
注：海外生産比率（製造業）＝（海外関連会社の売上）／（国内企業の売上＋海外関連会社の売上）
出所：経済産業省

図９・７　日本的慣行のため雇用調整ができないので労働時間で調整した



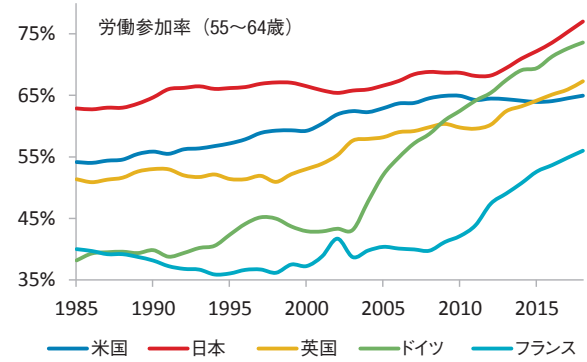
出所：総務省、国際連合

図９・８　労働力におけるパートタイム労働者の割合は急速に上昇した



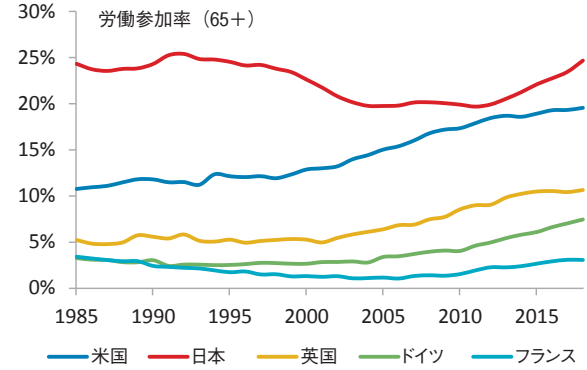
出所：総務省

図９・９　日本の55～64歳人口の労働参加は飛躍的に増加している



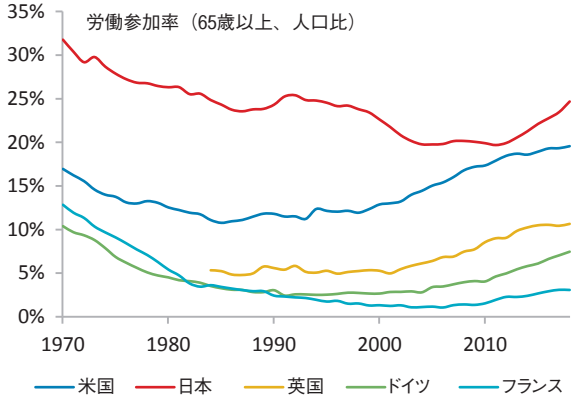
出所：OECD

図９・10　日本の65歳以上の高齢者の労働参加率は OECD 諸国の中でトップグループに属する



出所：OECD

図 10・1　65歳以上の高齢者の労働参加率はなぜ上昇しているのか？

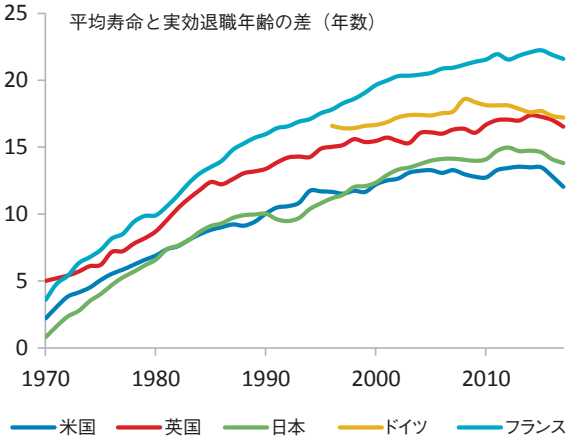


出所：OECD

人口に占める割合が高くなるが、彼らの労働参加率は低い。しかし、平均寿命は延び続けたので、65歳以上の高齢者の労働参加率に対する超高齢者の相対的な影響が増大し、その結果、高齢者の労働参加率は低下し続けたのである（図10・1）。

では、人口構成の変化から考えれば減少し続けているはずなのに、なぜ高齢者の労働参加率は最近になって上昇してきているのか？　その原因として、関連している二つの要因が考えられる。第一に、平均寿命の延びが退職年齢に近づいている人々によって的確に認識されている。第二に、平均寿命と退職年齢のギャップの増大は、政府財政と年金制度の負担を増大させ始め、行政当局も同じトレンドをはっきりと認識している。そして多くの年金給付が、年金制度の維持可能性を高めるために抑制されたり減額されたりした。長寿と年金給付減少の組み合わせが労働参加率の上昇を引き起こした可能性が高い。これらの要因が米国の場合にどう働いたかについての議論は、Button（2019）を参照するとよい（図10・2）。

図 10・2　平均寿命は上昇したが、退職年齢はそうではなかった



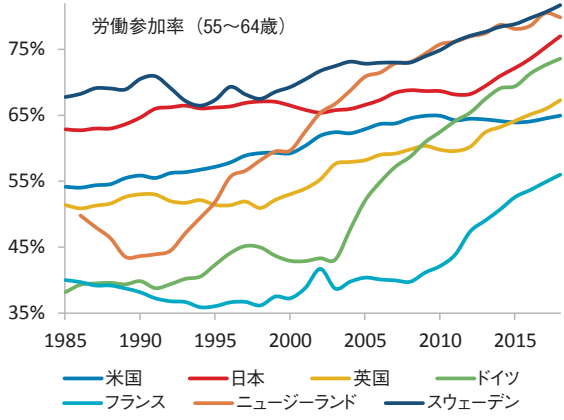
出所：OECD, United Nations

現時点において、年金制度は確かに維持可能ではない。しかも平均寿命は、今なおゆっくりとではあるが延び続けている。それがまさに、少なくとも高齢者の中の比較的若い世代において、労働参加率が上昇し続けなければならない理由である。

残念ながら、将来の労働参加率の上昇余地には限界がある。われわれが以下にリストアップした理由は網羅的なものではないが、そのリストは長く、そして将来期待できる上昇幅はあまり大きくはないと考えざるをえない十分な理由が示されている（と思う）。

第一に、女性と55～64歳世代の参加率が上昇したため、労働参加率はすでに相当上昇している。将来、これからさらにどれほど上昇する可能性があるだろうか？　いいかえると、必要とされる労働参加率の上昇のほとんどがすでに達成されてしまっているとしたら、将来的に人口構成の問題がもっと厳しくなった時に期待できる上昇範囲は限られる（図10・3）。

図 10・3　退職前の労働参加率はすでに大きく上昇している



出所：OECD

第二に、国の年金給付は労働参加率に反比例している。ただし、年金・退職給付は減額可能だが、大幅な減額は不可能であることを前提にすべきだ。

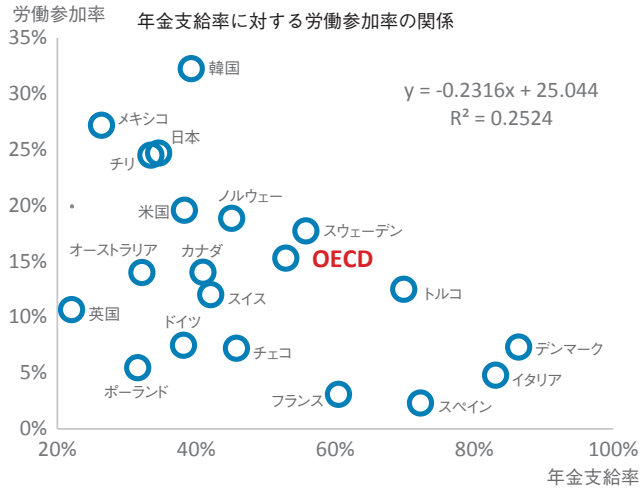
図10・4は、国の年金給付が労働参加率の低下を招くことを示している。そして、ミニケースとして以下に研究結果を示したドイツの年金制度改革も、まさにそのような関係を強く示唆している。

〈ミニ・ケーススタディ〉なぜ、ドイツの退職前労働参加率が2003年から急上昇したのか？

年金制度改革と労働参加率の反応に関するドイツの経験は、両者の関係を頑健な形で例証する役に立つ。労働参加率は、ほとんどのG10諸国で55〜64歳の世代で総じて上昇しているが、ドイツの労働参加率は、2003年中頃に提案され2004年に法律として成立した年金制度改革に反応して際立った転換を示した。

Börsch-Supan and Wilke（2004）は、1958年および1972年に行われた規則変更によって、ド

図 10・4　年金給付が高い時には労働参加率が低い傾向にある

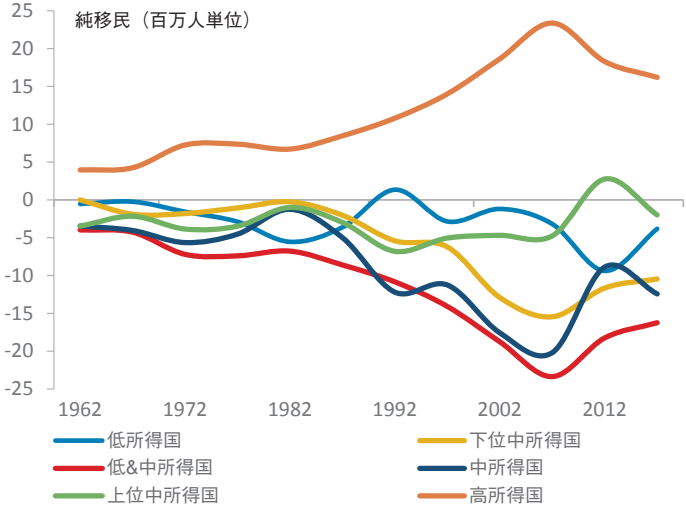


出所：OECD

イツの年金制度が高齢化時代に入ると維持不可能になったことを示している。1958年の変更は、年金制度を完全積立方式から賦課方式へ転換するものであった。1972年の修正は、退職後の高額の年金給付を保証するだけでなく、労働者が63～65歳の間であればいつでもペナルティなしに早期退職できることを認めるものであった。この点に関しては、Börsch-Supan et al.（2014）を参照するとよい。

1992年の第一の変革は、（総賃金ではなく純賃金を給付基準の指数とし、ほとんどの労働者に対する退職報奨制度を廃止することによって）年金負担の一部を削減する試みであった。しかし、その規模が小さすぎたことに加えて、意味のある変化をもたらすには調整があまりにも遅れて制定された。その後2001年に、賦課方式から、小さいが増加する積み立ての階を備えた多階構造の年金制

図 10・5　純移民は加速すべき時に減少している



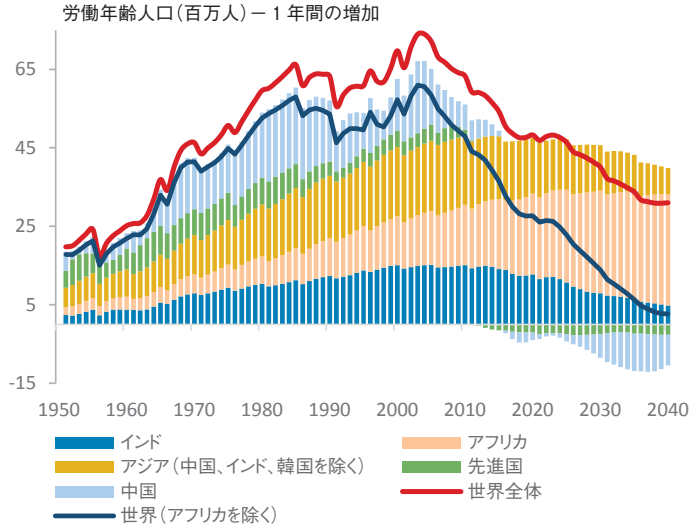
出所：World Development Indicators, World Bank

移民によって人口構成の逆風を相殺できるか？

労働者の移動（すなわち、労働力が豊富な国から不足している国への移民）によって人口構成の逆風を相殺することができるだろうか？　現状の移民のトレンドが続く限り、それは不可能である。新興市場経済から出ていく純移民と先進国に入っていく純移民の流れは、それぞれ2007年に2400万人の水準でピークに達した。しかし、総人口のサイズに対して正規化してみると、これらの移民の流れが労働供給に変化をもたらすには、あまりにも規模が小さすぎる（図10・5）。

純移民はすでに反転している。先進国国内への移民および新興市場経済から外部への移民は減少している。人口構成の逆風が激しさを増している中で、もっと多くの移民が必要になっているが、それは政治的論

図 10・6　インドとアフリカはグローバルな高齢化に対抗する



出所：UN Population Statistics

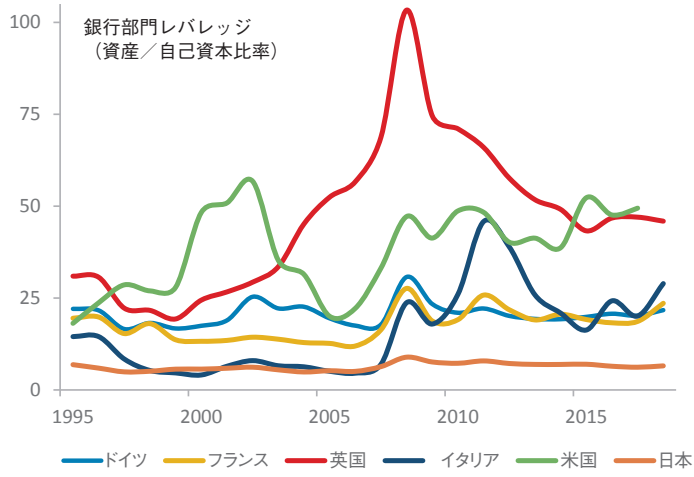
第二に、この移民を通じた労働者の国家間移動による直接的な解決方法が利用できないのであれば、労働力豊富な国へ資本が流れることもありうる。こうした資本の流れが労働力豊富な国における現地の労働者と組み合わさることによって、財とサービスを生産することができ、その生産物を今度は労働力不足の国へ逆輸出することができる。

インドは中国のようにグローバル経済の成長を牽引できるか？

数十年前の中国のように、インドは恵まれた出発点からスタートしているおかげで、いくつかのアドバンテージを持っている。

第一に、インドには２０５０年を過ぎても増加する豊富な労働供給力があり、資本／労働比率は低いので今後向上が求められている。また、インドには新しい科学技術

図 11・1　金融部門のレバレッジ比率は好景気に急速に上昇した



出所：OECD

正常化および経済全体の正常化に対する最大の障害となる。そこで、どのようにして債務の罠に直面するようになったのかを説明し、債務の罠の問題および可能な解決方法について詳しく探る。

第6章で説明したように、財政政策は、2007～2009年の世界金融危機の前でさえも、1990年代初めから居座るデフレ圧力を相殺する上で十分に拡張的であったためしはなかった。そこで、マクロ経済バランスを維持しインフレ目標を達成するために、金融政策はしだいに一段と緩和的になり、金融主導の循環が強まった（Borio et al.［2019］参照）。その結果生じた名目（そして実質）金利の低下によって、米国および欧州周辺地域（英国、アイルランド、スペイン、ポルトガル、ギリシャ）で住宅・建設ブームが引き起こされた。住宅・建設ブームは国内銀行のみならず、主に外国銀行からの資本流入によって（経常収支赤字の増大を伴っ

表 11・1　先進国における債務比率

2007年12月

	HH	NFC	PSC	Gov't	Total
米国	99	70	169	65	233
欧州	60	92	151	65	216
ドイツ	61	57	118	64	181
フランス	47	111	157	65	221
スペイン	81	124	206	36	241
イタリア	38	75	113	100	213
英国	92	94	187	42	228
スウェーデン	65	126	191	39	230
日本	59	103	161	175	337
オーストラリア	108	80	188	10	198
カナダ	79	83	162	67	229

2018年12月

	HH	NFC	PSC	Gov't	Total
米国	76	74	151	106	256
欧州	58	105	163	85	248
ドイツ	53	57	110	60	169
フランス	60	141	201	99	300
スペイン	59	93	152	97	249
イタリア	40	70	110	132	242
英国	87	84	171	87	258
スウェーデン	89	156	244	39	283
日本	58	103	161	237	398
オーストラリア	120	75	195	41	236
カナダ	101	117	218	91	308

2007年12月～2018年12月の期間の変化

	HH	NFC	PSC	Gov't	Total
米国	−22	4	−18	41	23
欧州	−2	13	11	20	31
ドイツ	−8	0	−8	−4	−12
フランス	14	30	44	34	78
スペイン	−23	−31	−54	62	8
イタリア	2	−5	−3	32	30
英国	−5	−11	−16	45	29
スウェーデン	23	30	53	0	53
日本	−1	0	−1	62	61
オーストラリア	12	−5	7	31	38
カナダ	22	34	56	24	80

出所：BIS、IMF
注：色の濃淡によって各国と各部門における負債の水準と変化が目でわかるようにしてある。濃い色は高いレバレッジと大きい変化を示す。例えば、先進10カ国の中で、オーストラリアは家計部門における負債／GDP 比率が一番高く、政府部門における負債／GDP 比率が一番低い。
HH ＝家計部門
NFC ＝非金融企業部門
PSC ＝民間部門（HH + NFC）
Gov't ＝政府部門（公的部門）

表 11・2　新興市場における債務比率

2007年12月

	HH	NFC	PSC	Gov't	Total
中国	19	98	117	29	**146**
韓国	72	89	161	29	**189**
インド	11	42	53	74	**127**
インドネシア	12	15	26	32	**59**
マレーシア	52	58	111	40	**150**
タイ	45	46	91	36	**127**
香港	51	126	177	1	**178**
ブラジル	18	30	48	64	**111**
メキシコ	14	15	28	37	**65**
チリ	29	66	95	4	**99**
コロンビア	17	27	44	33	**76**
アルゼンチン	5	17	22	62	**84**
ロシア	11	39	50	8	**58**
ポーランド	23	34	57	44	**101**
チェコ	23	46	69	27	**97**
ハンガリー	30	78	108	65	**174**
トルコ	11	30	41	38	**79**
南アフリカ	44	35	79	27	**106**

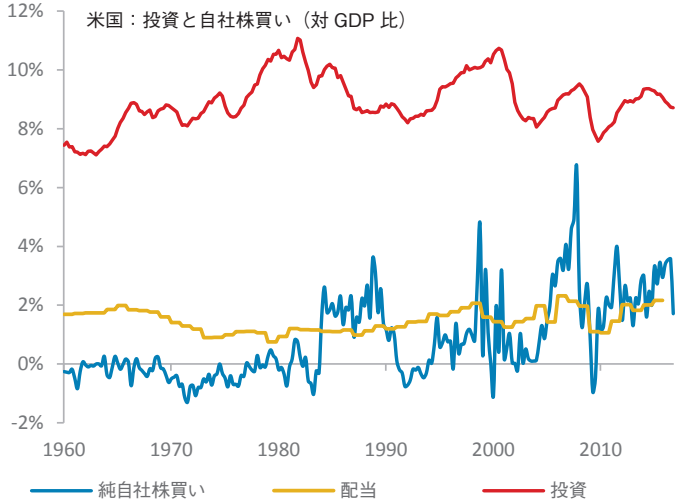
2018年12月

	HH	NFC	PSC	Gov't	Total
中国	53	152	204	50	**255**
韓国	98	102	199	41	**240**
インド	11	45	56	70	**126**
インドネシア	17	23	40	29	**70**
マレーシア	66	68	134	56	**190**
タイ	69	48	117	42	**159**
香港	72	219	292	0	**292**
ブラジル	28	42	71	88	**158**
メキシコ	16	26	42	54	**95**
チリ	45	99	144	26	**170**
コロンビア	27	35	62	50	**113**
アルゼンチン	7	16	22	86	**109**
ロシア	17	46	64	14	**77**
ポーランド	35	46	81	48	**129**
チェコ	32	57	89	33	**122**
ハンガリー	18	67	85	69	**154**
トルコ	15	70	85	29	**114**
南アフリカ	34	39	72	57	**129**

2007年12月～2018年12月の期間の変化

	HH	NFC	PSC	Gov't	Total
中国	34	54	88	21	**109**
韓国	25	13	39	12	**51**
インド	1	3	3	−4	**−1**
インドネシア	5	9	14	−3	**11**
マレーシア	14	10	24	16	**40**
タイ	24	2	26	6	**32**
香港	21	94	115	−1	**114**
ブラジル	11	12	23	24	**47**
メキシコ	3	11	14	16	**30**
チリ	17	33	50	22	**71**
コロンビア	11	8	19	18	**37**
アルゼンチン	2	−1	1	24	**25**
ロシア	7	7	14	6	**20**
ポーランド	13	11	24	4	**28**
チェコ	9	11	20	5	**26**
ハンガリー	−12	−11	−24	4	**−19**
トルコ	4	40	44	−9	**34**
南アフリカ	−10	4	−7	30	**23**

図 11・2　米国は企業が自社株買いを借金でファイナンスすることによって投資が停滞した

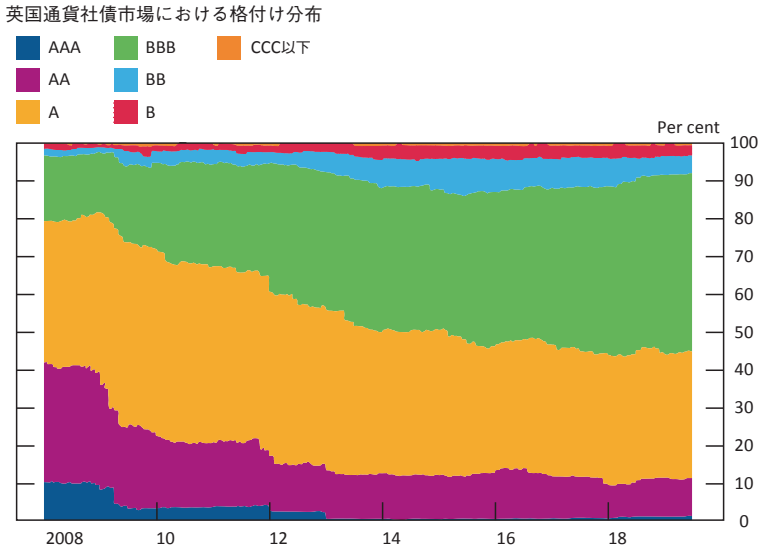


業者が借り入れの大半を占めていた。ペメックス（PEMEX）、ペトロブラス（Petrobras）、エスコム（Eskom）などの企業が直面した厳しいレバレッジ問題は、世界金融危機後の景気拡大初期における過剰な借り入れの産物である。韓国、マレーシア、タイ、インド、トルコなど一次産品を輸入する新興市場のいたるところで、そして一部は建設業者の過剰な借り入れによって、レバレッジは急速に増加した。

景気拡大初期における債務の増加は、増大する投資をファイナンスするためだった。中国の国有企業、一次産品生産企業、建設企業による投資の収益率は多くの場合、景気拡大後期には大きく下落したが、債務はほとんど変わることなく企業の会計帳簿に残ったままだった。

それとは対照的に、先進国では設備投資は相対的に停滞したままだった。第5章、第6

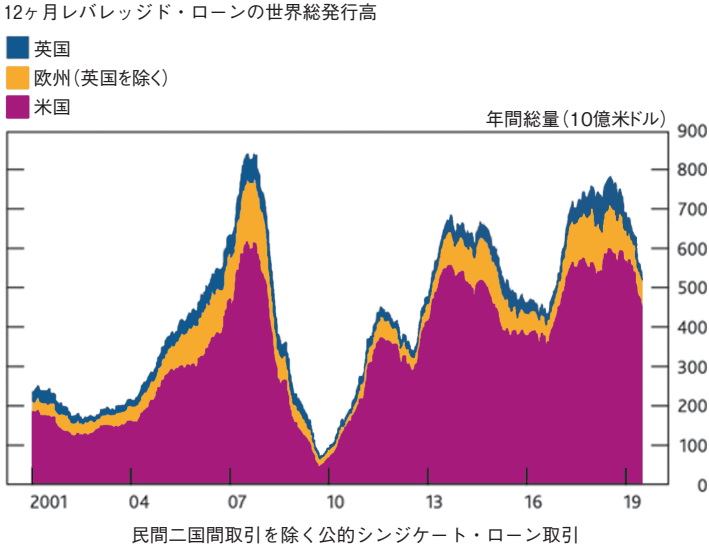
図 11・3　BBB 社債の割合は2019年に記録的水準に到達した



注：図は市場価値で測った ICE/ BofAML 英国通貨社債インデックスの格付け分布を示す。このインデックスは英国通貨社債市場の代表的な指標として使うことができる。しかし、このインデックスはすべての英国通貨社債を捉えるものではなく、他のインデックスは違った分布を示すかもしれない。
出所：イングランド銀行、2019年6月 Financial Stability Report

章で議論したように、企業の収益や利益に対して設備投資があまりにも低水準だったので余剰資金が発生した。先進国において債務比率が上昇する原因は、エクイティ・ファイナンスからデット・ファイナンスへのシフトにあった。これは増大する自社株買いによって引き起こされたもので、米国において特に顕著だったが、他の英語圏の国々においてもある程度見られた。米国のデータが図11・2に掲載してある。自社株買いによってレバレッジを上げることは、株主資本収益率（ＲＯＥ）を上昇させる一番簡単な方法である。この点については、ジョナサン・フォードによるフィナンシャル・タイムズ紙（２０１９年７月28日、

図11・4　レバレッジド・ローン市場は、2018年にピークを迎えた後に縮小したが、近年再び急速に成長している



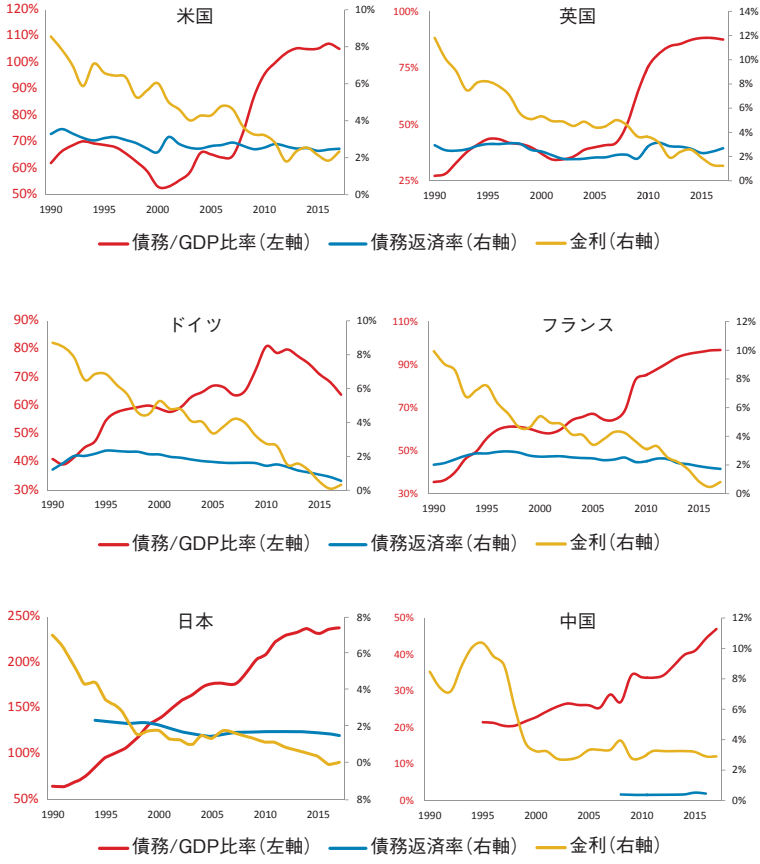
出所：イングランド銀行、2019年6月 Financial Stability Report

8面）の未公開株の役割に言及した記事「エリザベス・ウォーレンが未公開株による略奪を懸念するのは正しい（Elizabeth Warren is right to worry about private equity looting）」が参考になる。しかし、銀行によるレバレッジ引き上げが一般の人々を含む他のステークホルダーのリスクを高めるのとまったく同様に、企業の自社株買いはリスク転嫁を意味する。

さらに、増加する企業債務の大きな部分が質の悪い負債、レバレッジド・ローン（信用力が低い企業に対して行われる融資）、BBB社債である（図11・3、図11・4参照）[1]。

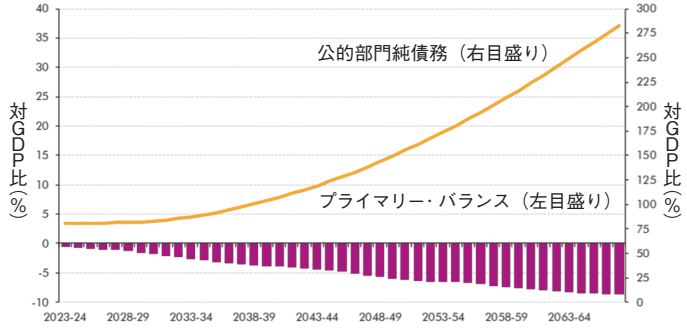
基本的に金利が低く、かつ下がっている状況では、たとえ収入の伸びが鈍化しても、債務（確定利付き

図 11・5　各国の債務／GDP 比率、債務返済率、金利



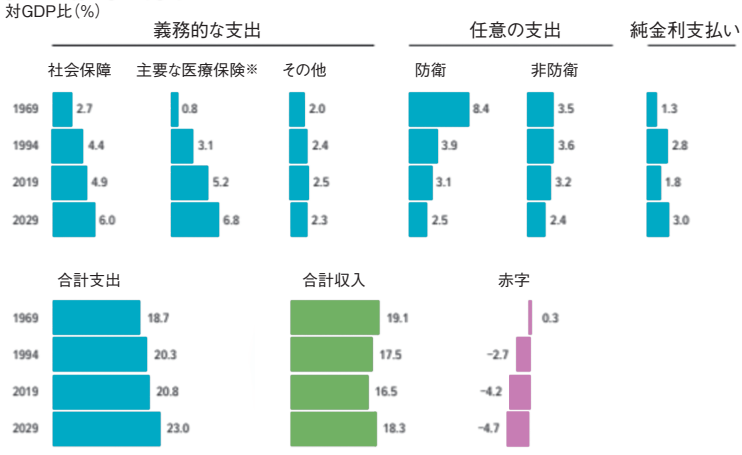
出所：世界銀行、OECD

図 13・1　英国プライマリー・バランスと公的部門純債務のベースライン予想



出所：英国予算責任局（OBR）、Open Government Licence: http://nationalarchives.gov.uk/doc/open-government-licence/version/3/

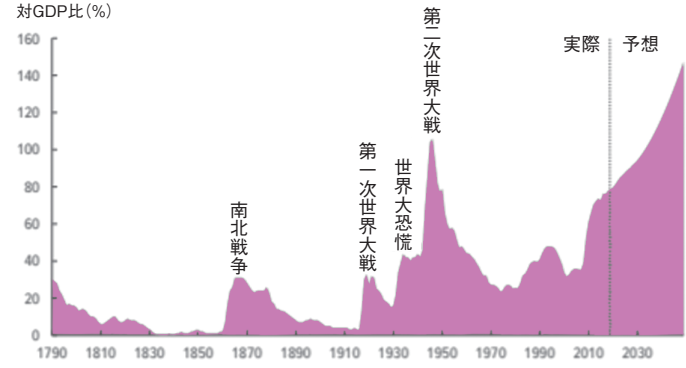
図 13・2　財政支出と収入についての議会予算局によるベースライン予想、25年前と50年前の実際の数値との比較



※Medicare（プレミアムと他の相殺する受け取りの正価）、Medicaid、Children's Health Insurance Program、さらに Affordable Care Act の下での市場を通じた医療保険への補助金や関連する支出からなっている。

出所：米国議会予算局（CBO）

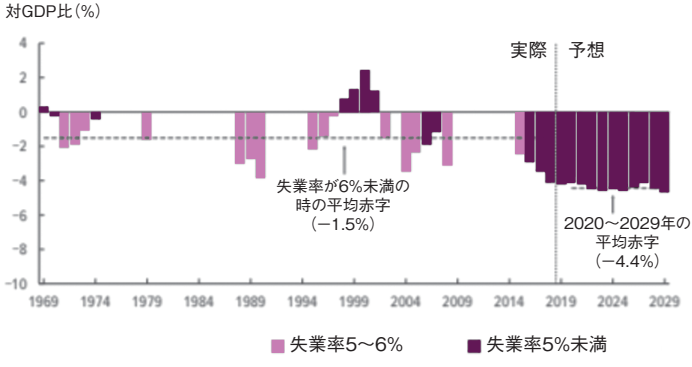
図 13・3　民間が保有する米国連邦政府債務



高くそして増大する政府債務は国民貯蓄と所得を減少させ、政府の利払いを膨らませ、不慮の出来事に対する議員の対応能力を制限し、さらに財政危機の可能性を増大する。

出所：議会予算局（CBO）

図 13・4　米国の失業率が比較的低い時の赤字と黒字を比較したベースライン赤字予想



過去50年の財政年次のうち27年は、失業率が 6 %未満だった。これらの年の平均赤字は対 GDP 比1.5%であった。議会予算局によると、2020〜2029年の失業率は 5 %未満を維持するが、財政赤字は対 GDP 比平均4.4%と予想されている。

出所：議会予算局（CBO）

図 14・1　英国コンソル公債（長期公債）の利回り

出所：FRED、Bank of England

注1）の名目金利を示した図14・1に最も劇的に表れている。その金利は1694年から1950年頃までほとんど2・5%と5%の間でとても安定していた。しかし、その後、金利は着実に上昇し1973〜1974年に15%で頂点に達した後、今度は同じように着実に低下し、現在1%以下という異常に低い水準に至っている。

年々のインフレ率は、戦争の期間と収穫の不安定性があるため、初期の世紀ではより変動が大きかった。しかし、1914年の第一次世界大戦を例外として、総じて、戦争は短期間で終わると予想されていた。そして収穫の変動は確率分布として把握できる。したがって、この図が示すように、長期のインフレ期待と実質金利は3世紀にもわたって比較的安定を維持していたといえる。

それでは、第二次世界大戦後、何が急に