

中長期的な経常収支の見方について
(案)

2012年6月

1. 問題意識と考え方の枠組み

(問題意識)

昨年(2011年)の貿易収支は▲1.6兆円と1963年以来の赤字となり、経常収支の黒字幅は縮小することとなった¹。本報告書は、こうした指標の変化は何を意味するのか、経常収支の今後の中長期的、構造的な行方をどうみるか、さらには経常収支の政策的意義付けは何かという点を検討し、考え方の整理を行った。

その際、経常収支の各種機関のさまざまな予測について検討を加えたが、予測を行うことを目的とするものではない。

(民間機関・国際機関の見方)

民間機関は、経常収支は2015年にも赤字化するとの見方がある一方、現在と同程度の黒字(15兆円程度)を維持するとの見方もある(各民間機関の見方は付録1を参照)。民間のエコノミスト40人に対して行ったサーベイ調査によれば、予測平均では2012、2013年度ともに通関収支差額は赤字であるが、数年以内に黒字に転換するか否かを尋ねると32名は黒字転換すると回答している²(図表1)。

(図表1 民間エコノミストの通関収支差の見方)

国際機関については、OECDは赤字化する(2020年対GDP比▲0.3%程度³)と見る一方、IMFは縮小するものの黒字は維持される(2017年対GDP比1.9%程度⁴)としており、見方が分かれている。

¹ 本報告書においては、「貿易収支」とは国際収支統計上のものを指し、貿易統計(通関ベース)上の「通関収支差額」とは用語を使い分けることとする。なお、通関収支差額では1980年以来、31年ぶりの赤字である。

² 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2012年5月15日)による。

³ OECD(2012, Ch. 4)を参照せよ。

⁴ IMF(2012), *World Economic Outlook database*.

(考え方の枠組み)

経常収支には、貿易・サービス・所得収支の合計としての側面と、家計・法人企業・一般政府の各部門の貯蓄投資差額を合計したものの側面の、2つの側面がある。本報告書では、経常収支の中長期的な見方を検討するために、後者の側面から検討する。これによって、貯蓄・投資というマクロ変数を一般均衡的なアプローチの下で考えることが可能となる⁵。

なお、ここで言う「中長期」とは、具体的には、景気循環の要因を均して捨象できる期間、すなわち GDP ギャップが平均的にゼロと見なせる期間を念頭においている⁶。

2. 経常収支の動向とその背景

(2011 年の経常収支の動向)

2011 年に経常収支黒字は 9.6 兆円と 1996 年以来初めて 10 兆円を下回り、対前年 8.3 兆円黒字が縮小した。その原因は貿易収支が同 9.6 兆円悪化したことであった。

この貿易収支の変化の要因をみるために、通関収支差額の変化（▲9.0 兆円）の要因分解を行った。輸出入をそれぞれ数量・価格に分解すると、①輸入価格要因（鉱物性燃料）が約半分、②輸入数量要因（化学、機械機器、鉱物性燃料）が約 1/4、③輸出数量要因（電気機械、輸送機械）が約 1/4 を占める⁷。

(図表 3 国際収支の動向 (1))

⁵ 前者の側面から考える場合、輸出入等を為替レートの関係で捉える「弾力性アプローチ」をとることになるが、為替レート自体が所与とされるという意味で部分均衡的なアプローチとなり、本報告書の目的からみて不十分である。

⁶ 経常収支の調整過程に関する理論的整理として、短期・中期・長期という区分が用いられることがあるが、本報告書はこの区分に従えば「中期」を取り扱う。例えば、植田・亀水(1986)の概念整理によれば、(1)短期とは不完全雇用(または GDP ギャップ)が残るような期間、(2)中期とは完全雇用が達成(または GDP ギャップがゼロ)されるような期間であるが、ストックの変化が無視できる期間、(3)長期とはストック変数の変化を考慮してフロートストックの変数の相互関係が分析の対象となるような期間をそれぞれ指す。

⁷ 2011 年の貿易収支の分析については、国峯(2012)、日本銀行国際局(2012)を参照せよ。

震災の影響を受けた主要な品目について、自動車の輸出をみると、サプライチェーンが比較的早期に復旧したことから、輸出数量は3～5月の落ち込みから6～7月には概ね元の水準に戻っている。一方、LNGの輸入については、原発事故の影響及び資源価格高騰の影響から、数量、価格ともに震災以降も緩やかに増加している。また、プラスチックの輸入については、4～6月の急増した水準よりは下落したものの、震災前の水準よりは高止まりしている。これら3品目（プラスチック及びLNGの輸入増、自動車の輸出減）の影響を除くと、2011年の通関収支差額は▲2.4兆円から概ねゼロとなる。

（図表4 国際収支の動向（2））

また、近年赤字が縮小傾向にあったサービス収支は2011年▲1.8兆円と赤字が拡大し、10兆円を超える大幅な黒字を続けてきた所得収支は2011年14.0兆円の黒字となった。

（貯蓄投資差額の動向）

中期的には、付録2で解説するように、経常収支は貯蓄投資バランスによって決定され、実質為替レートは両者が一致するように決定されると考えられる。

近年の部門別の貯蓄投資差額⁸をみると、法人企業は2000年代に貯蓄を大幅に増加させ、2010年には対GDP比7.9%に達した。しかし、投資はバブル崩壊以降低水準であり、同▲1.3%となり、その結果2010年の貯蓄投資差額をみると大幅な貯蓄超過（同9.5%）になっている。

家計部門は貯蓄、投資ともに低下し、2010年にはそれぞれ同1.5%、同▲1.9%とな

⁸ 貯蓄投資差額＝貯蓄－投資＋資本移転（純）受取

り、貯蓄投資差額は小幅の貯蓄超過（同 3.5%）となっている⁹。これは、80年代の8%程度の貯蓄超過から大きく縮小している。政府部門では、投資は近年ゼロに近づいているものの、貯蓄が大きな赤字であり、大幅な投資超過（つまり大幅な財政赤字）（同▲9.5%）が継続している¹⁰。

（図表5 部門別の貯蓄・投資の推移）

3. 中長期的な経常収支の見方に係る論点

3. 1 構造要因に関する論点

今回の震災・原発事故が発生する前にも、我が国においては高齢化や資本ストックの伸びの低下といった経常収支の動向を左右する構造要因は存在していた。これらの要因の影響を整理すると、以下の通り。

（構造要因1：家計の高齢化）

日本の家計貯蓄率は長期的に低下傾向にあり、その大きな要因の一つとして高齢化の進展が考えられる。ライフ・サイクル仮説に基づき、高齢化から家計貯蓄率の低下というトレンドが続くと考えるのは妥当であるが¹¹、幾つか留意すべき点がある。

まず、ライフ・サイクル仮説は、現役世代と退職世代という枠組みで考えているのであり、高齢者が就労を継続¹²する場合には退職世代の人数の増加が緩やかになるの

⁹ 祝迫・岡田(2009)は、1997年の金融危機を契機に、家計貯蓄と企業貯蓄の代替が生じている可能性を指摘している。

¹⁰ 松林(2009)は家計貯蓄と企業貯蓄について若干の代替性が観察されるものの、家計貯蓄と政府貯蓄については代替性は確認できないとしている。

¹¹ ホリオカは、団塊世代の引退によって家計貯蓄率は遠からずマイナスに転じると主張していた(ホリオカ、2004)。

¹² 現在、高齢者就労に影響が大きいと考えられる年金支給開始年齢の引き上げ(男性2025年まで、女性2030年まで)が行われている。また、社会保障・税一体改革大綱では、在職高齢年金の見直しなどについて、引き続き検討することとされている。

で、貯蓄率の低下のテンポも緩やかになると考えられる¹³。実際、高齢者であっても勤労世帯の貯蓄率はプラスで大きな変化は見られないが、高齢無職世帯の貯蓄率は大きなマイナスであり、かつ低下している（図表6参照）。

（図表6 勤労世帯と無職世帯の貯蓄率）

次に、高齢化により住宅投資も低調になると考えられる。実際、家計の純投資は2003年以降マイナスが継続している。貯蓄と投資がともに減少するので、貯蓄投資差額が縮小するかどうかは、必ずしも明らかではない。

なお、足元でいわゆる「貯蓄ゼロ世帯」が増加していることに注意が必要である¹⁴。「貯蓄ゼロ世帯」は（ライフ・サイクル仮説に基づく予想に反し）現役世帯にも多い。仮に彼らが貯蓄をしたいけれども所得が低いためにできずにいるのであれば、今後所得環境が改善すると、貯蓄をし始め、家計貯蓄率の低下を弱めるように作用すると考えられる。

（図表7 金融資産非保有世帯（二人以上）の割合の推移）

このように、今後、高齢化によって家計貯蓄率の低下が続くとしても、そのテンポは今後の制度改正や経済動向に左右されると考えられ、さらに投資が減少すると思われる、貯蓄投資差額に及ぼす影響となるとさらに不確定である。ホリオカ（2009）は、Bosworth and Chodorow(2006)の実証分析の結果を踏まえつつ、高齢化は投資よりも貯

¹³ こうした見方として、例えば Yashiro (2003)がある。

¹⁴ 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」によれば、「金融資産を保有していない」という回答が2011年には28.6%に達する。ただし、これには上方バイアスがあると考えられ、そのうち「口座を有していない」という回答は3%程度となり、現実はこの中間にあると思われる。こうした統計の結果を個票を用いて再検討したものに、鈴木（2009）がある。

蓄に大きく影響するので経常収支の黒字は縮小していくが、それはそれほど顕著ではないとしている。

（構造要因 2：高い企業貯蓄水準と潜在成長率低下による投資意欲の減退）

法人企業部門が大幅な貯蓄超過となっているのは、図表 5 が示すように貯蓄の増加と投資の減少の両方の動きの結果であるが、その背景としては長引くデフレのなかで企業行動が消極的になっていることがあげられる¹⁵。すなわち、法人企業の純貯蓄の動きを要因分解すると、純貯蓄の増加の一番大きな要因はかつて支払超であった財産所得が受取超になったことであり、これはデフレのなかで負債削減を行い、また、キャッシュフローを厚めに持とうとする企業行動の表れと考えられる（図表 8 参照）¹⁶。また、投資の減少は、成長見通しが低迷する中で、資本係数の上昇及び資本収益率の低下によって、投資意欲が減退したことによると思われる。

人口減少によっても、潜在成長率の低下を通じて、投資は減少するが、他方では賃金上昇により労働から資本への代替を通じて投資が増加するメカニズムも考えられる。

このような状況の下、政策努力もあってデフレが脱却でき、企業活動が徐々に活性化し経済が活性化した段階では、設備投資が活発化し、法人企業の貯蓄超過幅は縮小すると考えられる。

（図表 8 法人企業（金融＋非金融）の純貯蓄の内訳）

¹⁵ ただし、デフレ懸念が生じる前の米国企業についても、大量の余剰資金を保有していることが指摘されているため（Bates, Kahle, and Stulz, 2009）、デフレのみを法人企業の大きな貯蓄超過の要因にすることは適当でないかもしれない。

¹⁶ 祝迫(2010)によれば、1990年代の金融危機によって金融機関側の要因で企業の負債の減少が始まったが、2010年代には企業側のイニシアティブで負債削減が進行した。業種別には非製造業の90年代以降の負債削減が急速に加速している。

(構造要因 3 : 財政健全化への取組み)

政府の財政赤字は 1990 年代半ばに法人企業が貯蓄超過に転じる中、海外投資とならんで国内貯蓄の受け皿となってきた。しかし今後、財政運営戦略に従って財政健全化を着実に進めることにより、政府部門の投資超過幅は縮小することが期待される。これは、ほかの条件を一定にして、経常収支の黒字幅を拡大するように作用する。ただし現在、将来不安によって貯蓄が行われている場合には、これが軽減され、民間貯蓄が減少する可能性がある点に留意が必要

(構造要因 4 : 企業の海外移転)

生産拠点の海外移転は 1990 年代以降進展してきた。この影響は、対外収支面では所得収支の受取が拡大するものの、輸出の減少の効果の方が大きいと考えられることから、収支は赤字方向に動くと考えられる。

しかし、中期的に経常収支を決める貯蓄投資バランスを考えると、海外移転は国内投資の減少を通じ、貯蓄投資差額を拡大させる。他方、国内投資の減少は、資本ストックの伸びを低下させるために潜在 GDP を低下させ、その結果、貯蓄を減少させるようにも作用する。したがって、海外移転は貯蓄投資バランスを増加させるようにも減少させるようにも作用するため、経常収支が悪化するかどうかは一義的には言うことができない。

(図表 9 海外現地生産比率の推移)

(構造要因 5 : 世界の経常収支の推移)

世界のすべての国の経常収支を合計すればゼロであり、日本の経常収支も国内要因

だけで決まるわけではない。資本の自由な移動を仮定すると、世界の貯蓄投資バランスで実質金利が決定され、それによって日本の貯蓄投資バランスが決定される（付録2を参照）。

したがって、日本の経常収支の今後を考えるためには、世界の貯蓄投資バランスの将来、とりわけ中国や米国の経常収支不均衡の今後の推移を考える必要がある。例えば、IMF(2012)では、2007年にピークを迎えその後2011年に縮小した世界的な経常収支不均衡は、2017年にかけてやや拡大するとされている。2007年から2017年にかけて、中国の黒字幅（対世界GDP比0.6%）は横ばいであるが、米国の赤字は縮小し（赤字対世界GDP比▲0.5%pt）、その縮小幅は、OPEC、日本の黒字縮小分（それぞれ同▲0.3%pt、同▲0.2%pt）の合計に対応している。

なお、IMF(2011)に基づき、通貨体制別に2017年の経常黒字、赤字の予測を整理すると、変動相場制の国の多くは赤字、IMFの定義によるペッグ制の国の多くは黒字となっている。変動相場制と固定相場制が「居心地の悪い同居(uneasy coexistence)」をしているのが現実の世界経済であり、しかも世界のGDP及び貿易において固定相場制の方が存在感を高めている。このような状況下においては、不均衡が是正されるメカニズムも複雑なものとならざるを得ないと思われる¹⁷。

（図表 10 世界主要国・地域の経常収支の推移）

3. 2 2011年のショックの性格付け

（貿易収支悪化の評価）

今回の震災・原発事故が経常収支に与える影響については、前述の自動車の輸出が

¹⁷ 例えば、Committee on International Economic Policy and Reform(2011, Ch.3)や Angeloni, Bénéassy-Quéré, Carton, Daruvas, Destais, Pisani-Ferry, Sapir and Vallée(2011)などを参照。

概ね震災以前の水準に戻りつつあること等を考えると、貿易収支悪化分の一定程度は一時的な要因によると考えられる。仮に鉱物性燃料の輸入増を恒久的、それ以外を一時的と考えると全体のうちそれぞれの影響は半分程度となる。

恒久的なショックとなる例としては、例えば潜在GDPの水準を低下させることが考えられる。本有識者会議WG1の下に置かれている潜在成長率専門チーム（座長：宮川努学習院大学教授）の中間整理¹⁸によれば、震災・原発事故に伴う電力・エネルギー制約は、今後のエネルギー価格の動向等にもよるが、火力代替だけの影響であれば大きくても1%ポイント程度潜在GDPを引下げるように作用する。ただしこの影響は、今後どの程度再生可能エネルギーを活用するのか、また今後国内でどの程度CO₂を削減するのかといった今後のエネルギー・環境政策次第で大きくなる可能性がある¹⁹。

（一時的なショックと恒久的なショック）

2期間のモデルが示すように（付録3参照）、一時的なショックと恒久的なショックでは経常収支に与える影響が異なる²⁰。ショックが一時的とみられる場合には、所得が一時的に低下しても恒常所得の低下は小幅にとどまることから、消費はさして減少しないため貯蓄が減少し、経常収支は一時的に悪化する。ただしショックは一時的

¹⁸ 「電力・エネルギー制約が潜在成長率に与える影響についての考え方（潜在成長率専門チーム 中間整理）」（第4回財政・社会保障の持続可能性に関する「経済分析ワーキング・グループ」提出資料、4月12日）を参照せよ。

¹⁹ 「エネルギーミックスの選択肢の原案について」中間報告案（総合資源エネルギー調査会基本問題委員会、2012年5月21日）がまとめた各選択肢の経済影響分析結果（表④）によれば、一番負の影響が大きくなる選択肢（原子力発電比率ゼロをできるだけ早期に実現）において2030年時点の実質GDPは、参照ケース（エネルギーミックスを2010年時点で固定）からの乖離率で▲5～▲1%であった。これらを年率換算した場合のマイナス幅は大きくて0.3%である。

²⁰ こうしたアプローチについては、例えばSachs（1981）、Obtsfeld and Rogoff（1996）、Frenkel and Razin（1996）を参照せよ。

であるので、その影響はすぐなくなり、したがって収支悪化も元に戻る事となる。

一方、原発停止に伴う火力発電用燃料の輸入や、電力制約等による企業の海外移転、グローバル・サプライチェーンの再構築などは、政策対応に依存する面もあるが、恒久的なショックとなる可能性がある。ただし、ショックが恒久的と認識された場合には、家計や企業の異時点間の最適化行動を通じて、恒常所得の低下が消費や投資の低下をもたらすため、経常収支の悪化は小幅になる可能性がある。

従って、今回のショックにより長期的に大幅に経常収支が悪化するとの予測は、さらに他の何らかの構造要因を想定している可能性がある。

また、貯蓄投資バランス・アプローチで考えれば、前述の恒久的なショック、例えば企業の海外移転が生じた場合に、付録2の図表17で整理しているように、貯蓄投資バランスに影響なく、自由な資本移動の下では実質為替レートが減価するだけという結果が生じる。しかし、変動相場制と固定相場制の入り混じった現実の国際通貨体制の下では実質為替レートが十分減価しないことが考えられ、その場合は、経常収支が悪化する可能性がある（深尾、2012b）。このような状況の下では、産業の競争力や企業の海外移転といった要因が経常収支に影響することとなる²¹。

3. 3 所得収支等

(大幅な黒字)

所得収支の黒字は2005年に初めて貿易サービス収支を上回り、それ以降10兆円超の黒字を計上している。所得収支黒字の大宗は証券投資収益であり、中でも債券利子等が大きい。また、直接投資収益の黒字は、2000年前後は1兆円程度であったものが、2006年以降概ね3~4兆円と増加傾向にある。配当金等の受取だけでなく、海外子会

²¹ こうした事例として大英帝国の経常収支を付録4で考察した。

社の内部留保として積み立てられた分（再投資収益²²）も増加している。

今後とも、海外金利や為替の動向に影響されるものの、所得収支は黒字が続くことが見込まれる。特に、収益率の高い直接投資が対外投資全体に占める比率はまだ諸外国に比し低いことから、直接投資を増加させることで対外投資収益率を高め、所得収支の黒字幅を大きくする余地はまだあるものと考えられる²³。

（図表 11 国際収支の動向（3））

（図表 12 対外投資収益率と直接投資比率）

（国際収支の発展段階説）

戦後の日本の国際貿易をサーベイした須田（2003）は、クローサーの国際収支の発展段階説の日本経済への適用として、1960年代半ばまでは「成熟した債務国」、60年代後半には「債務返済国」、70年代以降は「未成熟債権国」の仲間入りをしたという見方が多いと整理している²⁴。

（図表 13 経常収支の長期の推移と国際収支の発展段階説）

所得収支の黒字が増加基調である中、貿易サービス収支が2011年に赤字となった動きは、一見「成熟債権国」の仲間入りしたように見える。ただし、前の第3.2節

²² 再投資収益とは、直接投資先企業の収益のうち、国内の投資家に配分されずに内部留保として積み立てられたものである。発生主義の考え方にに基づき投資家に帰属する持ち分とみなして、配当同様に直接投資収益に計上されるため（1996年1月から新規計上）、国内の親会社に配当されるか否かは所得収支の大きさには影響しない。

²³ ただし、付録2の図表17の図式で考えると、垂直なISバランスの位置に変更なく、経常収支の線 l を右にシフトさせるだけであれば、実質為替レートが増価するだけで経常収支には影響がないという結果に終わることも考えられる。

²⁴ 国際収支の発展段階説については、Onitsuka(1974)及び鬼塚（1985）を参照せよ。

で整理したように、貿易サービス収支の赤字が果たしてどの程度定着するのかは、2011年のショックの性格や、種々の構造要因次第であるので、確定的なことは言い難い。また、そもそもこの発展段階説はライフ・サイクル仮説の応用であり、公的部門の役割が無視されている。この観点からは、日本が今後どのように「成熟債権国」となっていくかについては、政府の今後の財政健全化の取組みが大きな影響を与えると考えられる。

3. 4 小括

以上でみたように、高齢化の進展を背景に家計貯蓄率は低下傾向にあり、従って経常収支も中期的には縮小傾向にあると思われる。ただし、その縮小テンポについては、高齢化による家計の投資率への影響、経済活性化による投資の増加の程度、家計貯蓄率に影響を与える社会保障制度などの制度的要因、更には財政健全化の進展程度など、貯蓄や投資に影響を与える様々な要因に依存すると考えられる。

また、2011年の貿易収支赤字化には一時的な要因もあり、また、ショックが恒久的と認識された場合には最適化行動を通じて消費や投資の低下をもたらすことから、赤字が定着するとは必ずしも言い切れない。

4. 経常収支の持つ意味

(短期的には緩衝剤の側面)

短期的には、震災などの負のサプライ・ショック下では、経常収支の悪化により経済厚生が低下が抑制された面があると考えられる。その意味で経常収支(の悪化)は、対外取引を通じてサプライ・ショックを和らげた程度を示していると考えられる²⁵。

²⁵ 震災が国際収支に与える影響については、付録5を参照せよ。

(経済厚生と経常収支の黒字・赤字に直接の関係はない)

恒久的な負のサプライ・ショックが生じると、中長期的には GDP や経済厚生は低下するが、経常収支は悪化するとは限らないと考えられる。すなわち、経常収支の悪化自体と GDP や経済厚生との低下が対応しているわけではない²⁶。経常収支の赤字を長期間にわたって続けながら良好な経済状況を維持する国もある²⁷。GDP や経済厚生との低下にはそれ自体の問題として取り組む必要がある。

(グロスとネットの資金フロー：経常収支はチェックすべき指標の一つ)

世界的にグロスの資金フローが拡大し、経常収支が示すネットの資金フローだけでは把握できない種々の債権債務関係が増加している。すなわち、各国とも、ネットのポジションを変えないまま、資産と負債を両建てで増加させる傾向が、とりわけ 1990 年代後半から強まっている（図表 14）。例えば、1997 年にタイは経常収支が黒字のまま、アジア危機に見舞われたのであり、その国の負っているリスクを把握するためには、グロスの資産と負債の中身に注目する必要があると考えられる (Obtsfeld, 2012)。

(図表 14 グロスの取引の重要性)

しかしながら、Reinhart and Rogoff (2009) が示したように、金融危機や資産価格の下落前には経常収支の大幅な悪化や継続的に高い水準の経常赤字が見られるという歴史的事実がある。こうしたこともあり、経常収支は市場が注目する指標²⁸である。

²⁶ 付録 3 の図表 19 で一時的なショックが生じた場合に SS' だけの赤字が生じるが、ここで外国との取引を行わない閉鎖経済を考えてみよう。閉鎖経済においては経常収支が常に均衡しているが、 E_T を通っていた無差別曲線は左下に移動することとなり、効用水準は低下するはずである。すなわち、開放経済においては SS' の赤字が生じているが、赤字が生じない閉鎖経済よりも経済厚生は改善している。

²⁷ 須田 (1992) では、カナダについて「今日まで 100 年以上にわたって基調的に赤字を続け」、「黒字期は深刻な不況時と戦時のみであった」と述べている (p.127)。

²⁸ 例えば Q S S 特別調査 (2010 年 9 月) によると、国債暴落のきっかけとなる要因として「経

ただし、日本国債については、外国人保有比率が低い²⁹という点に市場も一定の留保を置いているものとみられる。

こうしたことにかんがみれば、経常収支は、その背後にある経済実態に関する一つの重要な指標であり、対外資産や負債の動向と合わせて常にチェックすべき指標の一つと位置づけるのが適当である。

（財政健全化との関係）

上記の議論を踏まえると、経常赤字が大きく拡大したり高い水準の赤字が継続することは、財政の持続可能性の観点からも問題となり得る。しかし、グロスの資金フローの議論から明らかなように、経常収支が黒字であるから国債は安全であるとか、経常収支が赤字であるから対外借り入れができなくなるといった性質のものではない。従って、財政健全化に向けた取組は経常収支の動向にかかわらず着実に進めることが必要である。

常収支ないし貿易収支」と回答する者が58%、「貯蓄率の大幅な低下」と回答するものが52%であった。

²⁹ 日本銀行「資金循環統計」によれば2011年末の日本国債の外国人保有比率は8.5%となっており、3割～5割程度である欧米各国（米、英、独、仏）（財務省理財局、2010）と比べ依然として低い水準となっている。

付録 1 各民間機関の経常収支の見方

(図表 15 民間機関等の経常収支等の見通し (未定稿))

付録2 貯蓄投資バランス

(1) 概要

GDP を支出面から記述すると、 $GDP = C + I + X - M$ と表現できる。ここで、 C は消費、 I は投資、 X は輸出、 M は輸入である。この両辺に海外からの所得純受取 (Y^f) を加えて整理すると、 $GNI = C + I + CA$ となる。右辺の CA は経常収支を示す。さらに、 C 及び I を左辺に移項すると、 $S - I = CA$ となって、貯蓄投資差額は経常収支と等しくなる。

ここで、自国、外国それぞれの貯蓄投資バランスと世界の国際収支の均衡は以下の3本の式で表せる。

$$S - I = CA \quad (1)$$

$$S^* - I^* = CA^* \quad (2)$$

$$CA + e \cdot CA^* = 0 \quad (3)$$

*印は外国を、 e は実質為替レートをそれぞれ表す。一般に、貯蓄は所得 (Y) と実質金利 (r) の関数、投資は r の関数、経常収支は Y と e の関数と考えることができる。ただし、ここでは「中期」を検討しており、 Y は潜在 GDP (Y^P) に常に等しいとしているので³⁰、式 (1) 及び (2) の左辺は実質金利の関数と見なすことができる。この結果、式 (1) ~ (3) の3本の式は2本のみが独立であり、ここから実質金利、実質為替レートが決定される。こうしたアプローチは為替レート決定理論の古典派モデルと呼ばれる³¹。

(図表 16 国際収支の均衡)

³⁰ 本文第1節を参照せよ。

³¹ 例えば岩田 (2000) を参照せよ。(pp.192-194)

さらにここで、実質為替レートが変化しても世界の金融市場で成立する均衡実質金利は影響を受けないと単純化の仮定を置くと³²、貯蓄投資バランスと経常収支の関係は図表 17 のように示すことができる³³。

(図表 17 貯蓄投資バランスと経常収支)

横軸に貯蓄投資バランスと経常収支、縦軸に実質為替レートをとると、貯蓄投資バランスは垂直な直線で、一方、経常収支は実質為替レートの減価によって増加するため右上がりの直線で、それぞれ表される。二つの線の交点 (A) で均衡が決定されるが、貯蓄投資バランスの線が垂直なので、経常収支は貯蓄投資バランスによって決定され、それに一致するように実質為替レートが e_0 に決まることとなる。

生産拠点の海外移転により直線 l が左にシフトすると、均衡点は B に移動する。(貯蓄投資バランスの線が垂直であるので) 経常収支は変わらないものの、実質為替レートは減価し e_1 となる。ただしこれは、自由な資本移動の下で実質為替レートが決定されることが前提であり現実の国際通貨体制の下では実質為替レートによる調整が十分機能しなかった場合、経常収支が悪化する可能性がある。つまり、直線 l が左にシフトしたにも関わらず、実質為替レートが e_1 まで十分に減価しなかった時には、経済構造の変化等により IS 曲線の左シフトにより調整され、均衡点は B よりも左下の点となり、経常収支が悪化する可能性がある。

³² 小宮 (1994) の pp.180~183 を参照せよ。これは $S(r) - I(r) = e(S^*(r) - I^*(r))$ を成立させる均衡の e と r の関係を述べたものであり、 e が変化しても r が変化しないと「積極的に主張することには無理がある」が、「一般的な命題を導くことは難しい」(p.182) ことからおかれている仮定である。この仮定が外れると r と e はあくまで同時決定となるため、以下の議論は複雑となる。

³³ こうしたアプローチについては、例えば小宮 (1994)、千明・深尾 (2002)、深尾 (2012b) などを参照せよ。

(2) 世界の貯蓄投資バランス

自由な資本移動により、実質金利は世界の資本市場で貯蓄と投資がバランスする水準で決定されることを図表 18 で考える。縦軸、横軸にそれぞれ実質金利、貯蓄または投資をとると、貯蓄関数は右上がりの S_0 であられる一方、投資関数は右下がりの I_0 であられる。

貯蓄投資バランスを決定する実質金利がどのように世界の金融市場で決定されるのかを見るのは、第 1 次、2 次の石油危機が世界の貯蓄投資バランスに及ぼした影響を見るのがわかりやすい。原油価格の高騰は、日本のような非産油国にとっては原油支払代金が増加する一方で、産油国にとってみれば同額の受取が増加するというトランスファーが報じている。これによって何が生じるかは「トランスファー問題」として国際経済学によって分析されてきた。

Bruno and Sachs(1985)によれば、第 1 次石油危機の際には、投資意欲が大きく減退する一方 (I_0 から I_1 にシフト)、トランスファーされた所得が産油国で支出されなかったために貯蓄は大幅に増加し (S_0 から S_1 にシフト)、実質金利は大きく低下した。これに対し、第 2 次石油危機の際には、投資意欲はやはり減退したものの小幅であり (I_0 から I_2 にシフト)、トランスファーされた所得が今度は産油国で速やかに支出されたために貯蓄は大幅に減少し (S_0 から S_2 にシフト)、実質金利は大きく上昇した。

(図表 18 原油価格高騰と世界経済の貯蓄投資バランス)

今回の動向をみると、リーマンショックもあって投資が大きく減少したためにこれまでのところ実質金利が大きく低下した。IMF の見通しによれば、その後は、産油国は支出が増加するために貯蓄供給は減少する見込みであるが、中国からの貯蓄の増加、米国の不均衡の是正もあるので、あまり大きな変化はないのではないかと推測される。

付録3 2期間モデルによる分析

エネルギー価格の一時的及び恒久的な上昇の影響について2期間モデルで検討を行う（図表19）。小国の仮定を置き、その結果、予算制約線は傾き一定となる。横軸にその国の第0期の生産・消費をとり、縦軸に第1期の生産・消費をとる。ショックのない状態では予算制約線 l_0 上の点 E_0 で、生産可能性フロンティア、無差別曲線が接しているため、貿易が行われておらず、収支は均衡している。

（図表19 エネルギー価格上昇の貿易収支に与える影響の整理）

恒久的なショックの場合、第0期及び第1期それぞれにおいて同程度生産が減少すると考えると、生産可能性フロンティアは原点方向に移動し、予算制約線は大きく内側にシフトする。この結果、均衡点は E_0 から E_1 に移動し、収支は依然均衡している。

一方、一時的なショックの場合は、第0期のみ生産が減少するので、生産可能性フロンティアは縦軸方向に移動する。このときショックのない第1期では初期と同じ生産が行われることを考えると、生産はRで行われることとなる。ここで、無差別曲線が予算制約線 l_T に接する点 E_T が消費点となり、この結果、第0期にSS'分の輸入が生じる。

以上から、このモデルにおいては、（1）恒久的なショックの下では生産、支出ともに大きく減少する結果、貿易収支は変わらないが、（2）一時的なショックの場合、生産が大きく減少しても消費がさほど減少しないため、貿易収支が大きく赤字化する。

付録4 大英帝国の経常収支と競争力

19世紀から第1次世界大戦の前までの英国の経常収支の推移をみると、英国は約1世紀にわたって経常収支の黒字を続けていた³⁴（図表20）。経常収支の黒字の内訳をみると、黒字は全て貿易収支外収支の黒字によるものであって、19世紀後半から50年以上にわたり、対GNP比10%超の黒字を計上した。他方、貿易収支は一貫して赤字であった。

さらに、貿易外収支の黒字は、その5割以上が海運業や貿易業務等によるものであり、いわば英国が海軍を背景に「七つの海」を支配するという比較優位によって稼いだものであった³⁵。

こうした英国の経験は、ある特定分野における競争力（または比較優位）が中長期的な経常収支の動向に影響を与えた例であるという意見があった。これを第17図のスキームで考えれば、IS曲線が右下がりである場合には、ある分野の競争力が経常収支を示す線ℓが右にシフトすることが中長期的に経常収支の黒字を拡大することになる。

（図表20 イギリスの経常収支の推移）

³⁴ 英国の経常収支の動きについては、例えば武藤（1992）、植田（1990）を見よ。

³⁵ ケネディ（1988）によれば、英国の陸軍は比較的小規模であり、「ヨーロッパの戦線に割り込むことはできなかつただろう」（上、p.238）が、海軍は世界最大であり、「当時の英国海軍の実戦力は二位以下の海軍三つないし四つ合わせたよりも強かつただろう」（上、p.239）。

付録5 震災が国際収支に与える影響

Obstfeld and Rogoff(1996, p.76)は関東大震災を例にとり、震災の影響は「一時的なショック」としている。そこで、関東大震災（1923年9月）、阪神・淡路大震災（1995年1月）、東日本大震災（2011年3月）の3つの場合について、震災の起きた年の前後に経済成長率及び国際収支がどのような動きをしたか、図表21に整理した。

すべての場合において、震災の起きた年に国際収支は顕著な悪化を示す。関東大震災の場合は、震災から2年後に、震災前3年間の平均程度まで回復しているので一時的なショックという見方が妥当でしょう。しかし、阪神・淡路大震災の場合は、2年たっても国際収支は目立った回復が見られなかった。これは2年後の1997年にアジア経済危機が起きており、収支改善幅がやや下振れしていると考えられる。

東日本大震災については、IMFの予測（IMF, 2012）によれば貿易サービス収支は2011年対GDP比▲0.7%から2013年0.2%まで回復すると予測されているが、これは地震前3年間の平均からの落ち込みの半分程度の回復であって、これは今回の地震の影響のうち恒久的なものが相当あるという見方と整合的である。

（図表21 震災が国際収支に与える影響）

参考文献

- 祝迫得夫・岡田恵子（2009）「日本経済における消費と貯蓄：1980年代以降の概観」
深尾京司編『マクロ経済と産業構造』内閣府経済社会総合研究所
- 祝迫得夫（2010）「マクロの企業貯蓄と近年の日本企業の資産調達の変遷」『経済分析』
vol.61 no.1 pp.18～32
- 岩田一政（2000）『国際経済学』第2版 新世社
- 植田和男・亀水晋（1986）「経常収支問題について」『フィナシャル・レビュー』No.1
4月
- 植田和男（1990）「経常収支の長期変動」吉川洋・岡崎哲二編『経済理論への歴史的
パースペクティブ』東京大学出版会
- 鬼塚雄丞編（1985）『資本輸出の経済学：我が国の国際収支と資本移動の諸問題』（財）
通商産業調査会
- 國峯孝祐（2012）「貿易赤字に関する考察」『マンスリー・トピックス』No.4. 2月16
日付け 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）
- ケネディ、ポール（1999）『大国の興亡：1500年から2000年までの経済の変遷と軍事
闘争』（上、下）（鈴木主税訳）、草思社
- 小宮隆太郎（1994）『貿易黒字・赤字の経済学：日米摩擦の愚かしさ』東洋経済新報社
- 財務省（2010）『債務管理レポート2010』
- 鈴木亘（2009）「どんな人々が無貯蓄、無資産世帯化しているのか」『学習院大学経済
論集』第46巻第2号 pp.203～228
- 須田美矢子編（1992）『対外不均衡の経済学』日本経済新聞社
- 須田美矢子（2003）「国際貿易」橋本俊詔編『戦後日本経済を検証する』第2章東京
大学出版会
- 千明誠・深尾京司（2002）「日本の構造的経常収支の動向：貯蓄・投資バランス・ア
プローチによる実証分析」*RIETI Discussion Paper Series. 02-J-017*
- 内閣府（2009）『年次経済財政報告 平成21年度』
- 日本銀行国際局（2012）『2011年の国際収支動向』
- 浜田浩児（2003）「SNA家計勘定の分布統計」『経済分析』第167号 平成15年3月
- 浜田浩児（2005）「1990年代におけるSNAベースの所得・資産分布」ESRIディスカ
ッションペーパーシリーズ No.129 平成17年5月
- 浜田浩児（2010）「2004年SNA分布統計の推計—国民経済計算ベースの所得・資産分
布」『季刊国民経済計算』No.141 平成22年3月
- 深尾京司（2012a）『「失われた20年」と日本経済：構造的な原因と再生への原動力の解

明』日本経済新聞出版社

深尾京司 (2012b) 「日本の経常収支の中長期的動向について」 4月5日付け報告用資料 (<http://www.ier.hit-u.ac.jp/~fukao/doc/20120409.pdf>)

ホリオカ、チャールズ・ユウジ (2004) 「団塊世代の退職と日本の家計貯蓄率」 樋口 美雄 + 財務省財務総合政策研究所 『団塊世代の定年と日本経済』 日本評論社

ホリオカ、チャールズ・ユウジ (2009) 「高齢化などの構造要因から見た日本の国際収支問題」 伊藤元重編 『国際環境の変化と日本経済』 経済社会総合研究所

松林洋一 (2009) 「家計貯蓄・企業貯蓄・政府貯蓄：代替性の日米比較」 『経済分析』 第181号 pp.46-77 内閣府経済社会総合研究所

武藤恭彦 (1992) 「英国の経常収支の持続的黑字：1880～1913」 須田美矢子編 『対外不均衡の経済学』 日本経済新聞社

八木澤一郎 (2012) 「所得収支の動向」 『今週の指標』 No.1024. 2月27日付け 内閣府政策統括官 (経済財政分析担当)

Angeloni, Ignazio, Agnès Bénéassy-Quéré, Benjamin Carton, Zsolt Daruvas, Christophe Destais, Jean Pisani-Ferry, André Sapir and Shahin Vallée(2011) *Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective*. Brugel Blueprint Series vol.8.

Bates, Thomas, W., Kathleen M. Kahle, and Rene M. Stulz (2009) “Why Do U.S. Firms Hold So Much Cash than They Used To?” *Journal of Finance*, vol.64 no.6. pp.1985-2021.

Bosworth, Barry and Chodorow-Reich(2006) *Savings and Demographic Change: The Global Dimension*. The Brookings Institution

Bruno, Michael and Jeffrey Sachs (1985) *Economics of Worldwide Stagflation*. Harvard University Press

Committee on International Economic Policy and Reform(2011) *Rethinking Central Banking*. The Brookings Institution

Frenkel, Jacob A. and Assaf Razin (1996) *Fiscal Policies and Growth in the World Economy*. 3rd edition MIT Press.

IMF (2011) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2011*.

IMF (2012) *World Economic Outlook*.

Lane, Philip, R., and Gian Maria Milesi-Ferretti (2007) "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics* vol.73

Obstfeld, Maurice and Kenneth S. Rogoff (1996) *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press.

Obstfeld, Maurice (2012) "Does the Current Account Still Matter?" *NBER Working Paper* no.17877

OECD(2012) *Economic Outlook*. May.

Onitsuka, Yusuke(1974) "International Capital Movements and the Patterns of Economic Growth", *American Economic Review*, vol.64, no.1, pp.24-36.

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009) *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Sachs, Jeffrey (1981) "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s," *Brooking Papers and Economic Activity* 1:201-282.

Yashiro, Naohiro (2003) "Demographic Changes and Their Implications for Japanese Household Savings." Robert Stern ed. *Japan's Economic Recovery: Commercial Policy, Monetary Policy, and Corporate Governance*. Edgar Elgar.