

中長期的な経常収支の見方について

Views on Japan's Medium-term Current Account Balance

編著

吉野直行

協力

内閣府 政策統括官（経済社会システム担当）付

2012年9月

本報告書は、古川内閣府特命担当大臣（経済財政政策）の指示を受け、経常収支の今後の中長期的、構造的な行方をどうみるか、経常収支の政策的意義付けは何かについて、内閣府の「経済社会構造に関する有識者会議」（座長：岩田一政 日本経済研究センター理事長）において行った検討を、吉野直行委員が内閣府の協力を得て、取りまとめたものである。

中長期的な経常収支の見方について（概要）

1．問題意識と考え方の枠組み

- 貿易収支赤字化の意味、経常収支の今後の中長期的、構造的な行方、経常収支の政策的意義づけ等を検討、考え方を整理
- 経常収支の中期的な検討のために貯蓄投資バランスの観点から検討。
- 民間機関・国際機関の経常収支の見方は様々（赤字化から黒字維持まで）

2．経常収支の動向とその背景

- 2011年貿易収支は赤字化したが、所得収支は大幅黒字であり、経常収支も黒字を維持
- 貯蓄投資差額は、企業は大幅な貯蓄超過、家計は小幅な貯蓄超過、政府部門は大幅な投資超過（財政赤字）

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

- ◇ 構造要因1 家計の高齢化：高齢化により貯蓄率は低下傾向にあるが、投資率低下によりその影響は一部相殺。
- ◇ 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：潜在成長率の低下によって低迷していた投資が経済活性化により増加し、貯蓄超過が縮小する可能性
- ◇ 構造要因3 財政健全化への取組：財政健全化を着実に進めることで投資超過幅が縮小
- ◇ 構造要因4 企業の海外移転：海外移転の影響は貯蓄・投資両面にあり経常収支への影響は不確定
- ◇ 構造要因5 世界の経常収支の推移：日本の貯蓄投資バランスは世界の実質金利により決定。中国や米国の不均衡、産油国の動向に留意

3.2 2011年のショックの性格付け

- ◇ 生産性へのショックが一時的なものの場合、経常収支の悪化は大きい影響は一時的。恒久的なショックの場合は、家計の最適化行動を通じて経常収支の悪化は小幅。2011年のショックは両方の側面（鉱物性燃料を恒久的とすればそれぞれ半々）。

3.3 所得収支

- ◇ 所得収支の黒字幅は、直接投資比率の上昇により拡大の可能性

3.4 小括

- ◇ 高齢化によって中長期的に経常収支の黒字は縮小傾向にあると思われるが、そのテンポは貯蓄や投資に影響を与える景気動向や制度改革、更には財政健全化等の要因に依存。2011年の貿易収支赤字化には一時的な要因もあり、これ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：震災時には収支悪化（エネルギーや不足する物資の輸入増加）により国内経済の下押しを緩和し経済厚生が低下が抑制
- 経済厚生と経常収支の黒字・赤字に直接の関係はないが、経済厚生が低下はそれ自体問題として取り組むべき
- 市場が注目する指標である経常収支はチェックすべき指標の一つであるが、それで捉えられないリスクも存在
- 経常収支の動向にかかわらず財政健全化は着実に進めるべき

目次

1 . 問題意識と考え方の枠組み	1
問題意識 / 民間機関・国際機関の見方 / 考え方の枠組み	
2 . 経常収支の動向とその背景	3
2011 年の経常収支の動向 / 貯蓄投資差額の動向	
3 . 中長期的な経常収支の見方に係る論点	5
3 . 1 構造要因に関する論点	5
構造要因 1 : 家計の高齢化 / 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 / 構造要因 3 : 財政健全化への取り組み / 構造要因 4 : 企業の海外移転 / 構造要因 5 : 世界の経常収支の推移	
3 . 2 2011 年のショックの性格付け	9
貿易収支悪化の評価 / 一時的なショックと恒久的なショック	
3 . 3 所得収支等	11
大幅な黒字 / 国際収支の発展段階説	
3 . 4 小括	13
4 . 経常収支の持つ意味	14
短期的には緩衝材の側面 / 経済厚生と経常収支の黒字・赤字に直接の関係はない / 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 / 財政健全化との関係	
参考文献	17
図表	21
付録	31
付録 1 各民間機関の経常収支の見方	33
付録 2 為替レートと短期的な貿易収支の動きについて	34
付録 3 貯蓄投資バランス	35
付録 4 世界の貯蓄投資バランス	38
付録 5 一時的なショックと恒久的なショックの違い	40
付録 6 国際競争力と経常収支	42
付録図表	44
経済社会構造に関する有識者会議委員名簿	51
経済社会構造に関する有識者会議における検討経過	52
事務局	53

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30人以上が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額の見方)

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

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」の2012年5月調査と8月調査を比べると、黒字転換の時期について後ずれが見られるものの、「数年内には転換しない」との回答は6人から7人に増えただけである。

³ OECD(2012, Ch.4)を参照せよ。

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

ており、見方が分かれています。

(考え方の枠組み)

経常収支には、貿易・サービス・所得収支・経常移転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としての側面の、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(図表2参照)。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。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(付録2参照)。

本報告で言う「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⁵。

(図表2 各制度部門の貯蓄投資差額と経常収支)

⁵ 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、フローと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。

2. 経常収支の動向とその背景

(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。2012年上半期の貿易収支は前年同期より2.0兆円悪化し、2.5兆円の赤字となり、経常収支黒字は3.0兆円となった。

(図表3 国際収支及び対外資産負債残高の状況)

2011年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、輸入価格要因(鉱物性燃料)が約半分、輸入数量要因(化学、機械機器、鉱物性燃料)が約1/4、輸出数量要因(電気機械、輸送機械)が約1/4を占める⁶。

(図表4 貿易サービス収支、輸出入品目の動向)

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

⁶ 2011年の貿易収支の分析については、國峯(2012)、日本銀行国際局(2012a)を参照せよ。

ゼロとなる。

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 3 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。すなわち、資本の自由な移動等を仮定すれば、理論上は、中期的には経常収支が実質為替レートを決定するのであり、逆ではない。

近年の部門別の貯蓄投資差額⁷をみると、法人企業は 2000 年代に純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、純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。

家計部門は純貯蓄、純投資ともに低下し、2010 年にはそれぞれ同 1.5%、同▲1.9%となり、貯蓄投資差額は小幅の貯蓄超過（同 3.5%）となっている⁸。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、純投資は近年ゼロに近づいているものの、純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⁹。

(図表 5 部門別の貯蓄・投資の推移)

⁷ 貯蓄投資差額＝貯蓄－投資＋資本移転（純）受取

⁸ 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。

⁹ 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。

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¹⁰、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¹¹する場合には退職世代の人数の増加が緩やかになるので、貯蓄率の低下のテンポも緩やかになると考えられる¹²。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)

ただし、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。

¹⁰ 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）。

¹¹ 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。

¹² こうした見方として、例えば Yashiro (2003)がある。

次に、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。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¹³。「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場合には貯蓄を始めることとなり、家計貯蓄率の低下が弱まることも考えられる。

(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、さらに家計の純投資も減少することも考え合わせると、高齢化の進展が貯蓄投資差額に及ぼす影響は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蓄に大きく影響するので、経常収支の黒字は、それほど顕著ではないが縮小していくとしている。

(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中で企業行動が消極化していることがあげられる¹⁴。すなわち、法人企業の純貯蓄の動きを

¹³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。

¹⁴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。

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、これはデフレ下で負債削減を行い、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）¹⁵。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の期待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。

人口減少は、潜在成長率の低下を通じて投資を減少させるが、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を増加させ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、期待成長率の上昇により企業活動が徐々に積極化し経済が活性化した段階では、設備投資の活発化から、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）

（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、財政や社会保障の将来不安によって家計部門の貯蓄が行われているとしたら、財政健全化により将来不安が軽減され、民間貯蓄が減少する可能性がある点に留意が必要である。

¹⁵ 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。また、財務省「法人企業統計季報」の個票データを分析した三輪(2011)によれば、1994年度～2009年度の期間において、銀行短期借入依存度が着実に低下し、しかも大企業よりもむしろ中小企業でより低下している。

(構造要因4：企業の海外移転)

製造業の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4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¹⁶。

(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。本有識者会議の財政・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」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¹⁷によれば、震災・原発事故に伴う電力・エネルギー制約は、今

¹⁶ 例えば、Committee on International Economic Policy and Reform(2011, Ch.3)や Angeloni, Bénéassy-Quérel, Carton, Daruvas, Destais, Pisani-Ferry, Sapir and Vallée(2011)などを参照。

¹⁷ 「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

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¹⁸。

(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5参照)、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¹⁹。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。

ループ」提出資料、4月12日)を参照せよ。

¹⁸経済産業大臣が第9回エネルギー・環境会議(2012年6月8日)に報告した資料によれば、一番負の影響が大きくなる選択肢(意思をもって原子力発電比率ゼロをできるだけ早期に実現し、再生可能エネルギーを基軸とした電源構成とする)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▲5.0%~▲1.0%(約▲31~▲6兆円)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。

¹⁹こうしたアプローチについては、例えばSachs(1981)、Obstfeld and Rogoff(1996)、Frenkel and Razin(1996)を参照せよ。

また、貯蓄投資バランスから考えれば、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3の付録図表C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（付録6を参照）。

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、海外子会社の内部留保として積み立てられた分（再投資収益²⁰）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²¹。

²⁰ 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。

²¹ ただし、付録3の付録図表C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。

(図表 11 所得収支の動向)

(図表 12 対外投資収益率と直接投資比率)

直接投資で有望なものとしては、例えば「新成長戦略」においてインフラ整備のパッケージ輸出を推進することとしている。その際に、現地通貨建ての取引を円滑化するための政策支援が必要だという指摘がある²²。アジア危機を経て、アジアの貯蓄をアジアの投資に間接金融と直接金融をバランスよく活用するために、「アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI)」が推進されているところであり、こうした市場でインフラ・レベニュー債の発行などが提言されている (Yoshino, 2012)。

(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 (Crowther) の国際収支の発展段階説の日本経済への適用について、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²³。

(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「未成熟債権国」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、

²² 経済同友会 (2012) では、国際協力銀行 (JBIC) による現地通貨建て債券の発行及び融資の実行が具体的改善点として挙げられている。

²³ 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。

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・サイクル仮説を国に応用したものであり、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による公的部門の貯蓄投資バランスの動向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ついては一時的な要因があること、さらに、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、経常収支の悪化それ自体は小幅になる可能性があることから、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

以上の検討を踏まえると、経済財政運営における経常収支の意味は以下のようにまとめられる。

（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、国内における供給不足に対応して輸入が増加する場合など、結果として経常収支の悪化により経済厚生は低下が一定程度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²⁴。

（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 や経済厚生は低下が必ずしも一対一に対応しているわけではない²⁵。カナダやオーストラリアのように、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²⁶。GDP や経済厚生は低下にはそれ自体の問題として取り組む必要がある。

²⁴ 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。

²⁵ 付録5の付録図表H（2）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 を通過し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。

²⁶ 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」と述べており（p.127）、実際1999年～2008年に継続して黒字を出した以外は赤字基調であった。また、オーストラリアについては1974年以降、一度も黒字となったことがない。この結果、オーストラリアの対外純債務対GDP比は約60%超に達している（2007年末）。

（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）

前述のような考え方を更に一步進めると、経常収支の黒字・赤字には全く何の問題もないという見方になるが²⁷、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以上、市場の機能や経済主体の対応能力を信頼してここまで楽観視することは適当でない。何よりも経常収支は実際に市場が注目する指標であり²⁸、日本国債については外国人保有比率が低く市場も一定の留保を置いているとは見られるものの²⁹、やはり経常収支の動向には注視が必要である。

他方、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点が重要である。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。タイについては、国内金融機関の対外資金調達と対内融資における通貨及び満期のダブル・ミスマッチによって通貨危機から金融危機に陥ったと指摘されている（Ito and Rose, 2008）。こうしたリスクを把握するためには、政府部門だけでなく民間部門も含め、グロスの資産と負債の中身に着目する必要があると考えられる（Obstfeld, 2012）。

²⁷ こうした見方の背後にあるのは、Obstfeld(2012)によれば、現実を完備市場（将来のキャッシュフローの状態を全て手元の証券の組み合わせで複製できる）で近似できるという考えか、将来まで考えた上での「成人間の同意」に基づくものだから大丈夫という考え方（“consenting adults” view）である。

²⁸ 例えばQSS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「経常収支ないし貿易収支」と回答（複数回答）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。

(図表 14 グロスの取引の重要性)

以上を鑑みれば、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したりすることは、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。

参考文献

- 伊藤隆敏・小川英治・清水順子（2010）「グローバルインバランス、東アジア通貨間乖離と国際協調の必要性—AMU による分析等」*RIETI Discussion Paper Series*. 10-P-023
- 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』第 1 号 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）『資本輸出国の経済学：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）
- 経済同友会（2012）『「日本再生・成長戦略 PT」提言書 競争に勝つ、新しい成長戦略』5 月 21 日付け
- 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』
- 佐久間 隆・増島 稔・前田 佐恵子・符川 公平・岩本 光一郎（2011）「短期日本経済マクロ計量モデル(2011 年版)の構造と乗数分析」ESRI ディスカッションペーパーシリーズ No.259 平成 23 年 1 月
- 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」橘木俊詔編『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（2012）『年次経済財政報告 平成 24 年度』

- 日本銀行国際局 (2012a) 『2011年の国際収支動向』
- 日本銀行国際局 (2012b) 『2011年末の本邦対外資産負債残高』
- 浜田宏一 (1996) 『国際金融』 岩波書店
- 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
- 浜田浩児 (2012) 「2009 年 SNA 分布統計の推計—2000 年代後半における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.148 平成 24 年 6 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
- 三輪芳朗 (2011) 「『銀行ばなれ』と『金融危機』(騒動)の実相：『法人企業統計季報』個票を通じた日本企業の資金調達行動、1994～2009 年度」『フィナンシャル・レビュー』 第 107 号 pp.121～145
- 武藤恭彦 (1992) 「英国の経常収支の持続的黒字：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.
- Frankel Jeffrey and Shang-Jin Wei (2008) “Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of the Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights”, *IMF staff paper* vol.55, No.3
- IMF (2011) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2011*.
- IMF (2012a) *World Economic Outlook*. April.
- IMF(2012b) *Global Financial Stability Report*. April.
- Ito, Takatoshi and Andrew K. Rose (2008) "Introduction", Ito and Rose ed. *International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy*, University of Chicago Press
- 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?” *American Economic Review*, vol.102, no.3, pp.1-23.
- 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, pp.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.

Yoshino Naoyuki, Sahoko Kaji and Ayako Suzuki (2004) "The basket-peg, dollar-peg, and floating: A comparative analysis", *Journal of the Japanese and International Economies* 18(2), pp.183-217.

Yoshino Naoyuki, Sahoko Kaji, and Tamon Asonuma (2012) "Choices of Optimal Monetary Policy Instruments Under the Floating and the Basket-Peg Regimes" *Singapore Economic Review*, Forthcoming

Yoshino, Naoyuki (2012) "Background and Discussion Note for the OECD-ADBI 12th Roundtable on Capital Market Reform in Asia" Feb. 7. ADB Institute