

日本の経常収支を考える

高齢化により、家計の貯蓄は縮小も、同時に投資も細るため、貯蓄投資バランスは大きく悪化せず。国内と海外の成長率格差により、企業の貯蓄超過は継続。そのため、メインシナリオでは2010年代の経常収支の赤字転落は予想せず。リスクは政府の更なる財政赤字拡大と交易条件の悪化。

経常収支 = 国内部門のISバランス

2011年の貿易収支が赤字へ転じ、経常収支も前年から5割近く縮小した。日本も米国と同じく、早晚、財政赤字と経常赤字という双子の赤字を抱えることになるのだろうか。ただ、経常赤字転落の可能性は、経常収支を統計上、構成する貿易収支やサービス収支、所得収支の動きを考えても容易には見えてこない。経常収支と表裏一体の関係にある、日本全体の貯蓄投資バランス（ISバランス）を考える必要がある。国内のISバランスと経常収支は、右図の関係にあり、概念上は同一である。

故にISバランスの先行きを考えることこそが、経常収支の長期予想に等しい。実際、SNA統計に基づく日本の国内部門のISバランスの推移は、グラフに示すように統計上の誤差を除けば、経常収支に一致している。

一般政府の投資超過を民間の貯蓄超過が上回る

ISバランスの推移を一見して明らかなのは、日本では、家計等（家計部門と対家計民間非営利団体）と企業部門（非金融法人企業と金融法人）という民間セク

ターの生み出す大幅な貯蓄超過が、一般政府の投資超過を上回ることによって、国内部門全体では貯蓄超過、つまり経常黒字になっている点である。SNA統計で貯蓄投資バランスが明らかなのは2010年度までだが、2011年度には金融危機や大震災を受けて一般政府の投資超過（＝財政赤字）が更に膨らみ、国内部門全体の貯蓄超過幅を縮小させる方向に寄与したと考えられる。一般政府の大幅な投資超過は、今後も継続する。そのため、一般政府の投資超過を吸収するだけの規模に、民間部門の貯蓄超過が維持されるか否かが、今後を考える上での重要なポイントになる。

以下では、家計や企業などの部門別に、貯蓄投資バランスを検討するが、注意頂きたいのは「投資」概念である。ここでいう「投資」とは国内の総固定資本形成から固定資本減耗を控除したものであり¹、固定

貯蓄投資バランスと経常収支の関係

$$Y = C + I + X - M$$

国内総生産 消費 投資 輸出 輸入

$$Y - C - I = X - M$$

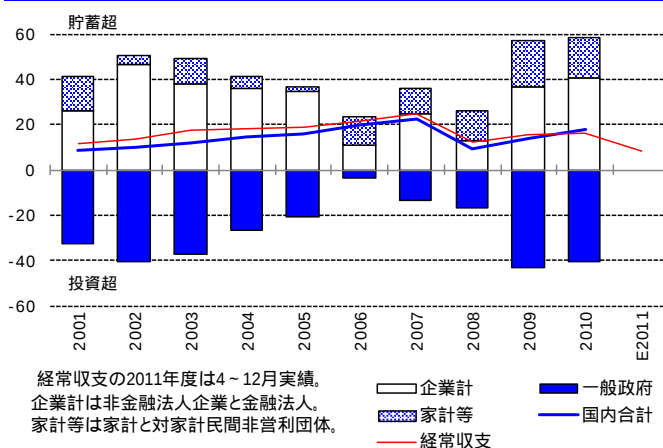
$$S - I = X - M$$

貯蓄 投資

$$IS \text{ バランス} = \text{経常収支}$$

(出所) 当社作成

経常収支と貯蓄投資バランス(兆円、年度)



(出所) 内閣府、財務省、日本銀行

¹ 厳密には、総固定資本形成 + 在庫品増加 + 土地の購入 - 固定資本減耗。

資本減耗が総固定資本形成を上回ると、固定資本減耗を下回る総固定資本形成しか実施されないと、「投資」はマイナスとなる。後述するように、足元では、家計と企業が共に「投資」がマイナスの状況にある。

家計部門の貯蓄は高齢化に伴い縮小

ISバランスについて、まず一般に指摘されるのは、高齢化に伴う家計の貯蓄減少である²。ライフサイクルにおいて、人は若年時代に（年金も含め）貯蓄し、高齢者になったときに、それを取り崩して、消費支出を賄う。そのため、低年齢層の貯蓄率はプラスの一方、高齢者の貯蓄率は大幅なマイナスである。そうした高齢者世帯が家計全体に占める比率が高まれば、家計部門の貯蓄は縮小し、貯蓄率も低下することになる。

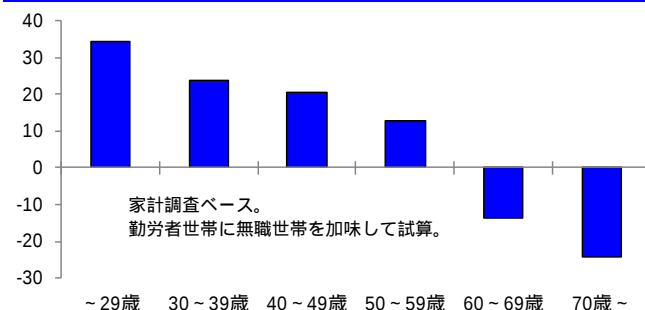
2020年に貯蓄率はゼロか？

そうした人口動態に依存する家計の貯蓄率は予想しやすいが故に、言及する論者が多い。確かに、2011年度以降について、高齢者世帯数比率を変数として貯蓄率の先行きをシミュレートすると、確かに貯蓄率は低下傾向をたどり、2020年度にほぼゼロとなる。但し、貯蓄率自体の過去推移、それ自体が示すように、貯蓄率は高齢化のみに影響を受けるわけではない。家計貯蓄率の推移についても、2008年度まで高齢化に伴い低下傾向をたどっていたが金融危機を受けて2009年に上昇したとの説明が可能な一方、2001年まで急低下した後、その後は2%を挟んで一進一退で推移しているとの解釈もできる。貯蓄率は、社会保障政策や所得分配政策、税制などの制度要因に加え、景気動向やマインドなどにも左右される。また、高齢化についても、平均寿命の上昇という側面が、老後に備えての必要貯蓄額の増加を通じて、現役世代の貯蓄率を押し上げる方向に作用する可能性もある。

貯蓄ゼロでも貯蓄投資バランスは貯蓄超過のまま

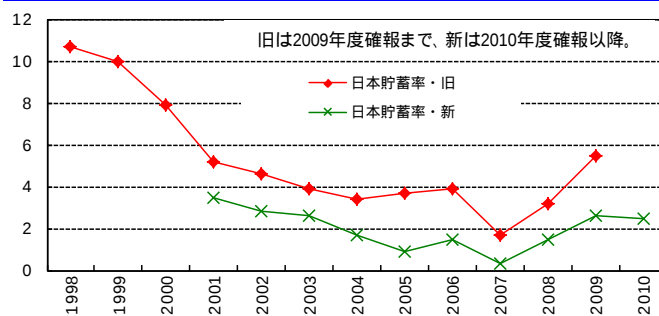
更に重要なのは、高齢者世帯数の増加に沿って、貯蓄率が2020年にゼロ%まで、貯蓄額がゼロまで低下するとしても、それだけで家計のISバランスが投資超過になるわけではない点である。寧ろ、現在の貯蓄投資バランスの内訳をみると、2006年度以降は、貯蓄よりも投資減少が貯蓄投資バランス全体を貯蓄超過

世帯主の年齢別貯蓄率(2010年)



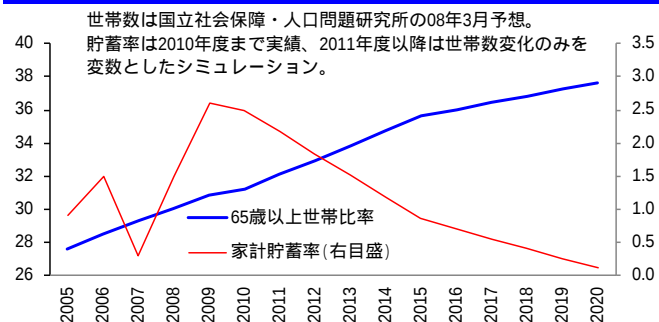
(出所)総務省資料より一定の前提の下に当社試算。

家計貯蓄率の推移(%, 年度)



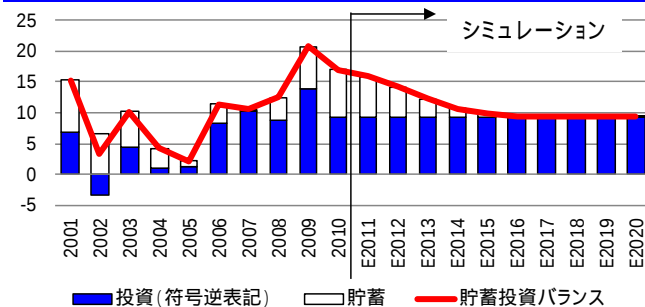
(出所)内閣府

貯蓄率のシミュレーション(%, 年度)



(出所)内閣府、総務省、国立社会保障・人口問題研究所

家計の貯蓄投資バランス(兆円、年度)



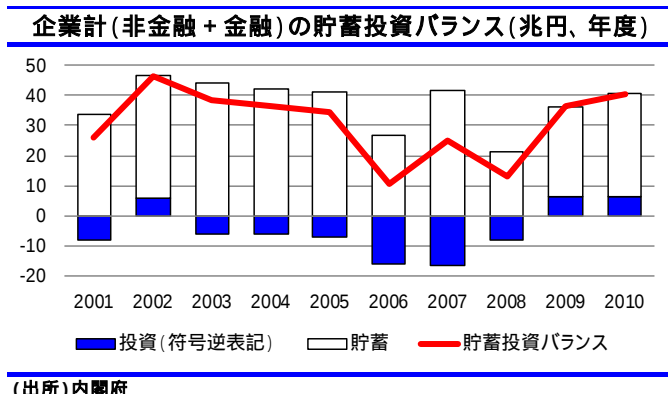
(出所)内閣府

² 以下の議論では、対家計民間非営利団体については金額が小さいため捨象する。

方向としている割合はるかに大きい。これは住宅資本について固定資本減耗を下回る投資しか行われていないためだが、その背景には少子高齢化や人口減少がある。従って、高齢化による貯蓄率低下を指摘するのであれば、同時に生じる投資縮小にも言及しなければ片手落ちであろう。貯蓄率の低下と同様に、家計の投資抑制の動きは継続する可能性が高い（グラフでは 2011 年度以降も 2010 年度と同額の投資抑制が続くとのシミュレーションを示している）。こうした貯蓄と投資の両面の動きを総合すると、家計の IS バランスにおける貯蓄超過額は、貯蓄縮小により減少すると見込まれるものの、投資圧縮の継続により、貯蓄超過状態は確保されるということになる。2010 年代中に、家計の IS バランスが投資超過に転じるとは、当社はメインシナリオにおいて想定しない。

企業部門は大幅な貯蓄超過状態

先に家計の動きをみたが、足元で日本全体の貯蓄超過の相当部分を生み出しているのは、家計ではなく企業部門（非金融法人＋金融法人）である。そのため、家計の貯蓄投資バランスが、（当社はそもそも家計の貯蓄投資バランスが投資超過になるとは予想しないが）高齢化に伴い悪化すると論じるだけでは、日本全体の IS バランスを説明することにはならない。企業部門の IS バランスは統計の連続性のある 2001 年度以降、大幅な貯蓄超過状態が続いて



いる。円安を受けた国内立地の競争力向上に伴う製造業の国内回帰が謳われた 2006・2007 年度に投資が増加し貯蓄超過幅が縮小している点が示唆するように、企業部門の IS バランスは、日本国内と海外との期待成長率格差に依存する部分が大いと考えられる。日本国内の競争力が増せば国内投資を拡大するが、国内生産の競争力低下や国内需要の低迷が予想されれば国内投資は絞り込まれる。人口減少などにより日本の内需について顕著な伸びが期待できないことを踏まえれば、こうした企業部門の貯蓄超過は当面続く可能性が高いと考えられる。

企業部門の貯蓄超過は海外投資へ向かう

この企業部門の貯蓄超過については、全てが企業内に蓄えられている訳ではない。IS バランスが示す企業部門の貯蓄超過は国内の動きを示すにとどまり、それは日本全体の貯蓄超過に相当する経常黒字に転じて、さらに言えば M&A 等の直接投資や証券投資というかたちで海外へ振り向けられている。

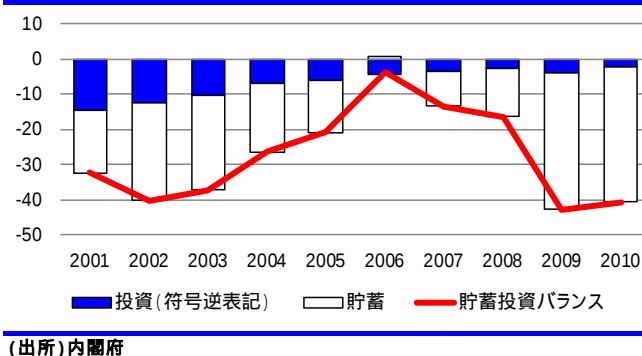
また、企業が投資意欲を正常状態へ回復すれば、貯蓄投資バランスは容易に投資超過へ反転するとの主張もある。確かに、2009・2010 年度の投資のマイナス（固定資本減耗額を総固定資本形成が下回る状態）は異常事態とも言え、それは早晩解消する可能性が高い。しかし、企業部門の IS バランスの大幅な貯蓄超過は、家計の貯蓄超過の多くが投資部分（投資の縮小）により構成されるのとは反対に、貯蓄部分によって形成されている。そのため、国内投資の多少の積極化では、企業部門の IS バランスが投資超過に反転することはないと考えられる。

現行政策では一般政府の大幅な投資超過は解消しない

ここまで見てきたように、民間部門の IS バランスについては、高齢化に伴う家計の貯蓄縮小により貯蓄超過幅の多少の縮小が見込まれるものの、大幅な貯蓄超過状態は容易には変わりそうにない。そのため、

国内部門全体の IS バランスひいては経常収支の先行きを大きく左右するのは、一般政府部門の動向になる可能性が高い。2010 年度時点で一般政府の投資超過幅（財政赤字）は 41 兆円程度に達しているが、2011 年度は社会保障費用の拡大や東日本大震災からの復興費用によってさらに拡大したと見込まれる。政府は消費税率引き上げによる歳入増加を計画しているが、社会保障費の自然増加については圧縮する姿勢を示していないため、財政収支が改善することは期待薄と言える。一般政府の IS バランスについては、今後も、2010 年度と同程度の投資超過が続く可能性が高いと考えられる。

一般政府の貯蓄投資バランス（兆円、年度）



経常収支の黒字維持がメインシナリオ

こうした家計、企業、一般政府という経済主体の IS バランスの動きを踏まえると、民間部門の IS バランスは貯蓄超過幅が縮小傾向こそたどるものの、一般政府の投資超過幅をカバーできなくなるほどには縮小しないと考えられる。従って、2010 年代に国内部門全体の IS バランスは貯蓄超過状態を維持する。つまり、経常収支の赤字転落は当面予想されない。これが当社のメインシナリオである。

但し、このメインシナリオに対しては、いくつかのリスクシナリオ、つまり経常収支の赤字転落シナリオが存在する。リスクシナリオへの備えも、当然に必要である。

リスクシナリオ : 財政赤字の膨張

IS バランス側から想起される最大のリスクシナリオは、財政赤字の膨張による一般政府の投資超過幅の拡大である。ポピュリズムに傾倒した政策対応が続き、投資超過幅（財政赤字）が拡大を続ければ、民間部門の貯蓄超過を上回り、国内部門の IS バランス全体が投資超過に、すなわち経常収支が赤字へ転落する可能性は否定できない。

経常収支は、黒字が正しく、赤字が悪いというものではない。例を挙げるまでもなく、世界には多数の経常赤字国がある。しかし、日本については、現時点でさえ持続可能ではない財政赤字の、更なる拡大によって、経常収支の赤字転落がもたらされれば、それは破滅的な事態となる可能性が高い。IS バランスの定義自体が意味するように経常赤字は、国内の貯蓄によって国内の資金需要を賄えない事態を意味する。もちろん、海外の資金によるファイナンスで国内の資金需要を賄えば、問題はない。しかし、財政状態の更なる悪化は、当然に大幅な格下げを招く。財政赤字の更なる拡大によって経常赤字に至るような場合には、相当の金利プレミアムを支払わない限り、海外資金によるファイナンスは不可能な事態に至っている可能性が高いだろう。なお、経常赤字に至る前でも、更なる財政悪化が進捗するいずれかの段階で、国内の家計や企業が財政リスクの高まりに対して反旗を翻し、海外への資金逃避を進める可能性がある（その場合、金利上昇と円安が生じると想定される）。これは、政治が発揮できないディシプリン（財政規律）を、自国民が自らの投資行動によって発揮する場合とも言える。

リスクシナリオ : 交易条件悪化による貿易赤字拡大

は構造的な変化によるリスクシナリオだが、突発的・短期的な観点では、貿易動向面からのリスクシナ

リオが指摘できる。交易条件悪化による貿易赤字の急拡大が所得収支などを食い潰す場合である。ここで想定するのは、単なる輸入増加ではなく、資源価格上昇と国内エネルギー供給体制の変更などによる交易条件の大幅悪化である。逆に言えば、海外への生産移転の進捗により輸出が伸び悩み、輸入が拡大することで生じる貿易赤字の場合には、突然の経常赤字転落は想定されない。海外生産移転の進捗は、所得収支の黒字拡大を伴う可能性が高いため、国内雇用の海外流出による部分は差し引くべきだが、経常収支の黒字幅縮小のペースは比較的緩やかであろう。そうした海外への生産移転の進捗による経常収支の黒字幅縮小は、寧ろメインシナリオの範疇と言える。

交易条件悪化による輸入急増、貿易赤字拡大というリスクシナリオを IS バランス面からみると、国内需要財の価格上昇に伴う国内経済主体による所得減、すなわち民間部門の貯蓄縮小というかたちになると考えられる。つまり、家計と企業の貯蓄が縮小し、国内全体の貯蓄投資バランスが投資超過に転じてしまう。

但し、こうした交易条件悪化の動きは、通貨減価という為替調整のメカニズムによって修正されると想定するのが常識的である。一時的な赤字転落はあるとしても、日本国内の生産資本（特に量的・質的な人的資本）が極端に衰退していなければ、通貨減価に伴う輸出競争力の回復により輸出が増加し、貿易収支は改善へ向かうだろう。実は、これは現在、米国において生じつつあるメカニズムでもある。米ドルの大幅な減価によって、米国内における製造業の競争力が回復し、投資や雇用が拡大しつつある。既に製造業の雇用は 2010 年、2011 年と二年連続で増加した。

ここで掲げた日本の経常収支が、早期に、すなわち 2010 年代にも赤字化するという二つのリスクシナリオは、ある意味で、財政規律や為替調整という、ある意味では自律的とも言える調整のメカニズムが機能しない場合とも言い換えることもできるだろう。