

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

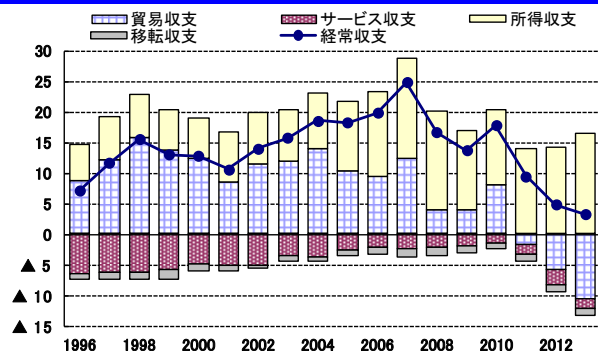
変わる日本の貿易構造～経常収支の不均衡是正へ

2013 年の経常黒字は 3 年連続の減少となり、2010 年に比べ 5 分の 1 以下の 3.3 兆円となった。円高などによる貿易収支の急速な悪化が主因である。2013 年は大幅に円安が進んだが、貿易収支は主に価格変動によって赤字が拡大、J カーブ効果の初期段階から脱していない。円安進行下での輸入数量の増加は需要の強さで説明できるが、輸出数量が増加しないことは構造的な変化を含めて幾つかの要因が指摘できる。これらの要因は、不可逆的ないしは変化に時間を要するものが多いため、当面は輸出の数量ベースでの力強い拡大を期待できない。一方で、輸入は消費増税の影響で伸び悩むため、貿易赤字は 2014 年度には若干縮小しよう。また、経常収支は、所得収支の黒字拡大とサービス収支の赤字縮小が加わり、黒字の縮小に歯止めが掛かろう。一部で懸念されている経常収支の赤字定着は、高水準の貿易赤字が続いた場合でも、所得収支やサービス収支の動向を踏まえれば現実的な見通しとは言いがたいが、大幅黒字も見込み難い。このことは、デフレの遠因でもあった経常収支の不均衡が是正されるという解釈が適当であろう。

経常黒字は 3 年間で 5 分の 1 以下に縮小

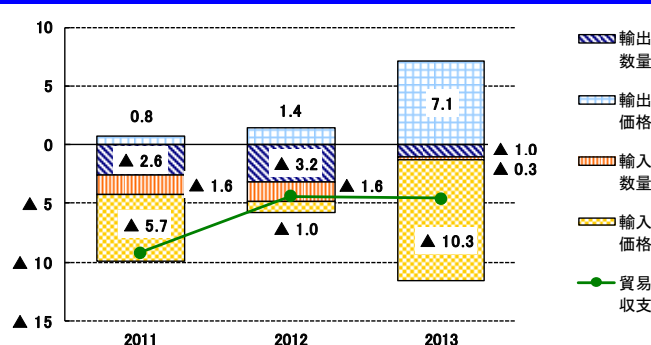
2013 年の経常収支は、前年の 4 兆 8,236 億円から 3 兆 3,061 億円へ黒字幅が縮小した。黒字縮小は 3 年連続であり、経常黒字は 2010 年の 17 兆 8,881 億円から 3 年間で 5 分の 1 以下に縮小したことになる。その主因は貿易収支の悪化であり、2010 年に 7 兆 9,788 億円の黒字であった貿易収支は、2013 年に 10 兆 6,399 億円の赤字に転じた。一方で、この間に所得収支の黒字幅は 12 兆 4,149 億円から 16 兆 5,317 億円へ拡大し、経常収支が通年で赤字に陥ることを防いだ。

経常収支の推移(兆円)



(出所)日本銀行

貿易収支の変化(前年差、兆円)



(出所)財務省

貿易収支の悪化には、東日本大震災を受けた化石燃料輸入の拡大や生産設備の棄損による輸出減に加え、大幅な円高の進行が影響した。2010 年前半に 1 ドル＝90 円台前半で推移していたドル円相場は、2011 年 7 月に 80 円を割り込み、10 月には 75 円台まで円高が進み、数量ベースでの輸出の減少と輸入の増加につながった。しかしながら、2013 年はドル円相場が 2012 年平均の 1 ドル＝79.8 円から 97.6 円へ 22% も円安方向へ振れたにもかかわらず、経常黒字はさらに 1 兆 5,175 億円縮小した。為替変動の恩恵を受けて所得収支は黒字が 2 兆 2,593 億円拡大、サービス収支は赤字が 8,949 億円縮小したが、貿易収支の赤字は前年から 4 兆 8,257 億円拡大した。円安局面が 1 年以上続いているにもかかわらず、未だ J カーブ効果

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

(通貨下落が当初は赤字拡大に寄与する現象)が続いており、輸出が数量ベースで拡大し貿易赤字が縮小する局面に至っていない。このことは、日本の貿易構造において何らかの変化が生じていることを示唆している。以下、その点を中心に詳しく見ていく。

貿易赤字拡大の大部分は価格変動に起因

2013年の貿易収支は、通関ベースで赤字が4兆5,335億円拡大したが、これを輸出数量と価格、輸入数量と価格の4つの要因に分解すると、輸出価格は円安により前年比11.5%上昇し、貿易赤字を7兆633億円縮小させた一方で、輸入価格は14.5%上昇し貿易赤字を10兆2,649億円拡大させた。つまり、**価格要因だけで差し引き3兆2,016億円も貿易赤字が拡大**したことになる。

価格変動の影響が、輸出よりも輸入の方に大きく出た第一の理由は、**前年の輸入金額(70.7兆円)が輸出金額(63.7兆円)を上回っていたこと**である。そのため、仮に価格が輸出入とも同じ比率で上昇した場合、輸入の増加額の方が大きくなり、貿易赤字が拡大する。実際には、先述の通り、輸入価格の上昇率(前年比14.5%)が輸出価格(同11.2%)を上回ったため、貿易赤字の拡大幅がより大きくなった。その一方で、輸出数量の増加や輸入数量の減少には至っていない(詳細後述)。つまり、**2013年の貿易収支は、為替変動が数量ベースの変化に波及しておらず、Jカーブ効果の初期段階にとどまっている**と言える。

なお、輸入価格の方が大きく上昇した理由としては、**輸入の方が必需的なものを多く含むため価格が上昇しても需要があまり減少せず、円安時に価格を引き上げ易いことが挙げられる**¹。価格要因²と需要要因を説明変数とする一般的な輸出入関数を推計すると、価格弾力性³は輸入数量の方が、欧米向けいずれ向けの輸出数量よりも低く、**輸入の方が輸出よりも価格感応度が低い**ことが分かる(右表)。

そのほか、**輸入の需要弾力性が、リーマン・ショックの前後で大きく低下(3.024→1.814)**していることは、輸入が需要すなわち景気の動向に以前ほどは影響を受けなくなっていることを示している。このことは、今後、**景気が減速しても、輸入が以前よりは落ち込まない(伸びが鈍化しない)**ことを意味している。

輸入関数の推計結果

推計期間	需要弾力性	価格弾力性	定数項	補正R2
リーマン・ショック前 (1999年Q1～2007年Q4)	3.024 (31.757)	-0.253 (4.568)	-34.251 (34.251)	0.968
リーマン・ショック後 (2009年Q1～2013年Q3)	1.814 (8.201)	-0.263 (3.116)	-18.263 (5.978)	0.842

(注)各弾力性は、次の輸入関数における各変数の係数。()内はt値。
 $\ln(\text{輸入数量指数}) = \alpha \cdot \ln(\text{実質総需要}) + \beta \cdot \ln(\text{ドル円相場}) + \text{定数項}$

輸出関数の推計結果

<米国向け>

推計期間	需要弾力性	価格弾力性	定数項	補正R2
リーマン・ショック前 (2002年Q1～2009年Q4)	1.232 (3.092)	2.148 (7.728)	-17.199 (3.774)	0.651
リーマン・ショック後 (2007年Q1～2013年Q3)	3.113 (3.113)	0.965 (5.555)	-30.081 (30.081)	0.574

(注)各弾力性は、次の輸出関数における各変数の係数。()内はt値。
 $\ln(\text{米国向け輸出数量指数}) = \alpha \cdot \ln(\text{米国実質総需要}) + \beta \cdot \ln(\text{ドル円相場}) + \text{定数項}$
 ドル円相場は後方3期移動平均。

<EU向け>

推計期間	需要弾力性	価格弾力性	定数項	補正R2
リーマン・ショック前 (2002年Q1～2006年Q4)	0.204 (0.692)	0.490 (2.502)	0.783 (0.488)	0.723
リーマン・ショック後 (2009年Q1～2013年Q3)	4.227 (2.527)	0.844 (1.832)	-34.388 (2.191)	0.207

(注)各弾力性は、次の輸入関数における各変数の係数。()内はt値。
 $\ln(\text{EU向け輸出数量指数}) = \alpha \cdot \ln(\text{EU実質総需要}) + \beta \cdot \ln(\text{ユーロ円相場}) + \text{定数項}$
 ユーロ円相場は後方4期移動平均。

¹ 通関輸出入における外貨建て比率は、2001年以降、輸入が概ね8割強(2013年下期79.4%)、輸出が6割強(64.4%)と輸入の方が高い。実際には価格交渉の余地があるとはいえ、このことも輸入の方が円安時に価格が上昇しやすい要因と言える。

² ここでは、価格要因として通常用いられる相対価格(輸出品価格/現地製品価格、ないしは輸入品価格/国内生産品価格)の代理変数として、為替を用いている。

³ 価格変化に対する輸出入数量の変化。本推計においては、相対価格(為替相場)が1%変化した場合の輸出入数量の変化率(%)を指す。

また、米国向け輸出においては、価格弾力性が低下（2.148→0.965）、需要弾力性が上昇（1.232→3.113）しており、米国向け輸出が為替変動よりも米国の景気情勢で決まり易くなっていることを示している。このことは、長期に渡る円高の進行を受けて、企業が現地生産シフトを進めるなど為替変動に影響を受けにくい体制を構築した結果とみられ、ドル円相場で円安が進んでも、かつてほどには米国向け輸出は増加しないことを意味している⁴。

輸出数量の減少は構造変化の可能性を示唆

数量要因については、2013年に輸出数量が前年比▲1.5%と減少し貿易赤字を1兆232億円拡大させ、輸入数量は0.4%増加し3,087億円貿易赤字を拡大させた。円安の進行は輸出数量の増加、輸入数量の減少を期待させるが、今のところ両者とも逆の動きをしており、貿易赤字の拡大に拍車をかけている。

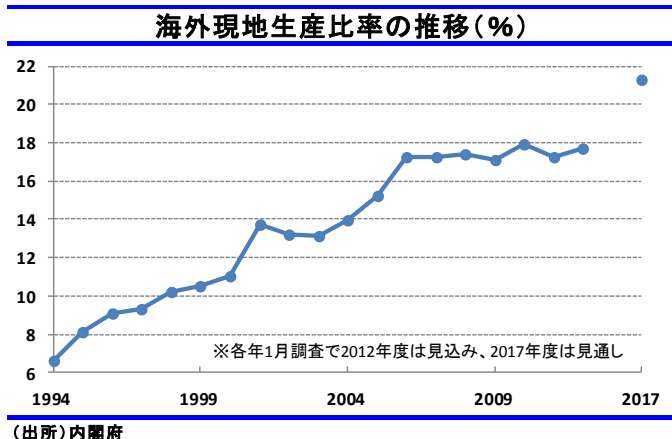
これらのうち、輸入数量については、需要拡大に伴う押し上げ効果が価格上昇による押し下げ効果に勝ったという理解が可能である。前述の輸入関数に基づけば、輸入価格が14.5%上昇しても、総需要が2.1%以上増加すれば、輸入数量は増加することになる。実際に日本経済は急速に回復しており、2013年7～9月期の実質総需要（国内需要＋輸出）は前年同期比2.5%、10～12月期には3.5%増加している。

しかしながら、輸出数量については、理論上からは減少するという結論を導けない。海外需要は、2013年に入ってもユーロ圏経済のマイナス成長が続き、中国やタイなどアジア新興国でも減速するなど、伸び悩む局面があったとはいえ、全体として見れば減少してはいない。つまり、円安だけでなく、海外需要も輸出を押し上げる方向に働くはずであったわけである。にもかかわらず輸出数量が増加しなかったのは、これら以外の特殊な要因ないしは構造的な変化があったと考えられ、その点について既に数多くの指摘がなされている。例えば日本貿易会が作成した「2014年度わが国貿易収支、国際収支の見通し」⁵においては、円高修正にもかかわらず輸出が数量ベースで増加しない理由を、①海外生産シフトの継続・加速、②輸出余力の低下、③生産財の現地調達シフト、の3点としている。同見通しは主要な業界に対するヒアリングに基づく品目別予想の積み上げによって作成されているため、本稿では、まず、これらの点についてマクロ統計などから確認していきたい。

1年程度の円安では海外生産シフトの方針は不変

まず、海外生産シフトの状況については、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」において、海外生産比率が2011年度（2012年1月調査）の17.2%から2012年度（2013年1月調査）は17.7%に上昇すると見込まれていた。さらに、5年後の2017年度には21.3%まで引き上げる見通しとなっており、この時点で企業は海外へ生産拠点を移転する方針を維持していたと言える。

その後、円安が大幅に進行しているため、5年後の見



⁴ EU向けについては、推計期間を変更した際の推計結果が極めて不安定であり、特にリーマン・ショック後の推計精度が低いため、時期の違いによる係数の差異を評価することは困難である。

⁵ 2013年11月28日発表。詳しくは、当会のホームページ <http://www.iftc.or.jp/research/index2.html> 参照。

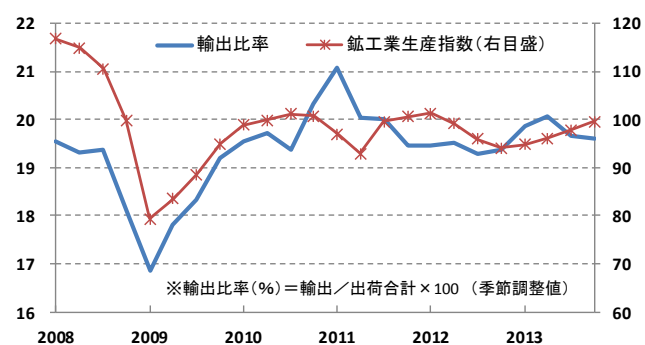
通しは直近の調査において修正されている可能性はあろう⁶。しかしながら、長きに渡る円高の結果、既に多くの業種で需要地生産がスタンダードになりつつある状況のなかで、わずか1年程度の円安進行によって生産立地戦略を抜本的に見直す企業が多いとは考え難い。そのため、円安が進んだ2013年においても、生産拠点の海外移転が輸出の拡大を阻害する大きな要因となったと考えられる。

生産能力の抑制と国内需要の急回復により輸出余力が低下

輸出余力の低下については、その可能性がマクロ統計からも確認できる。2013年に入り、鉱工業生産は緩やかな拡大を続けていたが、そうした中で輸出比率（出荷全体に占める輸出向けの割合）は年前半（1～6月）の20.0%から年後半（7～12月）は19.6%へ低下している。つまり、製造業全体として見れば輸出向け製品よりも国内向けの生産拡大を優先したことを示している。

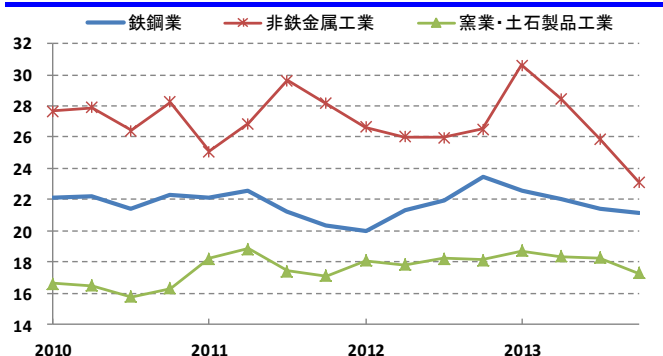
さらに、業種別に見ると、非鉄金属工業や鉄鋼業、窯業・土石製品工業で輸出比率の低下が顕著である。これらの業種では、いずれも国内出荷が増加する一方で輸出が落ち込んでおり、国内需要の拡大により輸出の抑制を余儀なくされた可能性を示唆している。

輸出比率と鉱工業生産指数の推移（%、2010年=100）



(出所) 経済産業省

業種別の輸出比率(季節調整値、%)



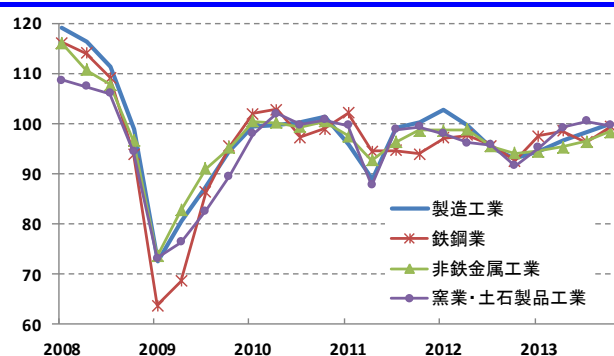
(出所) 財務省

そして、国内向けか輸出向けか、いずれかの選択せざるを得ない背景には、企業がこれまで生産能力を積極的に拡大してこなかったことがある。ただ、設備稼働率を見る限り、ボトルネックは生産設備の量的な不足にあるとは言い難い。稼働率指数は、窯業・土石製品工業で2013年10～12月期の水準がリーマン・ショック前（2008年1～3月期）につけた直近ピークより8%程度低く、非鉄金属工業や鉄鋼業に至っては未だピークを1割以上下回っている。日銀短観の生産設備判断DIは、2013年に入って上記3業種いずれにおいても設備過剰感が低下していることを示しているが、12月調査時点でもDIはプラス圏（過剰超過状態）にあり、マクロ的に見れば生産設備には余力がある。

しかしながら、雇用判断DIは、2013年12月調査時点で、窯業・土石製品工業（▲5）、鉄鋼業（▲1）、非鉄金属工業（▲2）ともマイナスに転じている。すなわち、生産設備よりも雇用の方が輸出余力の捻出においてボトルネックになっていると言えそうである。

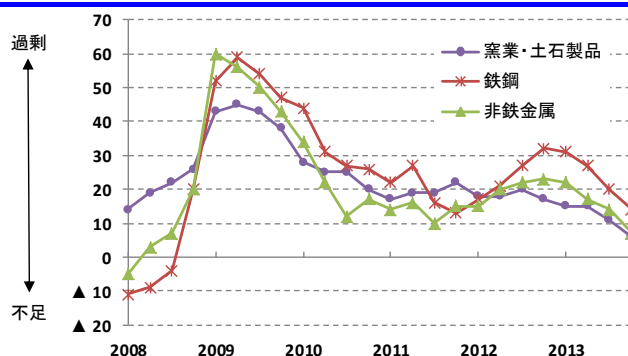
⁶ 実際に2012年1月調査における海外生産比率の「5年後の見通し」は22.4%であったが、2013年1月調査では本文中に表記の通り21.3%へ引き下げられている。なお、この間のドル円相場は、1ドル=76.94円（2012年1月平均）から89.15円（2013年1月平均）へ円安が進んだ。

稼働率指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所) 経済産業省

生産設備判断DIの推移(%Pt)

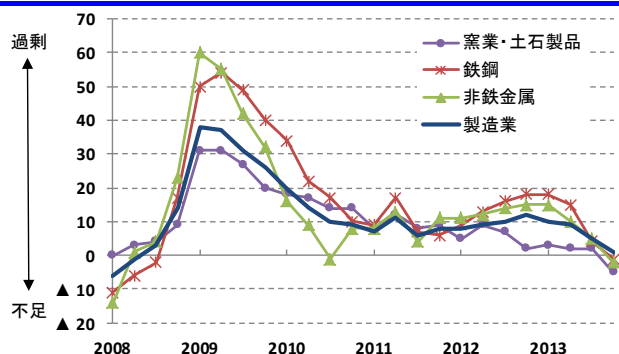


(出所) 日本銀行

さらに、雇用が不足しているにもかかわらず、製造業では雇用の拡大に積極的な姿勢が窺えない。製造業全体の就業者数（製造業）は、雇用過剰感の低下を受けて2012年10～12月期の1,019万人（季節調整値）から2013年7～9月期の1,027万人へ持ち直したが、雇用の過剰感が概ね解消した10～12月期は、逆に1,017万人へ減少している（2013年の数字は連続性確保のため派遣労働者を控除）。

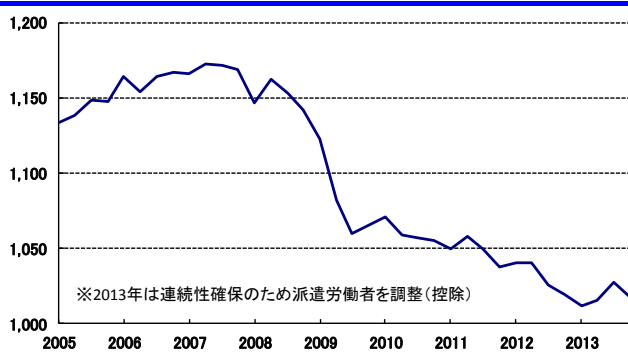
生産設備についても、上記の通り多少余力があるとはいえ、増産のためには追加投資が必要な部分も少なくないと考えられるが、そうした投資に対しても企業に積極的さに欠けている可能性があるだろう。つまり、先に挙げた3業種を中心に、企業が設備と雇用の両面から生産能力の拡大に消極的であったため、国内需要の急増によって生産余力が乏しくなり、輸出の拡大が妨げられた部分が少なからずあったと言えよう。

雇用判断DIの推移(%Pt)



(出所) 日本銀行

製造業の就業者数の推移(季節調整値、万人)



(出所) 総務省

生産財輸出が現地製品へ代替

3つ目の理由である生産財の現地調達シフトについても、一部の業種でその可能性を示唆する動きが見られる。一般的に、生産拠点の海外移転が加速すると、まずは生産設備の設置に伴う資本財輸出が拡大し、生産設備が稼働すると原材料や部品など生産財の輸出が増加するとされる。実際に、2000年以降の状況を見ると、生産財輸出は生産拠点の海外移転に伴ってリーマン・ショックまで増加傾向にあった（下左図）。その後、リーマン・ショック直後は大きく落ち込んだものの、2010年頃には再び増加基調を取り戻した。ところが、2011年に入り生産財輸出は大きく落ち込み、以降も生産拠点の海外移転は続いたにもかかわらず、概ね横ばい程度で推移している。このことは、日系企業の海外生産拠点においても生産財を現地調達へシフトしていることを示していると考えられる。もちろん、その中には、日系生産財メーカーの現地進出による部分が含まれるが、地場企業の競争力が高まった面もあるだろう。なお、2011年の落ち込みは東

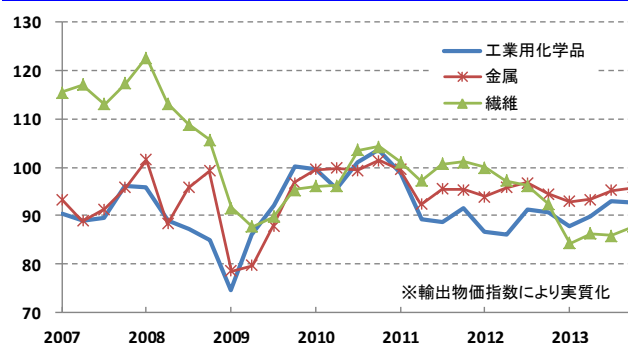
日本大震災による生産設備の棄損が原因である。その結果、サプライ・チェーンが分断され世界各地で自動車などが生産財の供給不足により生産が落ち込んだ。東日本大震災が生産財の現地調達シフトを進めるきっかけとなったと考えられる。

生産財輸出の推移(季節調整値、2010年価格、兆円)



(出所)財務省、日本銀行

生産財輸出の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省、日本銀行

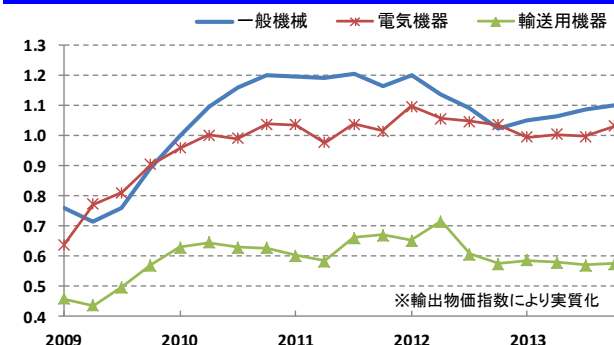
2013年の状況に話を戻すと、生産財輸出は、主に円安の影響により名目ベースで2013年に前年比15.3%の大幅増となり、輸出物価によって実質化しても前年比1.2%と小幅ながら増加した。ただし、内訳を見ると、工業用化学品は前年比で2.5%増加したが、金属は▲1.0%と小幅減少、繊維は▲10.8%と大幅な落ち込みを見せた。金属は、先述の通り国内需要へ優先的に振り向けられたことが輸出の減少につながった面も少なからずあろうが、繊維においては現地調達シフトの影響が大きいとみられる。

資本財輸出の減少が目立つ

その他、円安にもかかわらず輸出が数量ベースで伸びない要因として、アジアを中心とした海外における資本財需要の減少も指摘されている。実際に、2013年の資本財輸出は、名目で前年比4.4%増加したが、価格上昇分を控除した実質では5.2%減少した。内訳を見ると、主力の一般機械(前年比▲3.3%)、電気機器(▲5.0%)、輸送用機器(▲9.5%)のいずれもが減少した。

ただし、アジア向け輸出の数量ベースの動向を見ると、資本財に関連するものでは、コンピュータ(前年比▲2.6%)、船舶(▲3.5%)が2013年に前年比で減少しているが比較的小幅な落ち込みにとどまっているほか、バス・トラック(10.9%)は増加しており、アジア向けが資本財輸出を大きく押し下げたとは言い難い。むしろ、欧州向けがコンピュータ(▲4.7%)、バス・トラック(▲15.4%)、船舶(▲25.9%)のいずれも落ち込んでおり、資本財輸出の減少は、景気の低迷が続く欧州向けの不振が主因と考えられる。なお、景気好調な米国向けについても、コンピュータ(▲16.4%)やバス・トラック(▲3.3%)といった資本財関連の輸出が減少している。円安によって価格競争力が回復するなかでの米国向け資本財輸出の落ち込みは、現地生産シフトの進展による部分が大きいと考えられる。

資本財輸出の推移(2010年価格、兆円)



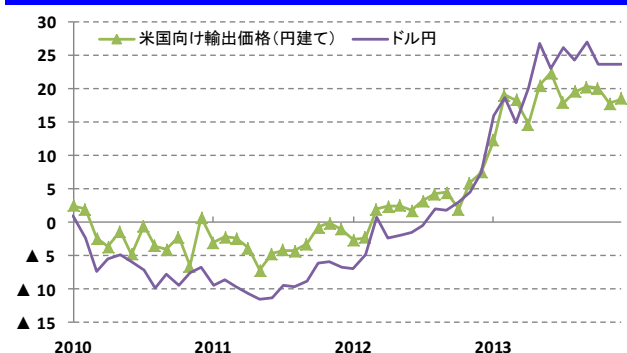
(出所)財務省、日本銀行

輸出の量的拡大より利幅拡大を優先

また、円安メリットの大部分を利益率の拡大（円建て価格の上昇）に充て、現地通貨建て価格を積極的に引き下げなかったため、価格競争力が高まらず輸出数量の拡大につながらなかったという指摘もある。実際のデータで確認すると、円安が進んだ 2012 年終わり頃から 2013 年半ばにかけては、ドル円相場と米国向け輸出価格の前年同月比にさほど大きな差がなく、円安が進む中でドル建て価格を基本的に据え置いた結果、円建て価格が大幅に上昇した様子が見て取れる（上左図）。その後、ドル円相場の前年同月比が高止まる一方、輸出価格の伸びは若干鈍化したものの、引き続き 20% 近い高い伸びを維持している。

つまり、ドル建て価格を小幅引き下げにとどめ、円建て価格の大幅上昇を放置する、すなわち販売量よりも利幅の拡大を優先する様子が窺える。EU 向け輸出については、米国向けに比べて価格と為替相場の伸びに乖離が大きく、ある程度価格競争力を高める動きをしているが、それでも円建て価格の上昇率は米国同様 20% 近い水準にあり、十分に利幅を確保している。こうした動きは、追加投資を必要とする量的拡大の追求に対する慎重な姿勢を示したものとも言えよう。

米国向け輸出価格とドル円相場（前年同月比、%）



（出所）財務省、CEIC DATA

EU向け輸出価格とユーロ円相場（前年同月比、%）



（出所）財務省、CEIC DATA

輸出数量の持続的増加には企業の戦略の変化が必要

以上を整理すると、円安進行下で輸出が数量的な拡大に至らないのは、企業の戦略の変化に依るところが大きいと言える。長きに渡って円高に苦しめられた日本の製造業は、収益の安定性を確保するため、為替に中立な生産・販売体制を構築してきた。その一つが需要地生産であり、当初は最終製品が中心であったが、徐々に川上へ広がり、その動きが近年は生産財分野にまで及んでおり、更には資本財分野にも出始めているようである。その結果、多くの分野で、輸出拡大のための生産能力増強に対して消極的となり、限られた生産余力の範囲で輸出による収益を極大化するため、量的拡大より収益性を重視する傾向が強まったのであろう。

したがって、今後、輸出数量が持続的に拡大していくかどうかは、企業が海外生産移転のペースを弱め、輸出を増やすために生産能力を国内で増強するかどうかに依るところが大きい。しかしながら、既に定着した需要地生産という基本的戦略が、従来のような日本からの輸出拡大を目指す姿に戻るためには、円高への懸念が払拭されるだけでなく、円安メリットを積極的に享受しようとするところまで企業の意識が転換する必要があろう。そのためには、少なくとも円安傾向の定着が不可欠であるが、実現には相当の時間を要することとなろう。

さらに言えば、かつては国内需要の拡大が生産能力増強に伴うリスクを軽減してくれた。しかしながら、現在は人口の減少による国内需要の縮小懸念が生産能力増強のリスクを高めている。輸出向けの生産能力を増強するハードルは、より高まっていると言える。

貿易赤字は 2013 年度に一旦ピーク

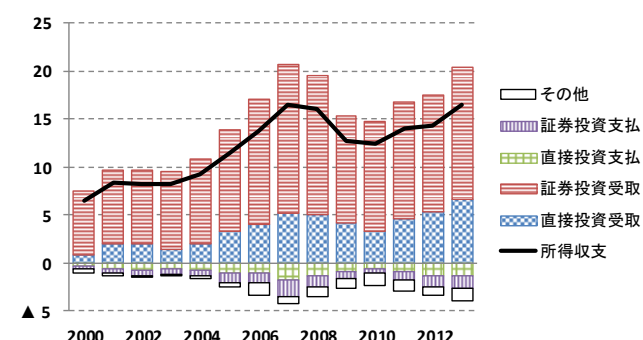
ただし、2014 年度に限れば、消費増税により国内需要が伸び悩むことが予想されるため、生産余力が問題になっていた業種では輸出余力が生じよう。また、もともと生産余力のあった業種では、国内での販売減を埋め合わせるための量的拡大を求めて現地通貨建て価格を引き下げる動きも見込まれる。そのため、現状程度の為替相場と海外景気の拡大が続けば、輸出が数量ベースで増加に転じる可能性は高いと考えられる。2015 年度以降については、生産能力がどの程度増強されるかに大きく依存し、さらに元をたどれば、企業の成長期待がどの程度高まるのかに左右されるとみられる。

一方、2014 年度の輸入は、駆け込み需要の反動落ちなど、消費増税後の景気停滞を受けて増勢は大きく鈍化しよう。その結果、貿易赤字は 2013 年度に一旦ピークを打ち、2014 年度は小幅ながら縮小に転じると予想される。

所得収支は黒字の拡大が続く

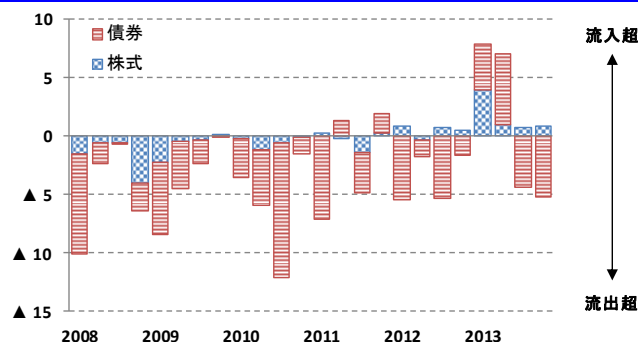
2013 年の所得収支は 16 兆 5,317 億円の黒字であったが、うち証券投資の受取が 13 兆 7,939 億円、直接投資の受取が 6 兆 6,505 億円であり、この 2 項目で所得収支の大勢が決まるといって良いだろう。海外投資家による日本株への投資が増えてはいるが、その大部分は売買を繰り返す取引であり、そのため証券投資の支払額は 2013 年でも 1 兆 3,113 億円にとどまっている。その他、直接投資の支払が 1 兆 3,352 億円あるが、両者合わせても直接投資受取の半分にも満たない。

所得収支の推移(兆円)



(出所) 日本銀行

対外証券投資の推移(ネット、兆円)



(出所) 日本銀行

最大項目である証券投資の受取額は、投資残高や運用利回りのほか、投資先に外貨建て（主に米ドル建て）資産が多いため為替相場の変動により水準が変化する。2013 年の証券投資受取額は、ドル円相場で 22% 円安が進む中で、主な投資対象である米国債の 10 年物利回りが 2012 年平均の 1.80% から 2013 年平均は 2.35% へ上昇したことから、前年比で 13.9%⁷増加した。なお、2013 年は 1 年間で対外証券投資が 7 兆 1,509 億円も引き揚げられており（流入超）、運用残高の減少⁸により証券投資受取額が幾分押し下げられ

⁷ 証券投資の中には為替リスクをヘッジするものもあるため為替変動が全て反映されるわけではない。また、既に保有している債権の運用利回りは変化しないため（変動金利商品を除く）、長期金利上昇の影響は徐々に反映される。

⁸ ただし、円安による評価額の増加によって見かけ上の残高は増加しているとみられる。

ていたと考えられる。

なお、証券投資の流入超（回収超過）は 2013 年前半だけの動きであり、後半には債券投資が再び大幅な流出超（投資超過）に転じている（前ページ右図）。円高傾向の一服により、今後は安定した対外証券投資の拡大が見込まれ、所得収支の押し上げ要因となろう。さらに、為替相場の円安ペースは大きく鈍化するものの、米国の長期金利は上昇傾向が見込まれるため、運用利回りは更に高まるとみられる。また、直接投資の受取額も、企業の海外進出の動きが続いていることに加え、海外景気が総じて回復方向にあり収益拡大が期待できることから、今後は一段と増加しよう。

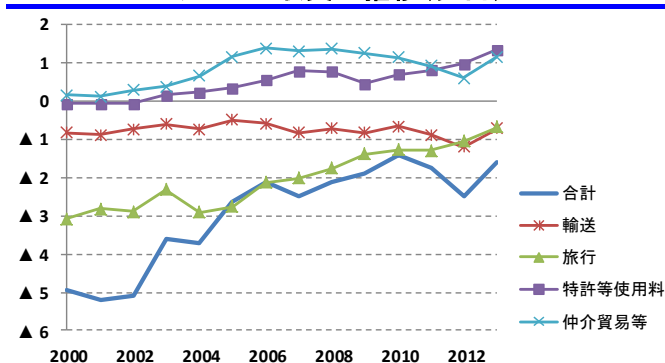
一方の対内証券投資は 2013 年に 17 兆 8,627 億円という大幅な流入超過となった。そのため、証券投資の支払いも増加が見込まれるものの、それを上回る証券投資と直接投資の受取額の増加により、所得収支の拡大傾向は 2014 年度も続く可能性が高いと予想される。

サービス収支の赤字は縮小傾向

サービス収支は、2000 年から 2002 年にかけて 5 兆円程度の赤字であったが、以降、赤字幅は縮小傾向にあり、2013 年には 1 兆 5,950 億円まで赤字幅が縮小した。この間の赤字縮小に貢献したのは、旅行収支の赤字縮小と特許等使用料の黒字拡大である。旅行収支の内訳を見ると、円高傾向や所得環境の悪化などにより日本からの海外旅行者が伸び悩み、支払額は減少傾向（2004 年 4 兆 1,381 億円→2013 年 2 兆 1,457 億円）にある。その一方で、日本への旅行者数は概ね増加傾向⁹にあり、旅行収支の受取額も大幅に拡大している（2000 年 3,637 億円→2013 年 1 兆 4,575 億円）。特許等使用料も、支払いが緩やかな増加（2000 年 1 兆 1,861 億円→2013 年 1 兆 7,285 億円）にとどまる中で、受取りは海外生産に伴うライセンス料の拡大などから大幅に増加（2000 年 1 兆 1,024 億円→2013 年 3 兆 632 億円）している。そのほか、輸送収支や仲介貿易・その他貿易関連収支は、受取額が円安によって大幅に増加したことなどから 2013 年とはともに改善した。

今後を展望しても、旅行収支はアジア新興国などの経済成長に加え、ビザ発給の規制緩和などを背景に来日旅行者が増加、受取額の拡大傾向が見込まれるため、早ければ 2014 年度にも黒字に転じるとみられる。また、特許等使用料に関しても、企業の海外進出の流れは続いており、海外景気の改善も見込まれることから、黒字の拡大基調が続こう。そのため、サービス収支の改善が続くと予想される。

サービス収支の推移(兆円)



(出所) 日本銀行

経常収支の黒字縮小には歯止めが掛かる見通し

以上を踏まえて今後の経常収支を展望すると、2014 年度については、貿易赤字の縮小に加え、所得収支の黒字拡大、サービス収支の赤字縮小により、黒字幅は 4 年ぶりの拡大に転じよう。2015 年度についても、貿易赤字の縮小にはさほど期待できない¹⁰ものの、所得収支の黒字が海外資産の積み増しや米国など

⁹ リーマン・ショックを受けた 2009 年や東日本大震災のあった 2011 年は大幅に減少した。

¹⁰ ただし、貿易赤字の行方は原発再稼働の有無に大きく左右される。日本エネルギー経済研究所の試算によると、原子力発電所 22 基がフル稼働すれば化石燃料輸入総額は 24.2 兆円となり、2013 年度見込みの 27.1 兆円から約 3 兆円減少するとしている。

の長期金利上昇などにより拡大すると見込まれるため、経常収支が赤字に転じる可能性は低い。

2016 年度以降は、企業が輸出の拡大や輸入代替を意図して生産能力を高める動きが出るかどうかによる
ところが多いが、いずれにしても高水準の貿易赤字が続くとみられるため、為替相場の円高進行リスク
は徐々に低下し、企業の行動にも少しずつ変化が生じる可能性の方が高いと考えられる。仮に企業の行動
に変化がないとしても、貿易赤字拡大の根底にある海外生産移転は、先に見た通り所得収支（直接投資収
支）やサービス収支（特許等使用料）における受取りの拡大につながる。そのため、貿易収支が急速に改
善し経常収支が再び大幅な黒字になるとは考え難いものの、経常収支の赤字が定着する姿を想像すること
も困難である。

そもそも、経常収支の大幅な黒字は、日本の産業界が数十年間悩まされた貿易摩擦の根源であり、その派
生たる長期かつ大幅な円高は、日本経済が 15 年に渡るデフレに陥る大きな原因の一つとなったわけであ
る。つまり、経常黒字の縮小は不均衡の是正であり、行き過ぎた円高が進むリスクを低下させるものとし
て、むしろ歓迎すべきことであろう。

一部に経常黒字の縮小が財政赤字のファイナンスに
対する懸念につながるという指摘があるが、IS バラ
ンスを見る限り、経常黒字の縮小に対応しているの
は家計の貯蓄減であり、マクロ的には輸入の増加が
雇用減や賃金抑制という形で所得を奪い家計の貯蓄
を細らせているように見える。その一方で、企業（非
金融法人）は利益を雇用拡大や設備投資に充てず貯
蓄を拡大させ、金融機関は国債取引によって利益を
膨らませ、それらが最終的に財政（国債）のファイ
ナンスに回っている。つまり、企業が雇用や設備投
資を控えたことで輸出は伸び悩み経常黒字が縮小したが、その結果として積み上がった企業の貯蓄が財政
をファイナンスしたわけである。したがって、この構図が変わらない限り、IS バランスの観点からは経常
収支の悪化が財政のファイナンスに与える影響はさほど大きくない。

財政に対するファイナンスを懸念するのであれば、財政の健全化を急ぐのが本筋であろう。最近の景気対
策は公共工事への配分が多いが、消費増税に伴う住宅の駆け込み需要で盛り上がる建設業界は、景気対
策に伴う受注が加わり深刻な供給力不足に陥っている。その結果、建設資材など関連業界における輸出余
力を低下させる要因ともなっており、総合的に見ると必ずしも効果的な対策とは言い難い。本来は、短期
的には労働力を生み出す保育所整備などの子育て支援、中長期的には少子化対策や移民受け入れ拡大など、
国内市場の成長力ないしはそれへの期待を高める施策に注力すべきである。そうした施策こそが、企業の
成長期待を通じて、結果的に景気の下支えや対外収支の安定につながるであろう。

