

News Release

ISバランスからみたわが国経常収支の行方

～経常黒字が持続も、プラス成長と財政再建が不可欠～

2012年3月13日

株式会社 日本総合研究所
調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

< 要 約 >

1. わが国の貯蓄投資バランスをみると、1990年代入り以降、家計の貯蓄超過が縮小しているものの、非金融法人部門が90年代後半以降貯蓄超過主体に転換し、足許では1980年代の家計部門に匹敵する貯蓄超過を計上。民間部門全体では、依然一般政府部門の資金不足分（＝財政赤字）を大幅に上回る貯蓄超過を抱えている状況。
2. そこで、民間部門の貯蓄超過の持続可能性を制度部門別に検討すると、以下の通り。
 - （イ）家計部門：貯蓄投資バランスは90年代以降貯蓄超過幅が縮小傾向。高齢化が進むなか、貯蓄が早晚マイナスに転じるとみられる一方で、生産年齢人口比率の低下に伴い、投資もマイナス幅が一段と拡大するため、全体では貯蓄超過を維持する見通し。
 - （ロ）非金融法人部門：貯蓄が安定的に推移する一方、期待成長率の低下に伴い投資は縮小傾向。その結果、90年代後半から貯蓄超過が定着。期待成長率の顕著な上昇が期待薄ななか、貯蓄投資バランスは、今後も高水準の貯蓄超過が続く見込み。
 - （ハ）金融機関：投資がゼロ近傍にある一方、国債投資や貸出による利鞘で90年代入り以降貯蓄超過が定着。一般部門のネット利払費を除いたベースで安定的に名目GDP比1%前後の貯蓄超過は確保可能。
3. 以上を踏まえたうえで、民間の貯蓄投資バランスの先行きを展望すると、「日本再生の基本戦略」における「慎重シナリオ（名目1%台半ば、実質1%前後）」では民間部門の大幅な貯蓄超過が維持され、2010年代を通して名目GDP比3%台の経常黒字が維持される見通し。「成長戦略シナリオ（名目3%、実質2%）」においても、民間部門の貯蓄超過は縮小するものの、財政赤字縮小により、名目GDP比2%前後の経常黒字が維持される見通し。
4. もっとも、景気の低迷により名目ゼロ成長が続き、同時に、増税等を通じて構造的な基礎的財政収支のさらなる改善が図られなければ、2010年代半ば以降基礎的財政収支が再び悪化し始め、2025年度前後には、経常収支が赤字に転じる恐れ。さらに、今後一般政府部門の利払費増加が予想されるなか、国債消化の海外依存が強まれば、利払費の海外漏出により、民間貯蓄では一般政府の資金不足を賄えなくなる恐れも。経常黒字を維持し、国債の安定消化を図っていくためには、成長戦略を通じた名目でのプラス成長確保と基礎的財政収支の着実な再建が不可欠。

（会社概要）

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp/>)

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：2,000名

社 長：木本 泰行

理事長：高橋 進

東京本社：〒141-0022 東京都品川区東五反田2丁目18番1号 TEL 03-6833-0900(代)

大阪本社：〒550-0001 大阪市西区土佐堀2丁目2番4号 TEL 06-6479-5800(代)

本件に関するご照会は、調査部・牧田 宛てにお願い致します。

電話番号：03-6833-0928

メール：makita.takeshi@jri.co.jp

家計部門の貯蓄は縮小も、企業部門の貯蓄が拡大

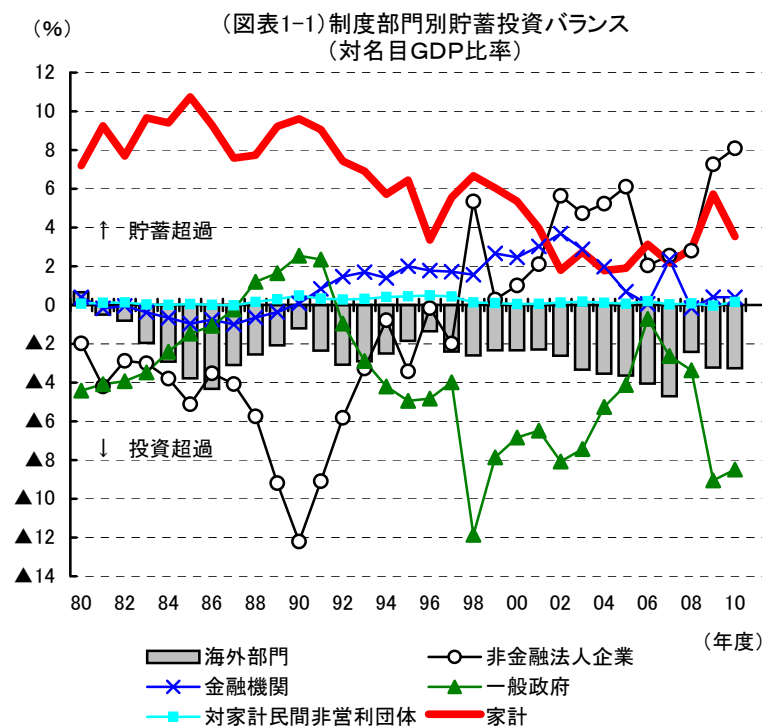
(1) わが国では、貿易収支が31年振りに赤字に転化したことを受け、経常収支の赤字化が懸念されている。高水準の公的債務を抱えるわが国にとって、経常収支黒字は国債の安定消化を維持していくうえで不可欠。そこで、貯蓄投資バランスの観点から経常収支の先行きを検討。

(2) まず、わが国の貯蓄投資バランスを制度部門別にみると、1990年代入り以降、家計の貯蓄超過が縮小。これが、経常海外余剰（＝経常収支黒字）の縮小懸念を増幅。もっとも、非金融法人部門は1990年代後半以降貯蓄超過主体に転換し、足許では1980年代の家計部門に匹敵する貯蓄超過を計上。1980年代は恒常的にほぼ中立であった金融機関も1990年代以降恒常的な貯蓄超過主体に転換（図表1-1）。

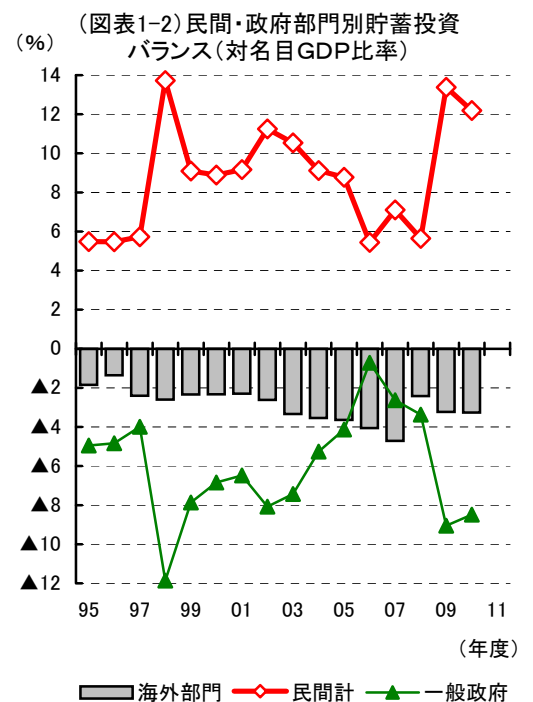
(3) このように、家計部門の貯蓄超過は縮小しているものの、企業部門の貯蓄超過は大幅に拡大しており、民間部門全体では依然高水準の貯蓄超過を抱えている状況。加えて、恒常的に名目GDP比2～4%の経常海外余剰を抱えるなかで、民間部門の貯蓄超過の縮小（拡大）が一般政府部門の資金不足（＝財政赤字）の縮小（拡大）と直結しており、少なくとも2010年度まではわが国の貯蓄投資バランスに顕著な変化はみられず（図表1-2）。

(4) そこで、制度部門毎に貯蓄投資バランスの先行きを展望。なお、最新の国民経済計算確報では2001～2010年度のデータに限られているため、それ以前のデータ（1980～2000年度）は、2001～2009年度のデータを基に独自に算出。

支出面からみたGDP＝	消費(C) 民間最終消費支出	+	投資(I) 民間住宅投資 民間企業設備投資 民間在庫品増加	+	政府支出(G) 政府最終消費 公的固定資本形成 公的在庫品増加	+	純輸出(NeX)
分配面からみたGDP＝	消費(C)	+	貯蓄(S)	+	租税(T)		
⇒	C + I + G + NeX = C + S + T						
⇒	NeX = (S - I) + (T - G)						
	経常収支 = 貯蓄投資バランス + 財政収支						



(資料)内閣府
(注)2000年度以前は日本総研推計



(資料)内閣府
(注)2000年度以前は日本総研推計

高齢化により早晚貯蓄不足に転換も、ネット資金余剰は維持

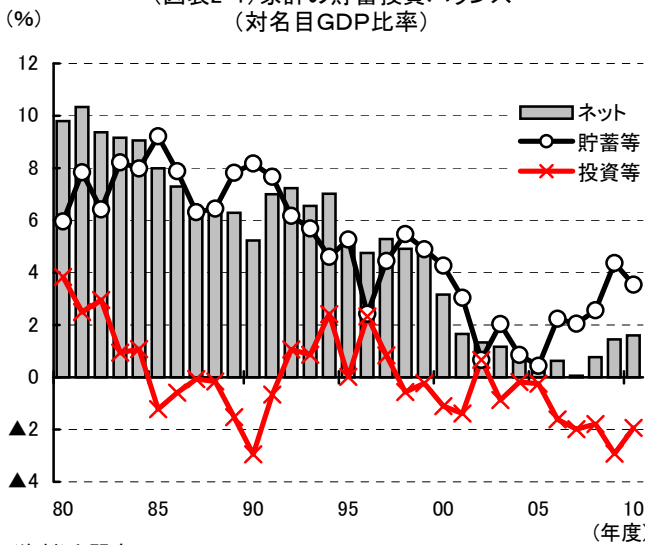
(1) まず、家計部門の貯蓄投資バランスの名目GDP比率をみると、貯蓄等（貯蓄+資本移転）が1980年度以降一貫して低下傾向を辿り、2005年度には+0.4%に。一方、投資等も低下傾向にあり、2003年度以降はマイナス（回収超）が定着。この結果、ネットでは、貯蓄超過幅が1990年代入り以降縮小傾向にあるものの、足許までは貯蓄超過を維持（図表2-1）。

(2) このうち、家計部門の貯蓄等名目GDP比率（以下、家計貯蓄比率と表記）の低下は、人口高齢化が主因。すなわち家計貯蓄比率と65歳以上人口比率は強い相関。両者の関係を踏まえると、65歳以上人口比率の上昇に伴い、今後も家計貯蓄比率の低下が続き、早晚マイナスに転じる可能性（図表2-2）。

(3) 加えて、デフレも家計貯蓄比率の低下に作用。すなわち、インフレが加速した1970年代に家計貯蓄比率が大幅に上昇。1990年代初頭にかけての物価上昇期にも、家計貯蓄比率が上昇（図表2-3）。1970年代、1990年代初頭は、インフレによる実質貯蓄の減少が貯蓄インセンティブを高めた可能性が高く、逆に、1990年代後半以降は、デフレによる実質貯蓄の増加が貯蓄インセンティブを弱めている公算。

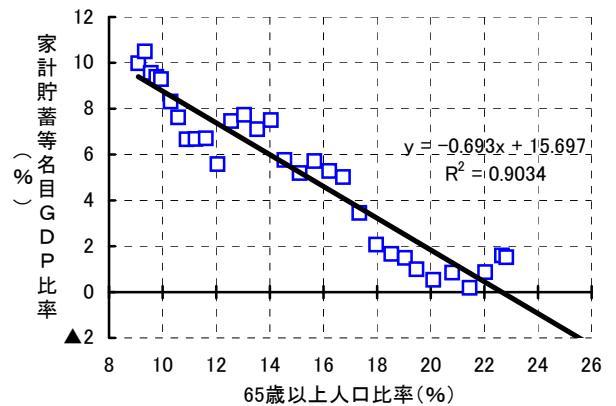
(4) 以上を踏まえ、両者を説明変数として、家計貯蓄比率を推計すると、1980年度以降の同比率の低下の大半は高齢化要因により説明可能。加えて、期待インフレの低下、デフレが同比率を3%弱下押し（図表2-4）。このことは、今後、デフレ・マインドが解消されれば家計貯蓄比率の小幅上昇が期待されるものの、高齢化が着実に進んでいくと、早晚家計貯蓄比率がマイナスに転じる可能性を示唆。

(図表2-1) 家計の貯蓄投資バランス
(対名目GDP比率)



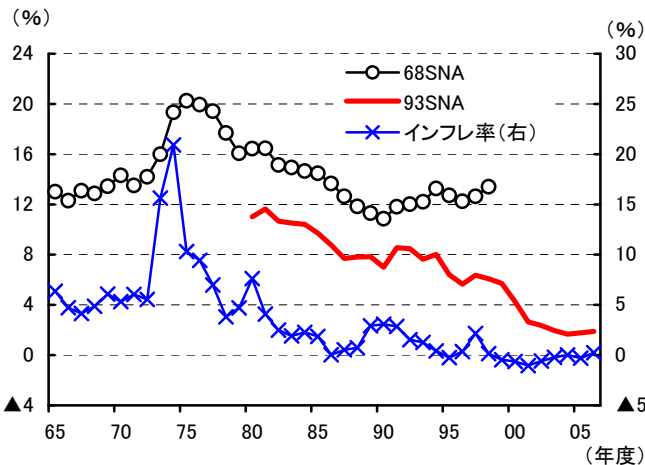
(資料)内閣府

(図表2-2) 65歳以上人口と家計貯蓄



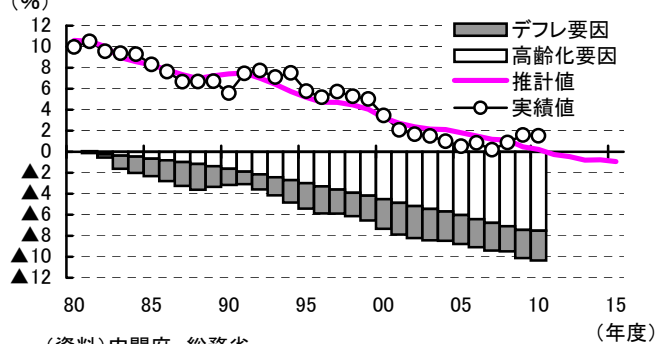
(資料)内閣府、総務省

(図表2-3) 家計貯蓄名目GDP比率とインフレ率



(資料)内閣府、総務省

(図表2-4) 家計貯蓄等名目GDP比の推計



(資料)内閣府、総務省

【推計式】
家計貯蓄名目GDP比率 = 12.9 (t値) (13.0)
- 0.55*65歳以上人口比率 (-9.87)
+ 0.50*期待インフレ率 (3.41)

推計期間: 1980~2010年度

R*R=0.9317

(注1) 期待インフレ率はインフレ率の3年平均

(注2) 要因分解は、1980年度からの累積。

(注3) 推計値は、2010年度までは実績値、2011年度以降は内閣府慎重シナリオに準拠。

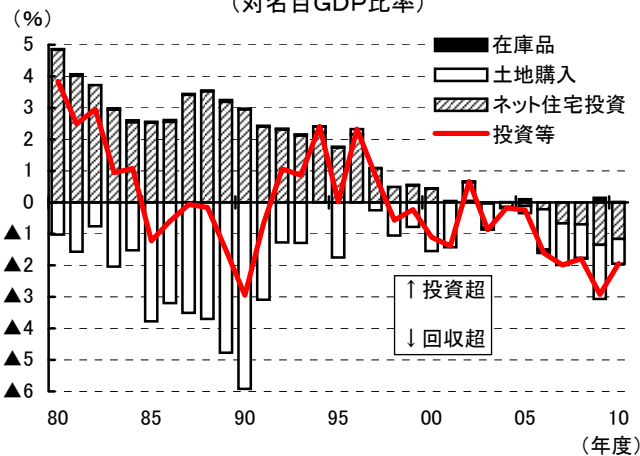
生産年齢人口減少を受け家計部門の投資は今後もマイナスが拡大

(1) 一方、投資等の内訳をみると、土地売却が1990年代半ば以降名目GDP比で恒常的に▲1%前後発生しているほか、2000年度以降は、ネット住宅投資がマイナス基調に(図表3-1)。ネット住宅投資は、固定資本減耗が名目GDP比4%台前半で安定的に推移するなか、新規住宅投資の名目GDP比が、1980年代後半以降一貫して低下し、2000年代半ば以降、固定資本減耗を大きく下回る状況(図表3-2)。

(2) 1990年代後半以降のネット住宅投資名目GDP比率の低下は住宅投資の主役である「生産年齢人口」の比率低下が主因。すなわち、両者の関係を見ると、生産年齢人口比率▲1%ポイントの低下によりネット住宅投資名目GDP比率が▲0.3%ポイント低下するとの関係を看取可能。先行きを展望しても、生産年齢人口比率が2017年に60%割れまで低下していくなか、住宅投資の減少傾向が続き、ネットで見れば2010年代後半には▲2%超にまでマイナス幅が拡大する見通し(図表3-3)。

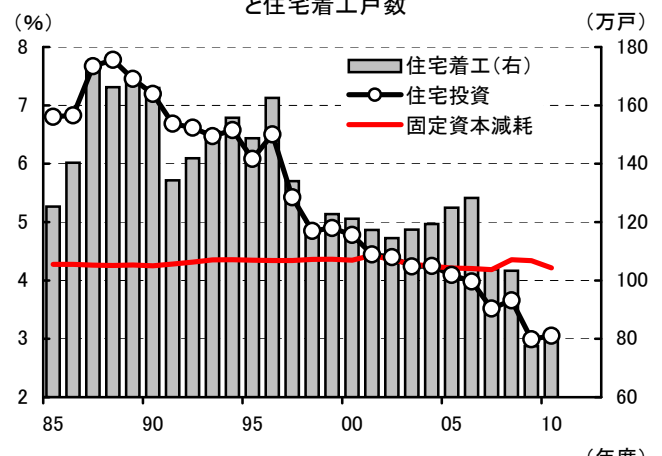
(3) この結果、貯蓄等は早晚マイナスに転じるとみられるものの、投資等名目GDP比率も同様にマイナスが拡大するため、貯蓄投資バランス全体では、2020年代までは小幅ながらもプラスを維持し、家計がネットで見ても資金不足主体に転じる事態は回避される見通し(図表3-4)。

(図表3-1) 家計部門・投資等内訳
(対名目GDP比率)



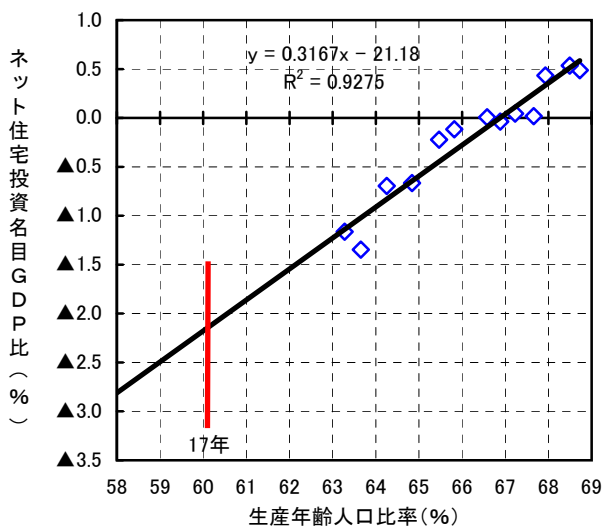
(資料)内閣府

(図表3-2) 家計部門・ネット住宅投資の内訳
と住宅着工戸数



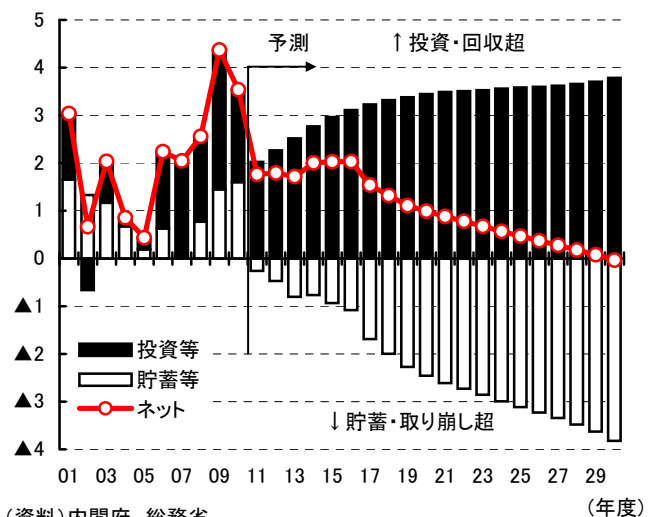
(資料)内閣府、国土交通省

(図表3-3) 1998年以降のネット住宅投資と
生産年齢人口比率の関係



(資料)内閣府、総務省

(図表3-4) 家計部門の貯蓄投資バランスの予測
(対名目GDP比率)



(資料)内閣府、総務省

(注) 予測は、人口動態は中位推計、インフレ率は内閣府慎重シナリオに準拠。

期待成長率低下による投資の低下を受け高水準の資金余剰が持続

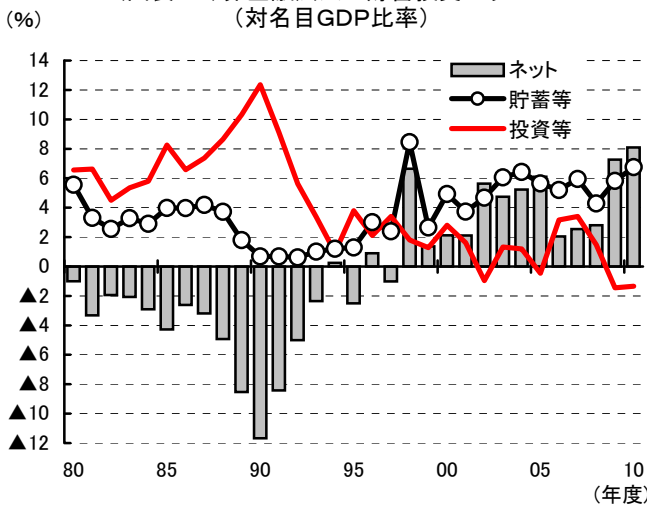
(1) 次に、非金融法人部門の貯蓄投資バランスをみると、貯蓄等が1990年代前半を除き、名目GDP比4～6%で安定的に推移する一方、投資等の名目GDP比率は90年代入り以降大幅に低下。この結果、1998年度以降はネットで貯蓄超過（資金余剰）が定着（図表4-1）。

(2) このうち、貯蓄等の内訳をみると、バブル崩壊・人件費増等により企業収益が大幅に悪化した1990年代前半に名目GDP比でゼロ%台まで低下したものの、1990年代後半以降は、企業の収益重視の姿勢が顕著になるなか、上昇傾向（図表4-2）。グローバル化に伴い企業の国際競争が激化するなか、こうした傾向が今後も続くと思われる、景気動向につれ振れを伴いつつも、貯蓄等は引き続き4～6%台で安定的に推移する公算大。

(3) 一方、投資等の名目GDP比率は、土地購入や在庫品増加により振れを伴いつつ、1990年代以降は概ねネット設備投資名目GDP比率の動きにつれて低下（図表4-3）。ネット設備投資名目GDP比率は、1980年代の6%前後から、2000年度以降は0～2%まで低下し、2009年度以降はマイナスに転換。その内訳をみると、新規投資が1990年入り以降名目GDP比で14%前後で推移する一方、固定資本減耗が資本ストックの増加に伴い、足許では名目GDP比で14%台まで上昇。こうしたネット設備投資の低下は、わが国の期待成長率の低下と連動（図表4-4）。人口減少等によりわが国の期待成長率の上昇には限界があり、非金融法人部門の投資等の大幅な上昇は見込み薄。むしろマイナスが定着する可能性も否定できず。

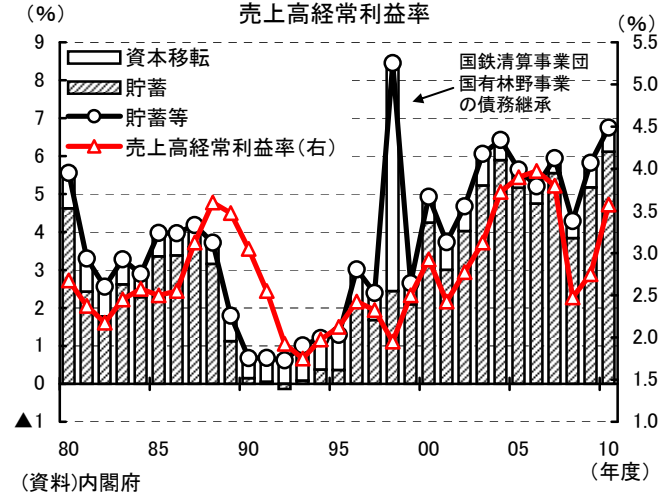
(4) 以上を踏まえると、非金融法人部門の貯蓄投資バランスは、期待成長率いかんでレベルは異なってくるものの、今後も高水準の貯蓄超過が続く見込み。

(図表4-1) 非金融法人の貯蓄投資バランス
(対名目GDP比率)



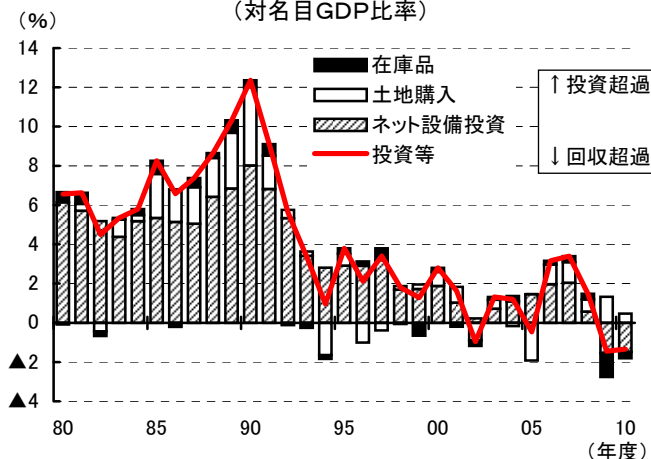
(資料)内閣府

(図表4-2) 企業部門・貯蓄等内訳と
売上高経常利益率



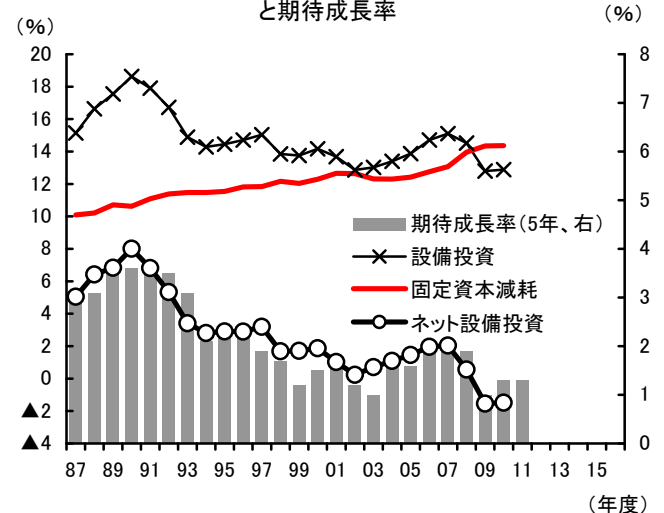
(資料)内閣府

(図表4-3) 非金融法人部門・投資等内訳
(対名目GDP比率)



(資料)内閣府

(図表4-4) 非金融法人部門・ネット設備投資の内訳
と期待成長率



(資料)内閣府

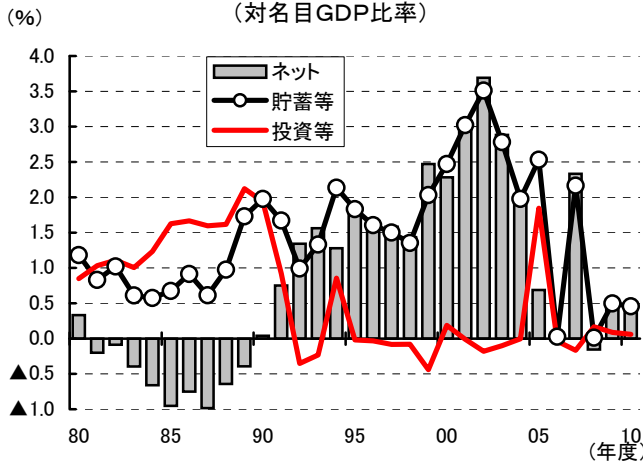
金融機関は資金余剰が定着。一方、財政赤字は未曾有の水準に。

(1) 一方、金融機関の貯蓄投資バランスをみると、投資等の名目GDP比率が1990年代入り以降小幅マイナスに転じる一方、貯蓄等の名目GDP比率は2000年代前半にかけて大幅に上昇し、ネットでは1990年代入り以降貯蓄超過(資金余剰)が定着(図表5-1)。足許では、貯蓄等の名目GDP比が大きく低下しているものの、代行返上に伴う資本移転が主因で、貯蓄は名目GDP比2%前後を維持(図表5-2)。

(2) 金融部門の貯蓄投資バランスの先行きを展望するにあたり、投資等がほぼゼロ近傍にあるなか、貯蓄等の主要構成要素である営業余剰とネット財産所得の動向が鍵。このうち、名目GDP比1%前後が一般政府部門のネット利払費の対価とみられ、それを除いた部分が貸出利鞘や役務取引(投信販売はじめ金融サービス提供による収益)と推察。この一般政府ネット利払費を除いた部分は、2007年度までは安定的に名目GDP比3%前後で推移していたものの、2008年度以降低下傾向となり、2010年度には0.9%まで低下。2007年度以降の株安・円高により、家計や企業のリスク選好度合いに左右される傾向が強い投信販売等の役務取引が縮小したことが背景と推察(図表5-3)。これらを踏まえて、金融機関の貯蓄投資バランスを展望すると、一段の株安・円高が回避されれば、対一般政府ネット利払費分を除き少なくともネットで1%前後の貯蓄超過は確保される見込み。

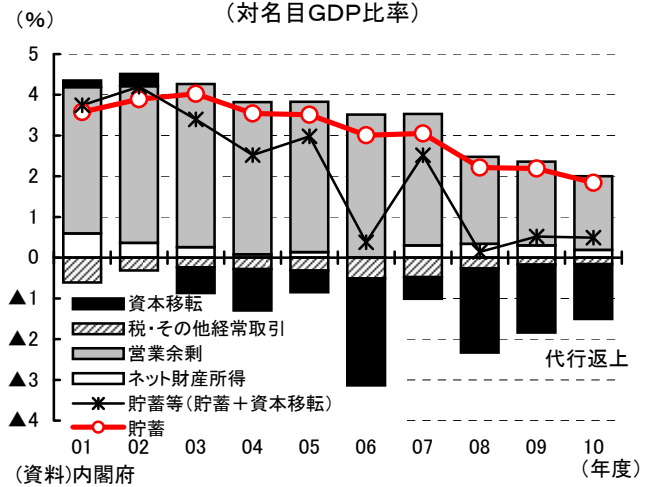
(3) 最後に、一般政府部門の貯蓄投資バランス(=財政収支)をみると、1990年代後半以降高水準の資金不足(=財政赤字)が常態化。財政赤字の内訳をみると、代行返上に伴う資本移転が赤字縮小に作用しているほか、ネット利払費も名目GDP比で1%前後と低水準で安定的に推移しているものの、基礎的財政収支(プライマリーバランス)の赤字が2008年度以降大幅に悪化し、足許では名目GDP比で▲8%前後にまで拡大(図表5-4)。

(図表5-1) 金融機関の貯蓄投資バランス
(対名目GDP比率)



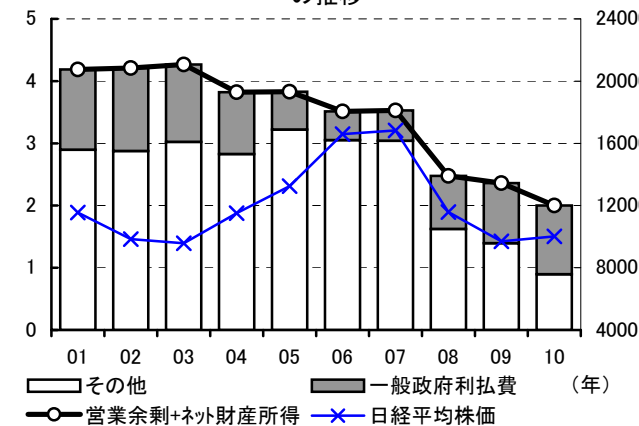
(資料)内閣府

(図表5-2) 金融機関の貯蓄等の内訳
(対名目GDP比率)



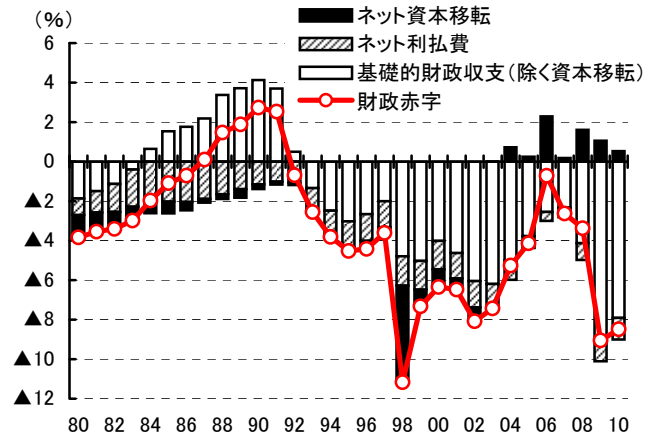
(資料)内閣府

(図表5-3) 金融機関・営業余剰+ネット財産所得の推移



(資料)内閣府、日本経済新聞

(図表5-4) 財政収支(SNAベース)の内訳



(資料)内閣府

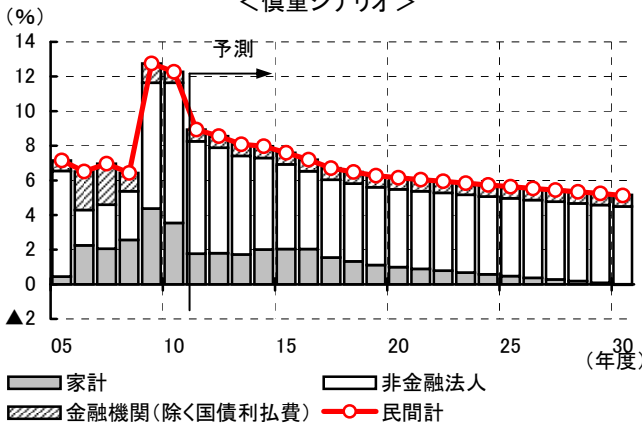
政府見通しが実現すれば2020年代まで経常収支黒字は維持可能

(1) 以上のような制度部門別の貯蓄・投資の変動要因を踏まえたうえで、民間の貯蓄投資バランスの先行きを展望。昨年12月に政府より発表された「日本再生の基本戦略」における「慎重シナリオ（名目1%台半ば、実質1%前後）」と「成長戦略シナリオ（名目3%、実質2%）」を基に、家計部門（貯蓄）、企業部門（投資）を試算。また、基礎的財政収支との比較を試みるため、金融機関は一般政府のネット利払費を除いたベースを使用。

(2) 上記試算によると、「慎重シナリオ」のもとでは、家計部門で、デフインフレや高齢化により2030年度に向けて貯蓄超過が解消されていくものの、企業の投資が伸び悩むなか、企業部門で名目GDP比4%台半ばの貯蓄超過が常態化。結果として、2020年度以降も民間部門で名目GDP比5%超の貯蓄超過が維持される見込み（図表7-1）。一方、「成長戦略シナリオ」のもとでは、家計部門の貯蓄超過が縮小していくほか、企業部門は投資増加により貯蓄超過が名目GDP比1%台半ばまで縮小。この結果、民間部門の貯蓄超過は2030年度には名目GDP比2%強にまで縮小する見込み（図表7-2）。

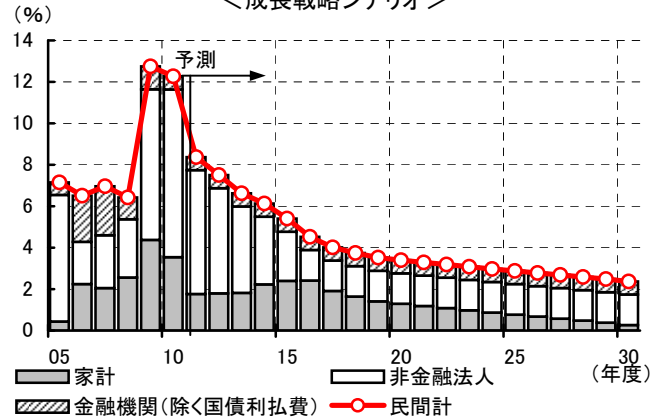
(3) こうした民間部門の貯蓄超過に対し、基礎的財政収支は、政府見通しに準拠すれば、「慎重シナリオ」で2010年代後半に名目GDP比▲2.9%、「成長戦略シナリオ」で2020年代前半に同▲0.8%まで縮小する見通し（いずれも「税と社会保障の一体改革」を勘案したベース。勘案しなければ、基礎的財政収支はともに▲1.5~1.6%ポイント悪化）（図表7-3、4）。この結果、民間貯蓄超過と財政赤字の差額である経常収支は、「慎重シナリオ」では徐々に縮小していくものの、2010年代は名目GDP比+3%台の黒字が維持される見通し。「成長戦略シナリオ」でも、2020年度にかけて名目GDP比2%前後まで縮小するものの、黒字は維持される見通し。

(図表7-1) 民間ISバランスの見通し
<慎重シナリオ>



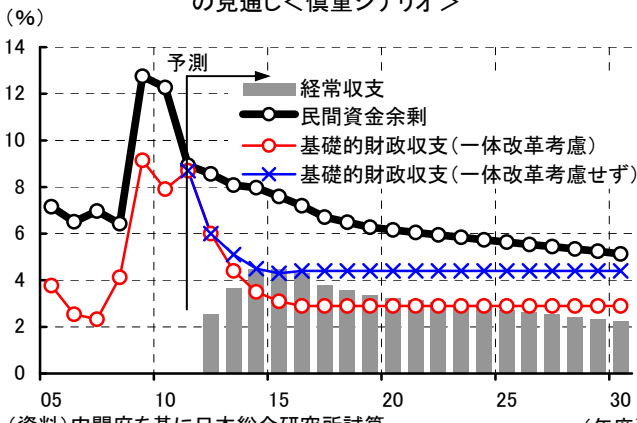
(資料)内閣府を基に日本総合研究所試算
(注)金融機関は一般政府分のネット利払費を除くベース。

(図表7-2) 民間ISバランスの見通し
<成長戦略シナリオ>



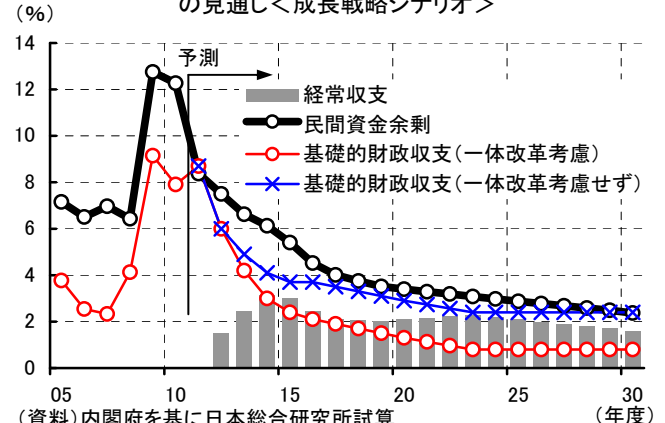
(資料)内閣府を基に日本総合研究所試算
(注)金融機関は一般政府分のネット利払費を除くベース。

(図表7-3) 民間ISバランスと基礎的財政収支
の見通し<慎重シナリオ>



(資料)内閣府を基に日本総合研究所試算
(注1)基礎的財政収支は「経済財政の中長期試算」(内閣府)に準拠。
(注2)経常収支=民間資金余剰-基礎的財政収支(一体改革考慮)

(図表7-4) 民間ISバランスと基礎的財政収支
の見通し<成長戦略シナリオ>



(資料)内閣府を基に日本総合研究所試算
(注1)基礎的財政収支は「経済財政の中長期試算」(内閣府)に準拠。
(注2)経常収支=民間資金余剰-基礎的財政収支(一体改革考慮)

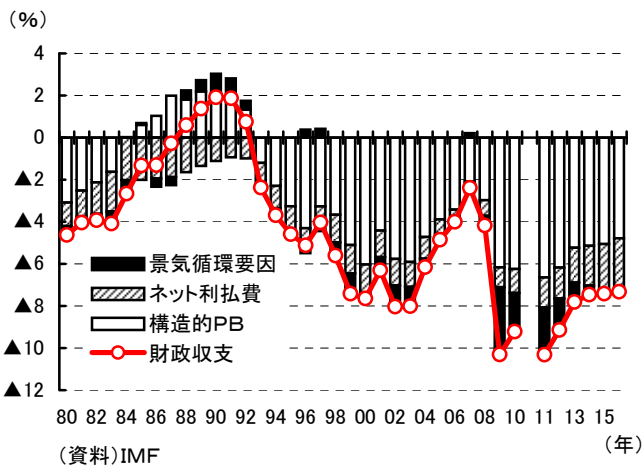
プラス成長復帰・財政再建が遅れば2020年代には赤字転化も

(1) これまでみてきたように、政府の経済・財政見通しに準拠すれば、経常収支黒字は当面維持される見通しながら、過去の経緯を踏まえると、経済見通しは「慎重シナリオ」に比べてもなお一段低迷が長期化する可能性も否定できず。加えて、IMFによると、足許の財政赤字のうち6%前後が構造的な要因であることから、税・社会保障のさらなる改革がなければ基礎的財政収支の改善が進まないリスクも(図表7-1)。そこで、「実質0.5%、名目ゼロ成長」という「低迷長期化シナリオ」を想定。さらに、「慎重シナリオ」と「成長戦略シナリオ」での基礎的財政収支の相違を基に、「低迷長期化シナリオ」での基礎的財政収支を試算。

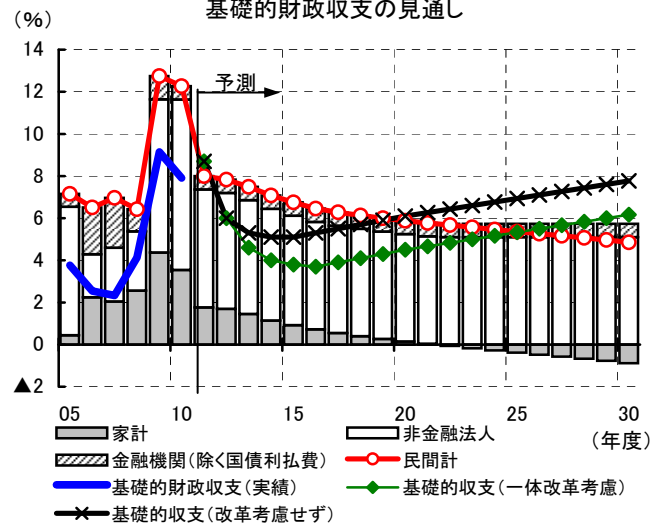
(2) これによると、民間部門の貯蓄投資バランスは、デフレ長期化による貯蓄下振れにより2020年代前半に家計部門が資金不足主体に転じる一方、企業部門では投資低迷により高水準の貯蓄超過が続き、2030年度にかけて名目GDP比5%前後の貯蓄超過が維持される見込み。一方、基礎的財政収支は、税収不足等の影響から2010年代半ばから悪化し始め、一体改革を考慮しなければ2020年度前後、一体改革を考慮しても2025年度前後には、民間部門の貯蓄超過幅を凌駕し、経常収支は赤字に転じる見通し(図表7-2)。

(3) さらに、公的債務累増に伴う一般政府の利払費増加を考慮すれば、赤字転換は前倒しされる可能性(図表7-3)。これまでは、国債のほとんどが国内金融機関により保有されていることから、一般政府による利払費増加は金融機関の営業余剰増加となるだけで、国内全体でのISバランスに変化は生じず。もっとも、今後国債の海外保有比率が上昇していけば、利払費増加による海外貯蓄への漏出も大きくなるため、「一般政府のネット利払費を除いたベースの民間貯蓄投資バランス」が基礎的財政収支を1~2%上回っていないと、国内全体では資金不足に転じる恐れ(図表7-4)。経常黒字を維持し、国債の安定消化を続けていくためには、①人口減少が進むなかでも、成長戦略を通じて可能な限り名目でのプラス成長率を高めていくと同時に、②増税・社会保障の見直し等を通じて基礎的財政収支を着実に改善させていくことが不可欠。

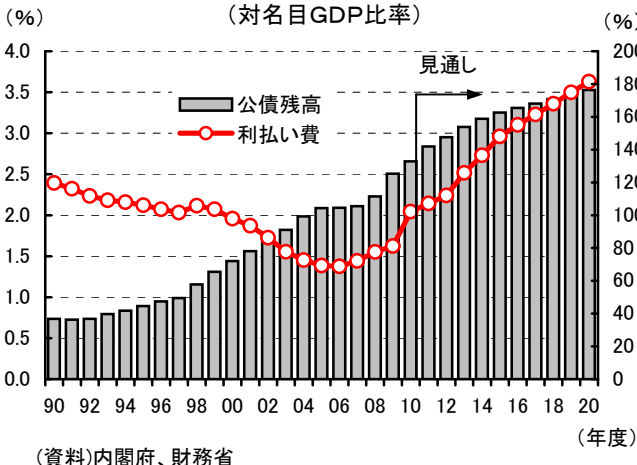
(図表7-1) 財政収支内訳(対名目GDP比率)



(図表7-2) 経済低迷下での民間ISバランスと基礎的財政収支の見通し



(図表7-3) 利払費と公債残高(対名目GDP比率)



(図表7-4) 国債・政府短期証券の海外保有比率

