

2014年5月16日

No.2014-008

経常収支赤字転化に伴うマネーフローの変化

— 米国では、長期金利>名目成長率が常態化するものの、劇的な変化はなし —

調査部 上席主任研究員 牧田 健

《要点》

◆わが国の経常収支は、本年3月に赤字が年率▲9兆円超まで拡大。ただし、2013年度の経常黒字縮小は、①家計部門での消費税率引き上げ前の駆け込み、②公共投資積み増しによるところが大きく、2014年度は黒字が再び拡大する見通し。

◆もともと、中長期的には、家計部門では高齢化により、法人部門ではデフレ脱却を受けて、貯蓄超過は縮小していく見込み。これに対し、わが国の財政赤字は、消費税率引き上げを受け2016年度に向けて縮小傾向をたどるものの、その後は利払い費の増加により再び拡大していくとみられ、消費税率のさらなる引き上げ等を通じて、基礎的財政収支の赤字を縮小していかない限り、経常赤字に転じる確率が増大。

◆わが国の経常収支が赤字に転じれば、①グローバルなマネーフローや②国債の安定消化に大きな影響を及ぼす可能性。そこで、米国の経常収支が赤字に転じた経緯とその際に生じたマネーフローの変化をみると、米国では、輸出拡大を意図した1970年代のドル安政策によりインフレが加速。80年代入り以降、インフレ抑制のためドル高・高金利政策を余儀なくされ、それをきっかけに経常赤字が大幅に拡大。

◆こうしたなか、米国では対外投資、とりわけ対外貸付が大幅に縮小し、結果的に中南米での累積債務問題に発展。ただし、対外貸付の縮小は景気悪化に伴う銀行の業績悪化が主因で、経常収支赤字転化とは直接的な関係はみられず。一方、国内では、国債における銀行の保有比率が大きく低下し、代わって海外の保有比率が上昇。この結果、経常赤字が拡大し始めた82年以降、長期金利>名目成長率の関係が常態化。もともと、金融機関の国債購入は継続されており、経常収支の赤字化をきっかけに劇的な資金フローの変化は生じず。

◆米国の経験を踏まえると、経常収支赤字化に伴う大きな市場混乱は回避される可能性が高いものの、対内投資の脆弱性等を踏まえると、わが国は経常赤字転化圧力に対し、①安易な通貨安に頼らない形での輸出競争力強化、②迅速かつ大胆な財政再建、③対外資産の収益率向上、などに早急に取り組むと同時に、赤字転化に備え、④金融部門の健全性を堅持していく必要。

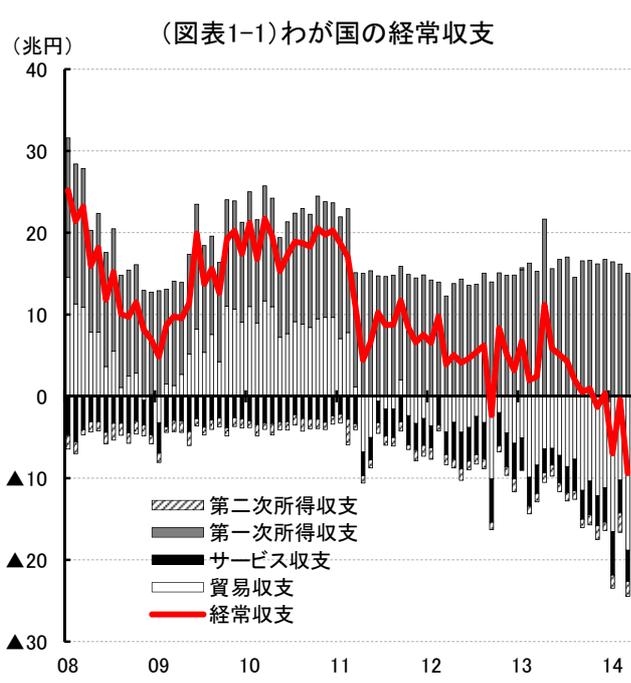
本件に関するご照会は、調査部・上席主任研究員・牧田健宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0928

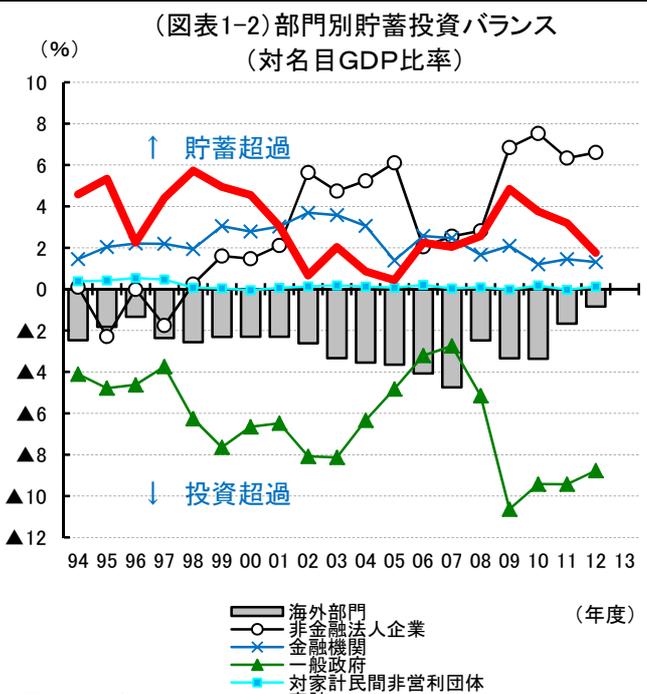
Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

現状：家計部門での貯蓄超過幅縮小に伴い経常黒字が縮小

- (1) わが国の経常収支は、季節調整値ベースで昨年5月以降黒字が縮小し、11月には赤字に転化、本年3月には赤字は年率▲9兆円超まで拡大（図表1-1）。高水準の公的債務を抱えるわが国にとって、経常赤字の常態化は、国債の安定消化困難化など、経済に深刻な悪影響を及ぼす恐れ。そこで、貯蓄投資バランスの観点から経常収支の赤字転化の可能性を検討し、そのうえで、米国等の事例を基に経常赤字転化の際に起こる資金フローの変化について考察。
- (2) わが国の貯蓄投資バランスの対名目GDP比を部門別にみると、リーマン・ショック以降、非金融法人部門が家計部門をはるかに凌駕する貯蓄超過を計上する一方、政府部門も、税収の減少と経済対策により未曾有の規模の投資超過を計上。こうしたなか、2010年度以降家計部門で貯蓄超過幅が縮小しており、それに伴い経常海外余剰（＝経常収支黒字）も縮小（図表1-2）。
- (3) ただし、2013年度については、①家計部門での消費税率引き上げ前の駆け込み（住宅投資上振れ、耐久財消費のための貯蓄取り崩し）、②政府部門での大幅な公共投資の積み増し、等によって国内貯蓄超過が趨勢トレンド以上に縮小した可能性が高く、2014年度にはその反動から、国内貯蓄超過（経常収支黒字）は再び拡大する見通し。



(資料)財務省・日本銀行
(注)季節調整済年率換算値

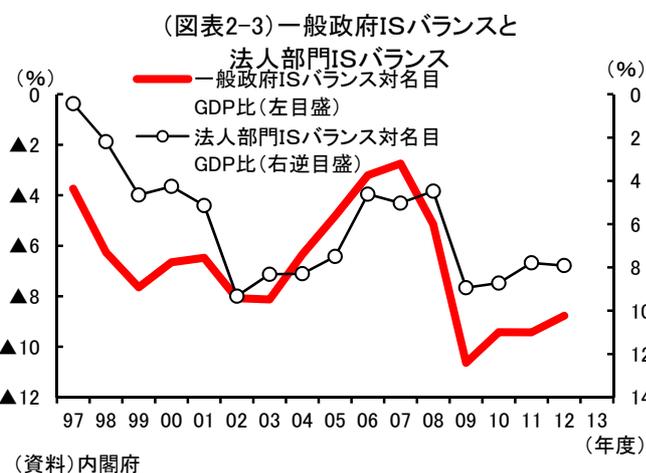
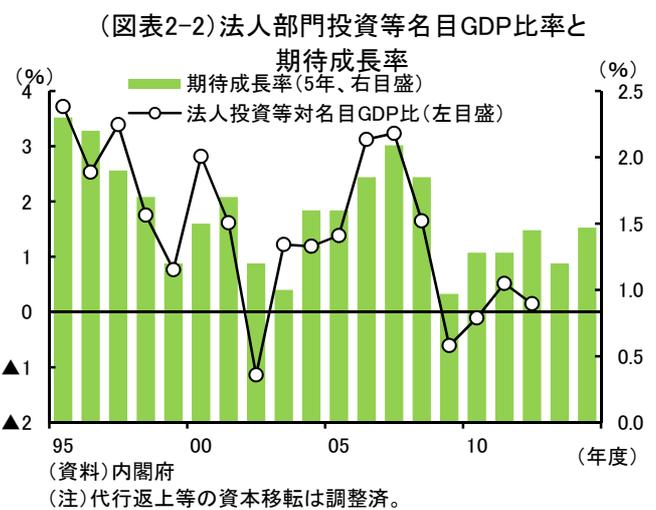
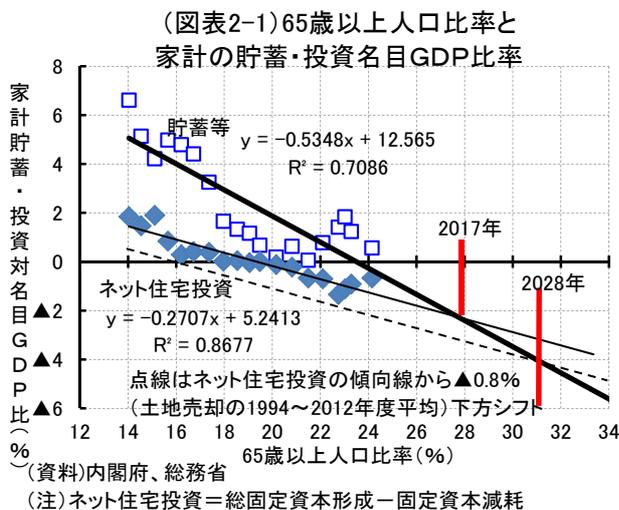


(資料)内閣府
(注)代行返上等の資本移転は修正済み。

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						

先行き: 高齢化等により中長期的に貯蓄超過幅は縮小。財政再建が鍵。

- (1) もっとも、高齢化の進展やデフレ脱却により、中長期的には民間部門の貯蓄超過は一段と縮小していく見通し。まず、家計部門では、高齢化が進むなか、貯蓄等対名目GDP比は早晚マイナスに転じる見込み。既にマイナスに転じているネット住宅投資対名目GDP比も先行きマイナス幅を拡大させていくものの、拡大ペースが緩やかにとどまる結果、対GDP比平均0.8%程度の土地売却等を加味しても、2020年代後半には家計部門の貯蓄投資バランスはマイナス（貯蓄不足）が定着する恐れ（図表2-1）。一方、法人部門でも、アベノミクスのもとデフレ脱却が視野に入るなか、従来のような大幅な貯蓄超過は期待薄。今後期待成長率が上昇すれば、投資等対名目GDP比の上昇が不可避（図表2-2）。
- (2) 民間部門で貯蓄超過幅が縮小していくなか、経常収支が赤字に転じるか否かは、法人部門の貯蓄超過縮小に伴い政府部門の貯蓄不足（＝財政赤字）がどこまで縮小するのかが鍵（図表2-3）。内閣府によると、わが国の財政赤字は消費税率が引き上げられる2016年度に向けて縮小傾向をたどるものの、その後は、利払い費の増加により再び拡大していく見通しとなっており、消費税率のさらなる引き上げ等を通じて、基礎的財政収支の赤字を縮小していかない限り、民間部門の貯蓄超過で政府部門の貯蓄不足を賄えない状況、すなわち経常赤字に転じる確率が高まる見込み。
- (3) ちなみに、国際収支の発展段階説によれば、わが国は、1980年代入り以降続いていた、貿易サービス収支・所得収支ともに黒字の「未成熟な債権国」から、貿易サービス収支が赤字になる「成熟した債権国」に移行しつつある状況。同説に則れば、いずれ貿易サービス収支の赤字が所得収支の黒字を凌駕する「債権取り崩し国」に移行していく可能性。



(図表2-4) 国際収支の発展段階説

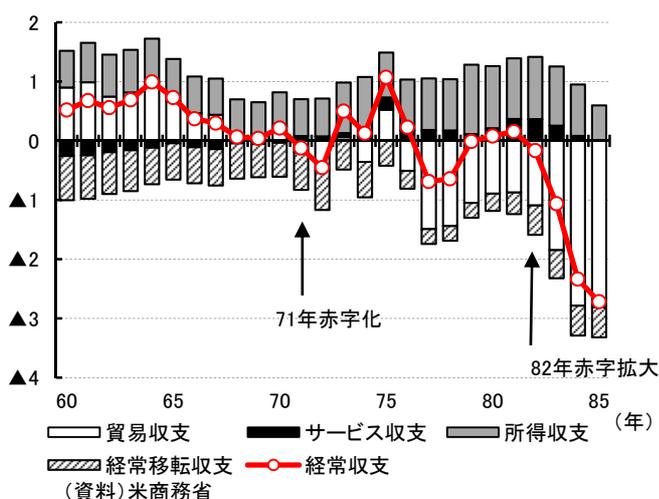
発展段階	特性	貿易・サービス収支 (対外純資産)	所得収支	経常収支	日本の歩み
I 未成熟な債務国	産業基盤乏しく、国内貯蓄も不十分。	-	-	-	
II 成熟した債務国	輸出産業が成長。過去の債務の返済。	+	-	-	
III 債務返済国		+	-	+	60年代半ば
IV 未成熟な債権国	過去の債務返済が終了。対外債権国へ。	+	+	+	80年代
V 成熟した債権国	賃金上昇等から貿易サービス収支が赤字化。	-	+	+	2011年?
VI 債権取り崩し国		-	+	-	

(資料)内閣府等を基に日本総研作成

米国の事例①: 経常赤字転化に伴い「その他投資」が大幅に縮小

- (1) 以上のように、中期的にはわが国の経常収支は赤字に転じていく可能性。その場合、①わが国は世界最大の対外債権国であることから、グローバルなマネーフローに大きな影響を及ぼす可能性があるほか、②高水準の公的債務を抱えるなか、国債の安定消化に支障をきたす恐れ。そこで、以下では、1980年代に経常赤字に転じた米国において、経常収支が赤字に転じた経緯とその際に生じた内外マネーフローの変化について俯瞰。
- (2) 米国では、1971年に貿易収支が赤字に転じると同時に、経常収支も赤字に転化。その後貿易赤字が続くもとで経常収支は対名目GDP比±1%前後での推移が続いたものの、1982年以降赤字が拡大(図表3-1)。この背景には、為替政策の転換が指摘。日本やドイツの国際競争力向上により、米国では1960年代後半以降貿易黒字が大幅に縮小。これに対し、金ドル本位制の放棄(ニクソン・ショック)、円・マルクへの通貨高圧力等を通じて、輸出拡大を図ったものの、輸出の顕著な増加はみられず、むしろ通貨安に伴いインフレが加速。結局、81年以降インフレ抑制のためドル高・高金利政策を余儀なくされ、それを契機に経常赤字が大幅に拡大(図表3-2)。
- (3) 一方、資本収支をみると、米国では、経常赤字が拡大していくなかでも、対内投資に大きな変化はみられず、その分対外投資が大幅に縮小(図表3-3)。対外投資の内訳をみると、その他投資(対外貸付)が大幅に縮小(図表3-4)。ちなみに、対外投資が本格的に拡大するのは、「強いドルは国益」との方針の下、対内投資が大幅に増加した90年代半ば以降。

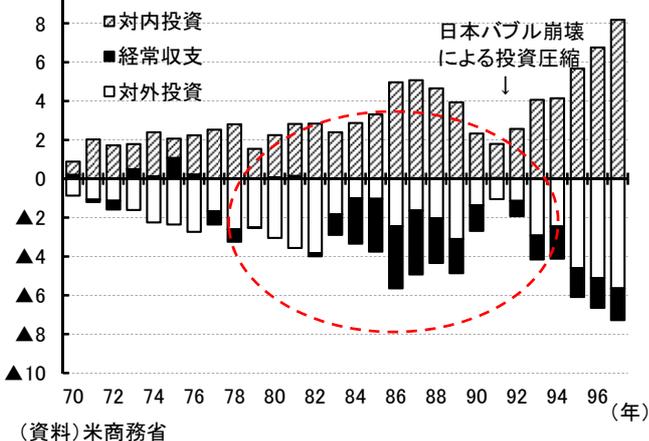
(図表3-1) 米経常収支対名目GDP比の推移



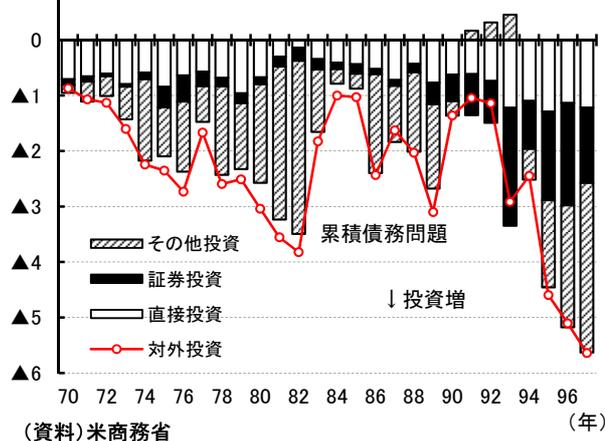
(図表3-2) 米経常収支とインフレ率、ドル実効為替レート



(図表3-3) 米国の経常収支と対内対外投資 (対名目GDP比)



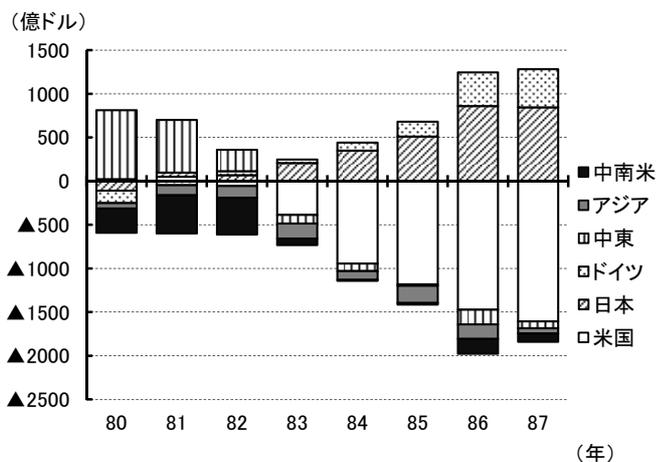
(図表3-4) 米国の対外投資の内訳 (対名目GDP比)



米国②: 対外貸付は赤字に転じても直ちには大幅圧縮に至らず

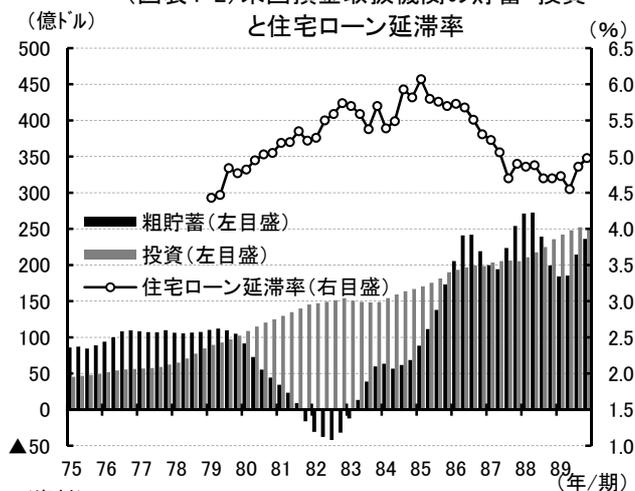
- (1) 米国の対外投資抑制は中南米を中心とした累積債務問題に発展。これまで大幅な経常赤字を計上していた中南米諸国では、米国が資本輸入国に転じるなか、ファイナンスが困難化。これに伴い、中南米では内需が大幅に冷え込み、経常赤字は大幅に縮小（図表4-1）。
- (2) ただし、米国での対外投資圧縮の直接の原因は、「国際的な資金制約の強まり」よりも国内貸出資産の不良債権化を受けた米金融機関の業績悪化の可能性。80年代初頭にかけての高金利や度重なる景気後退により、住宅ローン延滞率が上昇。その結果、預金取扱機関では業績が悪化し、85年まで貯蓄不足の状態が持続（図表4-2）。金融機関の貯蓄不足が解消されるまで、対外貸付は圧縮へ。
- (3) ちなみに、米国以外に経常収支が赤字に転じた英国やフランスをみると、経常収支が赤字に転じても直ちに対外投資の圧縮はみられず。英国では、79年に外為規制が撤廃されて以降高水準の対内投資・対外投資が続き、対外投資の顕著な縮小が生じたのは累積債務問題が深刻化した82~84年と景気後退に陥った91年のみで、経常収支赤字化とは無関係（図表4-3）。フランスでも、2005年に経常収支が赤字に転じたものの、景気が拡大基調を辿るなか、対外投資・対内投資はむしろその後一段と盛り上がり、顕著な縮小が生じたのは、リーマン・ショック後、および欧州債務危機が深刻化して以降（図表4-4）。

(図表4-1) 80年代の主要国・地域の経常収支



(資料)IMF

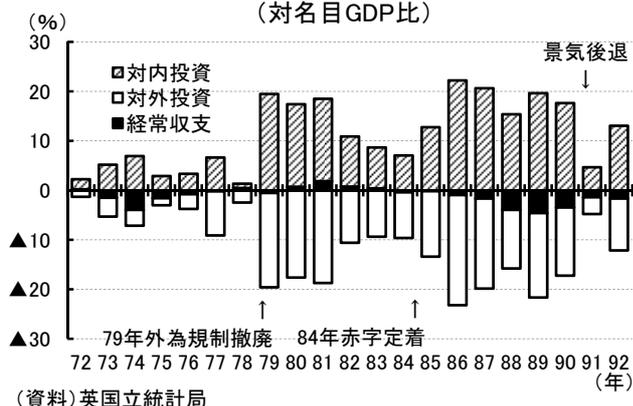
(図表4-2) 米国預金取扱機関の貯蓄・投資と住宅ローン延滞率



(資料)FRB、MBA

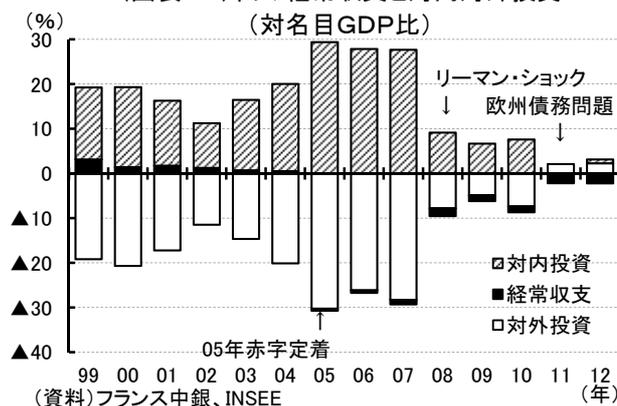
(注)貯蓄、投資は4期平均。粗貯蓄は資本移転を除く。

(図表4-3) 英国の経常収支と対内対外投資
(対名目GDP比)



(資料)英国立統計局

(図表4-4) 仏の経常収支と対内対外投資
(対名目GDP比)

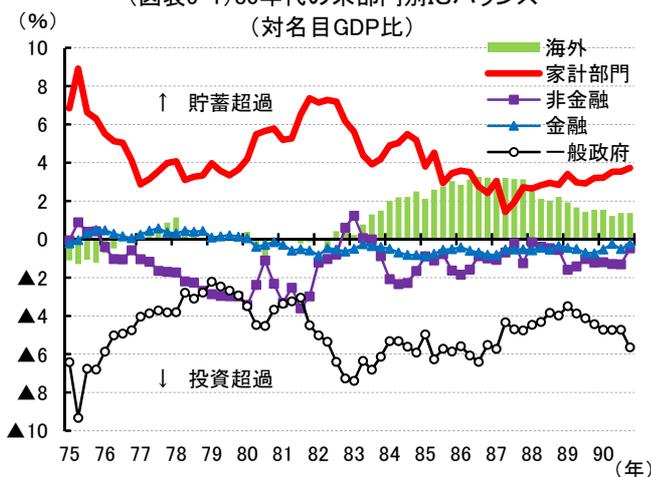


(資料)フランス中銀、INSEE

米国③：国債の海外保有比率が上昇し、長期金利>名目成長率へ

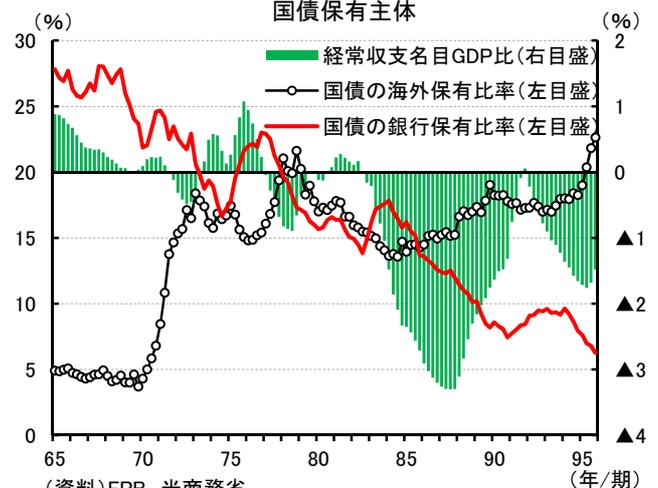
- (1) 一方、国内での資金フローへの影響については、80年代入り以降家計部門の貯蓄超過幅が縮小する一方、財政赤字の縮小が進まず、海外部門での資金調達（＝経常赤字）が増大（図表5-1）。
- (2) こうした状況下、経常赤字が拡大するにつれて国債における銀行の保有比率が大きく低下し、代わって海外保有比率が上昇（図表5-2）。同時に、それまで名目成長率以下に抑えられていた10年債利回りは、経常赤字が拡大し始めた82年以降、長期金利>名目成長率の関係が常態化（図表5-3）。こうした状況は、海外から米国への積極的な資金流入を促すべく「強いドル政策」に転じた95年まで持続。
- (3) ただし、経常収支が赤字に転じても、金融機関は引き続き米国債の買い越し姿勢を堅持。米預金取扱機関の金融資産に占める米国債比率（ストックベース）は、1970年代以降90年代半ばまで6%±2%の範囲内で推移しており、預金を中心に金融負債が大きく増加するなか、趨勢として米国債保有残高は増加（図表5-4）。結局、国内貯蓄を上回るペースで国債発行が拡大するなか、徐々にそのファイナンスの海外依存度が高まったに過ぎず、経常収支赤字転化によっても劇的な資金フローの変化は生じず。

(図表5-1) 80年代の米部門別ISバランス
(対名目GDP比)



(資料)米商務省

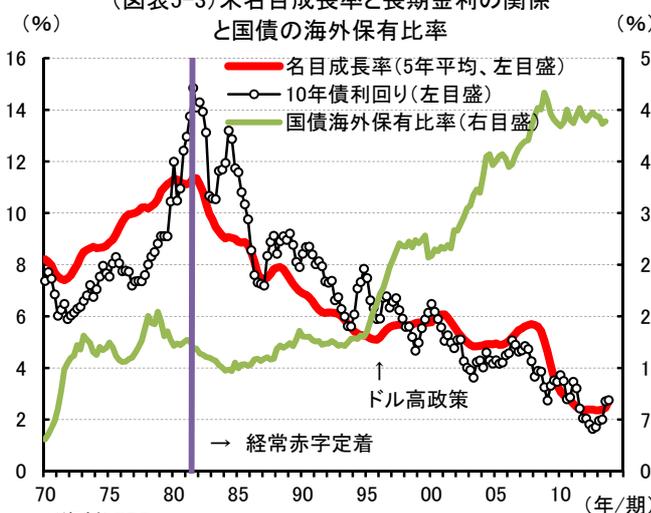
(図表5-2) 米国経常収支名目GDP比と
国債保有主体



(資料)FRB、米商務省

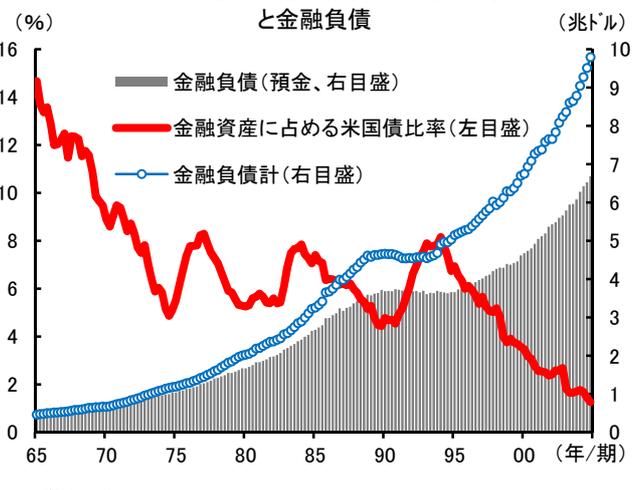
(注)経常収支名目GDP比は4期平均。

(図表5-3) 米名目成長率と長期金利の関係
と国債の海外保有比率



(資料)FRB

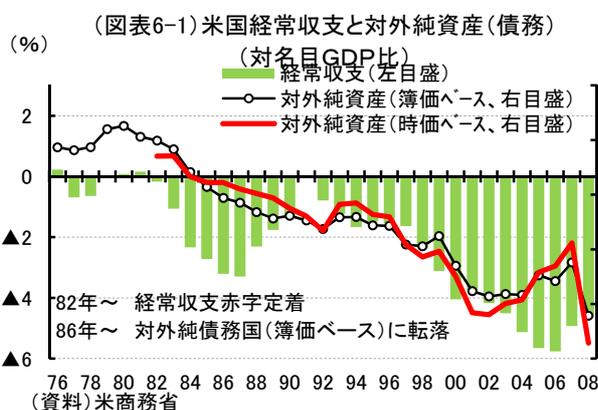
(図表5-4) 米預金取扱機関の米国債保有比率
と金融負債



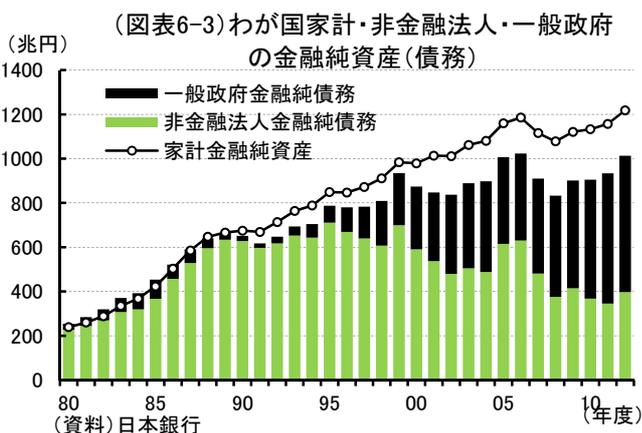
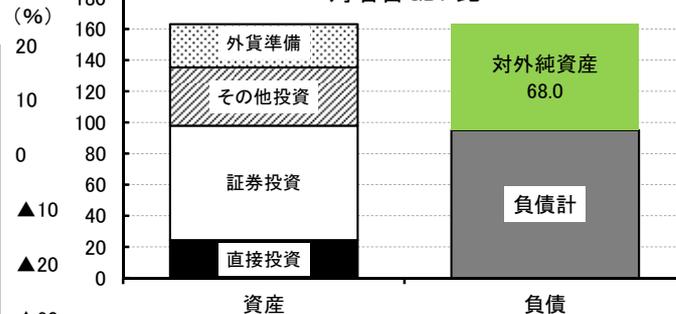
(資料)米FRB

日本への示唆：財政再建・対外資産の収益率向上等が焦眉の急

- (1) 以上のような米国の事例を踏まえると、経常収支が赤字に転じても、直ちに内外での資金フローに劇的な変化が生じる公算は小。ただし、海外投資家は、円高進行など為替面でのインセンティブがない限り、国内投資家以上にリスクプレミアムを要求する可能性が高く、国債の海外依存度が高まるにつれ、長期金利が名目成長率を大きく上回る可能性。その場合、経済成長に下押し圧力がかかるほか、財政再建に向けたハードルが一段と高くなる恐れ。
- (2) わが国は、経常赤字転化後4年で対外純債務国に転じた米国と異なり、対外純資産が名目GDP比で68%に達しており、仮に経常赤字に転じても、当分の間、対外資産の取り崩しにより財政に対する資金繰りは賄える公算（図表6-1、2）。一方で、①民間貯蓄が拡大し続ける米国と異なり、高齢化により民間貯蓄の大幅な増加が期待できない状況下、国債の新規購入余力は先行き一段と限られてくるほか（図表6-3）、②米国のような基軸通貨の恩恵（海外の米国債保有の7割は公的部門）を有していないことから、米国以上に長期金利が上振れする恐れ。
- (3) こうした点を踏まえると、経常収支の赤字転化を少しでも遅らせ、かつ、赤字に転じても資金フローに大きな問題が生じないように、以下の施策を早急に取り組んでいく必要。
- ①国債の極端な海外依存を回避するための迅速かつ大胆な財政赤字削減
 - ②景気拡大が財政改善につながるような課税ベース拡大をはじめとした税制改革
 - ③貿易赤字解消・拡大抑制に向けた、高付加価値化等を通じた輸出競争力の強化（安易な通貨安政策では、単にインフレ高進やその後の通貨高政策への転換等を招く恐れ）
 - ④高水準の民間貯蓄維持に向けた、全要素生産性（TFP）の引き上げ（無駄な投資を回避し、効率的な投資に専心）（図表6-4）
 - ⑤対外純資産の増加ペースが鈍化していくなかでの、対外資産の収益率向上
 - ⑥対内投資の一段の拡大を促すようなわが国の成長期待の引き上げ
 - ⑦海外からの安定的な資金調達確保に向けた金融機関の財務健全性確保



(図表6-2) わが国の対外資産負債残高
対名目GDP比



(図表6-4) わが国のGDP成長率の要因分解

