

日本の経常収支の中長期的動向 について

報告用資料

2012年4月5日

深尾京司

(一橋大学・経済産業研究所)

報告の構成

1. 経常収支の中長期的な決定要因：
標準的な開放マクロ経済学の考え方
2. 経常収支不均衡と経済厚生・経済政策

1. 経常収支の中長期的な決定要因： 標準的な開放マクロ経済学の考え方

(生産物や生産要素市場の調整が行きついた)完全雇用均衡における経常収支に関する標準的な理論：

国際資本移動が自由で十分な厚みがあり、変動レート制を採用している日本のような先進国では、完全雇用均衡下における貯蓄投資バランスと経常収支黒字を一致させるように実質為替レートが決まる。

短期的な負のサプライショック下では、経常収支が赤字化することにより、供給制約による国内消費減少や中間財のボトルネック発生による経済的損失が抑制される。

1. 経常収支の中長期的な決定要因： 標準的な開放マクロ経済学の考え方(続)

留意すべき点 その1:大きなマイナスのGDPギャップが示すように、日本は完全雇用均衡状態に達していない。

調整過程に関する標準的な理論

意図された貯蓄・投資バランス > 現実の経常収支黒字 → GDPの減少 → 物価下落 → 国内金利下落 → 通貨安 → 経常収支黒字の拡大 → 完全雇用へ

調整過程では現実の経常収支黒字と貯蓄・投資バランスを一致させる水準までGDPが減少する。

← 現実の経常収支黒字は完全雇用下の貯蓄・投資バランスより大幅に少ない可能性が高い。完全雇用貯蓄・投資バランスを推計することの重要性(千明・深尾 2002、内閣府 2009)。

1. 経常収支の中長期的な決定要因： 標準的な開放マクロ経済学の考え方(続)

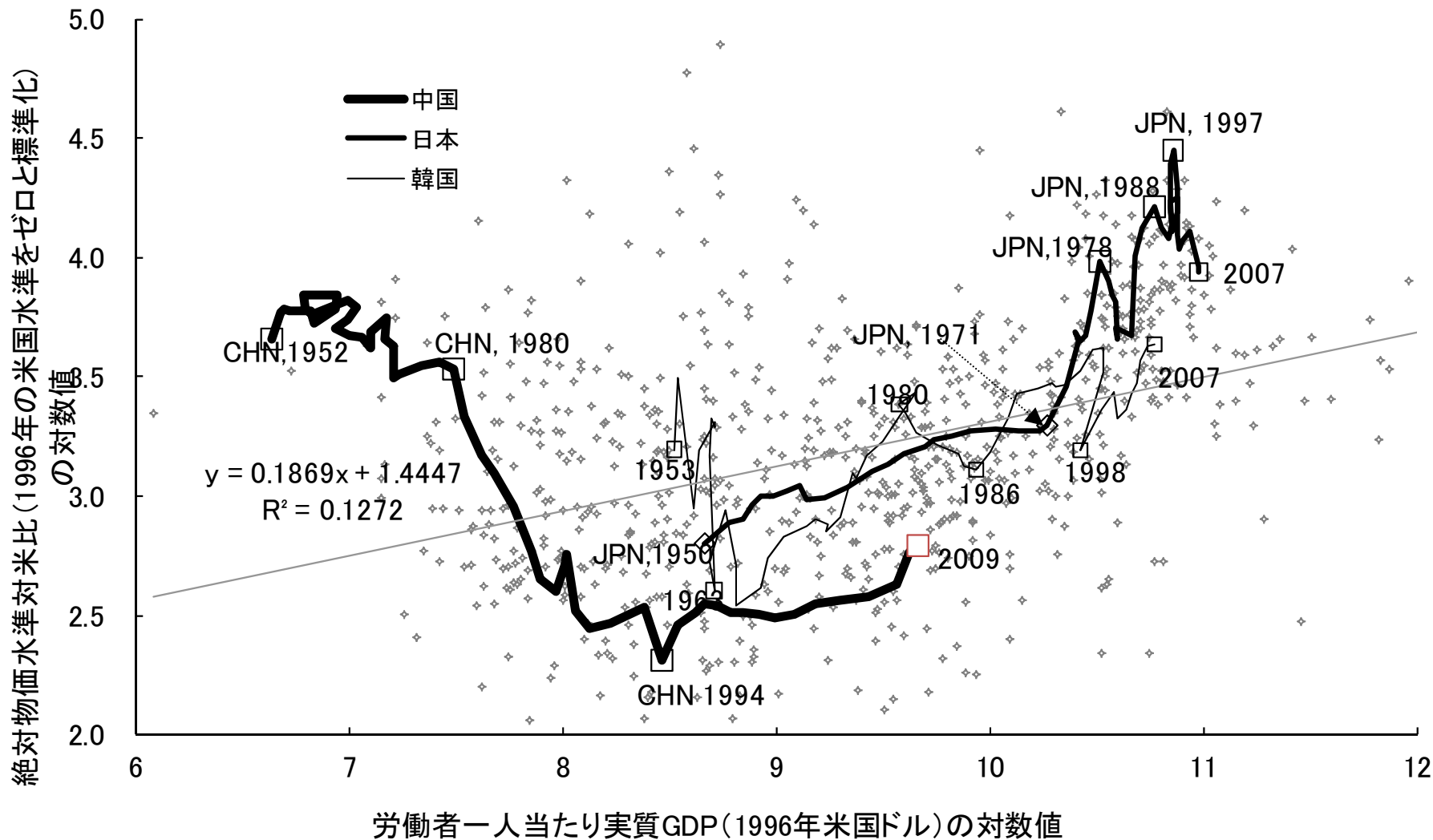
留意すべき点 その2:現在の日本と海外の状況では、完全雇用均衡への調整が円滑に進むか否か怪しい。

調整の阻害要因

1. 国内金利にゼロの下限があり、デフレ下で実質金利が高止まる。
2. 欧州債務危機等により、海外の実質金利が大幅に下落し、円安化を妨げている(最近改善の兆しがあるが)。
3. 日本の最大の貿易相手国である中国は、為替介入や資本移動規制により元を安く操作し、失業を輸出している。
4. 現在のような国際金融市場の下で日本の膨大な対外純資産分の外貨買い・円売りポジションを民間が担おうとするか否か疑問。途上国が外貨準備の一部を円に換えることにより、担うべきポジションは更に拡大している。

←対外均衡を達成するためにもデフレ脱却が必要。新しい国際通貨秩序を構築することが急務。

図 2. 各国の労働者一人当たり実質 GDP 対数値 (1996 年米国ドル) と市場為替レートで換算した絶対物価水準対数値 (1996 年における米国の物価水準対数値を 0 と標準化) の推移：
1950—2007 年



1. 経常収支の中長期的な決定要因： 標準的な開放マクロ経済学の考え方(続)

留意すべき点 その3: 標準的な開放マクロ経済学の想定する調整が長期にわたり達成されない場合には、「均衡経常収支」や「均衡為替レート」自体を、変化させるメカニズムが働く。

実質金利低下による国内投資拡大により、完全雇用下の貯蓄・投資バランスが縮小する可能性。

←デフレのためそれも困難であれば、

生産の海外移転により、完全雇用下の貯蓄・投資バランスが縮小する可能性(通常の国際経済学のテキストでは想定しない現象だが可能性は否定できない)。

深尾京司「直接投資とマクロ経済—中期的分析—」、一橋大学経済研究所編『経済研究』第48巻第3号、pp. 227-243、1997年7月。

←最悪のシナリオだろうが、このような先の問題より、この状況を生む根本的な問題の検討と対処(貯蓄超過が適当か、デフレからいかに脱却するか、円安是正に何が必要か)を優先すべき。

2. 経常収支不均衡と経済厚生・経済政策

1) 東日本大震災やタイの洪水等短期的な負のサプライショック下では、経常収支が赤字化することにより、供給制約による国内消費減少や中間財のボトルネック発生による経済的損失が抑制される。関東大震災下でもそのようなことが起きた。

2) また、欧州債務危機や中国経済の減速も一時的に実際の経常収支黒字を減らしている。

←このような一時的要因にも留意する必要がある。

3) 税収や家計貯蓄がGDPの増加関数であることを考慮すれば、完全雇用下の貯蓄・投資バランスは現在より大きなプラス値である可能性が高い(ただし、設備投資も不況で極めて停滞していることに留意する必要がある)。

2. 経常収支不均衡と経済厚生・経済政策(続)

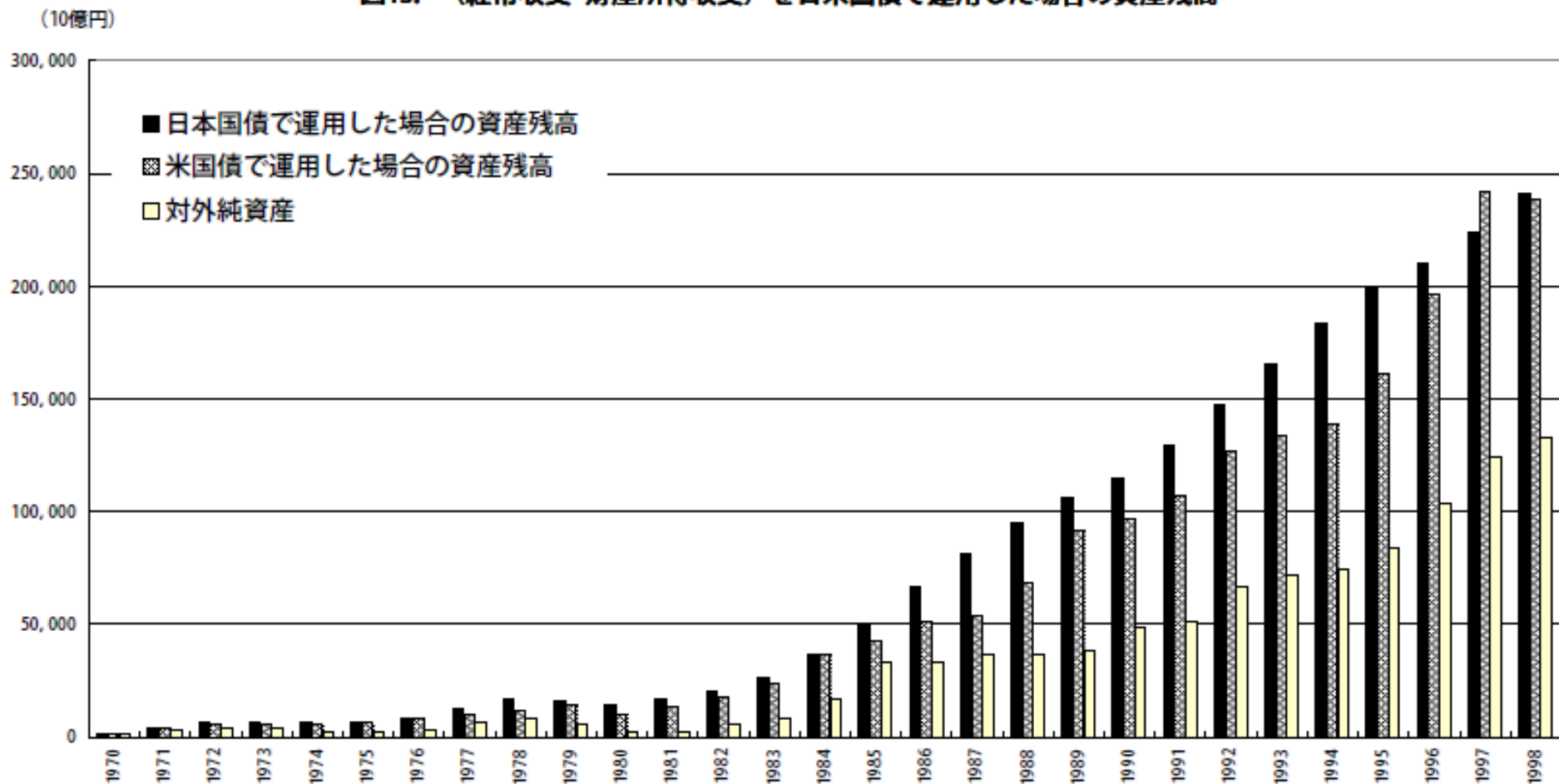
4) 企業と家計の貯蓄の代替性が低い(corporate veilがある)との多くの実証結果によれば、現在の日本の貯蓄超過が国民の視点から見て最適な水準か否か、怪しい。また企業が配当を増やせば民間全体の貯蓄超過が減少する可能性がある。

←膨大な財務余力を蓄える大企業のガバナンスが良好か確認する必要あり。

5) 日本のように膨大な対外純資産を持ち人口減少・高齢化が進む社会で、経常収支が赤字化してもおかしくないし、それが望ましくないとさえ言えない。赤字が大規模になれば日本国債の売却が進行する可能性があるが、幸いギリシャと異なり金融政策の独立性を有する日本の場合、長期金利上昇を断固阻止する覚悟が必要。これは大幅な円安やインフレの危険をもたらすだろうが、デフレ脱出の好機ととらえるべき。

←所得収支の変動や発展段階の議論に留まらず、ストックの視点から膨大な対外純資産の収益率や企業貯蓄の収益率を調べるのが重要であろう(Andoや宮川の研究)。また対外純資産の用途に関する他の老大国の実例を分析すべき。

図13. (経常収支-財産所得収支) を日米国債で運用した場合の資産残高



出所: 経済企画庁、国民経済計算(平成12年版) IMF, *International Financial Statistics* 2000

出所: 深尾京司「日本の貯蓄超過と「バブル」の発生」世代間問題研究機構ディスカッションペーパーシリーズno. 35、2001。

日本の対外純資産の収益率は非常に低かった。これは対外資産の一部が流動性の高い低収益資産で運用された事や、非居住者の対日資産運用が優れていた事等に起因する可能性もある。¹⁰