

# 貿易収支、経常収支 の論点 ～財政問題の視点を交えて～

鈴木 準

## 要 約

31年ぶりの赤字化をきっかけとして、日本の貿易収支が構造的に変化している可能性について関心が高まっている。貿易収支だけでなく経常収支も赤字化するのではないかという議論も増えている。

貿易収支や経常収支は赤字でも黒字でも問題視される難しさがある。戦後の国際収支をめぐる議論を振り返れば、貿易の利益は大きいこと、輸出は主に世界経済の動向と輸出産業の競争力の2つで決まること、輸入は国内景気と資源価格がポイントであること、自由貿易の価値を認めつつ、それに伴う摩擦に十分配慮すべきことなどが、収支尻を議論するよりも原理的に重要だろう。

名目貿易収支がどのように推移するかは、差し当たり交易条件がカギである。経常収支は所得収支を保守的にみても今後10年間の間に赤字化するとは思われない。もっとも、国内経済の低迷が反映された経常黒字が維持されるのだとすれば、決して望ましくはない。

経常赤字化の懸念は財政問題とも組み合わせられて議論されるが、財政問題の本質が経常収支によって左右されるとは思われない。財政問題はそれ自身の問題として、民間経済の活性化と組み合わせる必要がある。

## 目 次

- 1章 貿易収支・経常収支論議の難しさ
- 2章 貿易収支や経常収支はこれまでどのように捉えられてきたか
- 3章 貿易収支と経常収支の見通し
- 4章 経常収支と財政問題

## 1章 貿易収支・経常収支論議の 難しさ

### 1. 31年ぶりの貿易赤字

財務省「貿易統計」によると、2011年における日本の貿易は輸出65.5兆円、輸入68.1兆円となり、貿易収支は2.6兆円の輸入超だった。貿易赤字となったのは、第二次オイルショック後の1980年以来のことである。輸出は2008年のリーマン・ショックによる急激な変調から十分な立ち上がりを遂げようとする前に、東日本大震災やタイの洪水などにより供給制約が生じ、低迷を余儀なくされた。他方、国内生産ができないことによる代替輸入が増加し、また、原子力発電所の稼働率低下に伴う火力発電需要を満たすためにLNGなど鉱物性燃料の輸入が拡大した。既に相当程度回復したサプライチェーンの寸断や、十分な安全が確認されるまでの原子力発電から火力発電へのシフトが要因であるという点で、31年ぶりの貿易赤字は一時的なものという性格が強いだらう。

ただ、あながち一時的とは断定できない要因も見受けられる。例えば、日本企業の輸出競争力が構造的に低下している可能性があり、今後、世界経済が順調に拡大したとしても輸出を拡大していくのに懸念がないとはいえない。また、福島第一原子力発電所の事故を受けた新しいエネルギー政策として、原子力発電への依存度を急速かつ恒久的に引き下げの方針が強まっていくかもしれない。それは新興国の需要増を背景に価格の上昇傾向が見込まれている鉱物性燃料の輸入金額を拡大させる要因である。2011年の貿易収支赤字化をきっかけとして、日本の貿易収支が構造的に変化している可能性について関心が高まっている。

### 2. 注目される経常収支の今後

一国全体の対外経済取引の結果は、国際収支統計に体系的に表されるが、中でも実物経済取引の面で重視されるのは経常収支である。経常収支とは、財貨の輸出入を表す貿易収支、役務等のサービスの貿易を表すサービス収支、投資収益の受け払いである所得収支、政府間の無償資金援助などの経常移転収支の合計である。経済規模に比して大きすぎる経常赤字や経常黒字は“不均衡(imbalance)”であるとして、国際政治や国際経済の分野で問題視されることが多い。2011年の貿易赤字によって、約30年間（オイルショック期を除けば約40年間）続いてきた日本の経常収支黒字も赤字化するのではないかという議論が増えている。

もっとも、収支尻である貿易収支や経常収支が黒字であることが必ず望ましいとはいえないし、赤字が問題であるとも限らない点を十分に踏まえない。経常黒字によって対外純資産（海外に対する債権）を増やすことは、将来のインカムゲインを増やして国民の所得を増やすことになるが、そもそも経常黒字とは単に国内需要の停滞（輸入の停滞や国内の過剰供給力）を反映しているだけかもしれない。また、同じ貿易赤字でも、国産品と同じ品質の製品が安価に輸入されて国内に浸透することは国民の豊かさを高めるが、鉱物性燃料の輸入で電力料金が引き上げられるのは望ましくないだろう。経常黒字国の日本と経常赤字国の米国について近年の成長率の違いを比べれば、“黒字＝善、赤字＝悪”でないことは明らかだろう。その意味では、経常赤字化を回避すべきという単純な問題設定はミスリーディングなところがあると思われる。

それだけ、収支尻の意味するところを解釈し、理解するのは難しいのだが、さらに経常収支の動向を財政問題と結びつけた議論も盛んになされている。経常収支赤字とは、裏側で対外資金が自国内に流入している（対外純資産を減らしている、もしくは対外純債務を増やしている）からこそ成立する状態といえるが、くしくも欧州におけるソブリンリスク問題は経常収支赤字の国々で顕在化している。日本も政府財政の状態は極めて悪化しているが、日本の場合には長期に経常黒字を計上している中で財政問題が起きており、G I I P S 諸国とは構図が異なっている。仮に、経常黒字か経常赤字かの違いが財政問題の本質を左右するとすれば、日本の経常収支が赤字化すれば財政問題への評価も大きく異なってくる。

以下、本稿では、今後を展望する上でのポイントを抽出するために、第2章で貿易収支や経常収支が戦後、どのように捉えられてきたかについて述べる。それを受けて、第3章では貿易収支と経常収支の中期的な展望を示す。そして第4章では、経常収支と財政収支の関係について議論する。

## 2章 貿易収支や経常収支はこれまでどのように捉えられてきたか

### 1. 黒字でも赤字でも問題？

以下で述べるように、戦後間もなくは国際収支の赤字ファイナンスが国家の課題であった。ところが、1980年代には日本の貿易黒字が大きすぎるとして、深刻な対外経済摩擦・貿易摩擦を招いた。一転、1990年代半ばの超円高局面や、2000年代初頭に生産基地としての中国の存在感が増した局面では、貿易赤字化を見通す議論が聞かれる

ようになる。実際には赤字化しなかったわけだが、その後、純輸出の寄与で戦後最長の景気拡張期が実現すると、今度は日本経済が外需依存であるとネガティブに捉えた論調が目立った。21世紀に入ってグローバルな経済成長が貿易や投資の拡大によって実現する中、リーマン・ショックが起きるまでは日本の貿易収支や経常収支が短期間のうちに赤字化するという見通しはほとんど聞かれなかったのではないかと。しかし、現在は、赤字化するかもしれないという議論や、赤字化を回避すべきという議論が増えている。

このように、貿易収支や経常収支は、黒字でも赤字でも問題視される不思議な存在である。そこで本章では、戦後の日本において貿易収支や経常収支がどのように捉えられてきたのか、あるいは、基調の変化はどのように起きてきたのかなどについて、ごくおおまかに10年程度の単位に区切って振り返ってみたい。

## 2. 国際収支に関するこれまでの議論

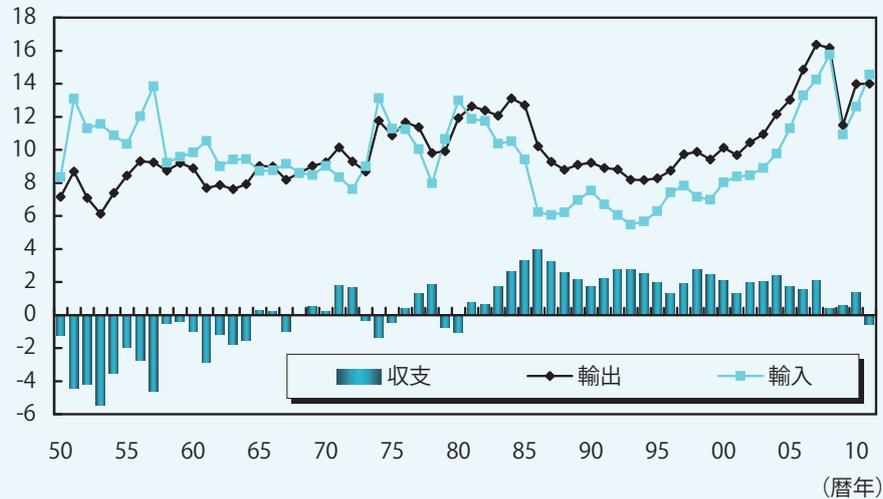
### 1) 1945～1955年頃（戦後復興期）

戦後復興を目指す日本は、もちろん債務国からの再出発であった。戦禍で産業の力は疲弊しきっていたから、輸入に頼らざるを得ない財が多かったが、1950年頃までは海外の援助によって大規模な貿易赤字がファイナンスされていた。1950年代になると朝鮮戦争による特需で復興に弾みがついたが、国際収支が多少改善しても一時的なものであると常に警戒され、国際収支の悪化こそが国家の危機と考えられていた。

例えば、1954年度の経済白書は「手持高を全部使いつくしてしまったあげくには、いよいよ輸入を切り詰めなければならない時が来る。食糧輸入を大幅に切り詰めると日本国民は再び終戦後の

図表1 貿易収支の推移

(GDP比、%)



(出所) 財務省「貿易統計」、内閣府「国民経済計算」から大和総研作成

ような食糧不足の苦しみを味わわなければならない。工業原料の輸入が思ったようにできないならば工場も人員を整理し、巷には失業者があふれるであろう。」と述べている。

## 2) 1955～1965年頃（高度成長期前半）

様々な経済指標でみて、1955年頃に日本経済は戦前の水準を回復した。「もはや『戦後』ではない」と述べたのは、1956年度の経済白書である。

事後的に振り返れば、高度成長期の前半とは、貿易と為替の自由化が漸進的に進む中で、貿易収支の黒字基調を実現していくプロセス期だった。底流で日本製品や日本企業の競争力・生産性の向上が進み、景気循環の面では国内需要不足（供給過剰）が交易条件の改善とともに輸出増大に結びついていった（輸出ドライブ）。事務用機器や電気機器の需要拡大など、世界の貿易ニーズに合わせて意識的に国内の産業構造を変える取り組みが官民を挙げて進められたという点で、日本を輸出

立国、貿易立国と位置付ける考え方が普及したのはこの時期といえる。貿易立国としての地位を高めた日本が、IMF 8条国（国際収支を理由とする経常取引の制限を認められない国）へ移行したのは1964年である。

輸出力を強化し、貿易赤字を縮小させる方向に進むことができた背景には、貿易自由化や為替取引自由化の進展があったことに加え、国内では雇用問題をうまくマネージした点が重要と考えられる。例えば、1960年度の経済白書は「自由化によって衰退すべき産業や農業から成長産業へ労働力を移すことは、なかなか容易でない。こうした状況では、雇用機会を確保するという観点から、将来漸次衰退すると予想される産業でも急に縮小することができない場合もある。」と述べており、現在と同様の問題意識があったことがうかがわれる。実際、1958～59年頃の失業率は上昇ないし高止まりしていたが、当時は地域間の労働移動が活発だったこともあり、農林業や鉱業での就業

者数を減らしつつ、製造業や流通業、建設業、運輸業、サービス業などの雇用を拡大させることで就業者数をネットで増加させたのだった。

ただし、固定相場制の下、マクロ的な資金不足を懸念しなければならない構造は依然としてつきまとっていた。すなわち、輸出をドライバーにして所得を拡大させると国内需要が増大するが、旺盛な国内需要が輸入を誘発する状況下では国際収支が赤字化するおそれがあるため、景気の引き締め政策と景気後退を余儀なくされる（いわゆる「国際収支の天井」）。貿易立国として輸出を拡大するには、原材料等の輸入を拡大する必要があるが、日本の輸出能力は「国際収支の天井」を克服するほどには高まっていなかった段階といえる。

実は、1950年代半ばの時点で、輸出数量や輸入数量など貿易面に限っては、戦前の水準を回復していなかった。戦前にさかのぼると、第一次世界大戦期までに日本の総需要に占める輸出の割合は3割近くに上昇し、その後の戦間期は十数%から2割強で推移していた。戦後の10年間で、日本の輸出力はある程度強化されてきたものの、高度成長期の需要や生産をバランスさせる輸入分を賄えるほどではなかった。

### 3) 1965～1975年頃（高度成長期後半）

世界経済の拡大と先進諸国間でのさらなる貿易自由化の進展で、期間全体としては貿易黒字が定着しないし定着に向かった時期である。1960年代後半は、日本の輸出の伸びが世界輸入の伸びの2倍近い時期が続いた。鉱工業生産に対する輸出の説明力が高くなったのもこの時期である。

ただ、1965年11月から1970年7月までの大型の景気回復期（いざなぎ景気）が、輸入増と供給余力の逼迫を招いたため、貿易黒字が著増し

たわけではなかった。日本製品全般の国際競争力が強まったことで「国際収支の天井」という問題はかなり解消されたが、繊維品など労働集約的軽工業品の輸出競争力はもはや低下するという構造変化もみられるようになっていた。

高度成長を実現した当時の日本は、現在の中国と同様、賃金上昇によって、労働コスト面での国際的な優位性を失っていた。国際分業の中での比較優位性を志向すべきことや、輸入における国内低生産性部門における脆弱性を自由化によって克服すべきことなどが、議論されていた。その意味では、まさに現在と似た状況だったといえよう。輸入自由化の必要性は、日本の貿易黒字拡大が他国の貿易赤字の拡大となり、世界の経済や貿易の発展の制約要因になるという発想からも主張されていた。この考え方は、1980年代の貿易摩擦問題における日本の行動につながっていったと考えられる。

国際的には、各国間での国際収支不均衡が国際政治上の重要な論点となり、1971年にドルと金の兌換停止や輸入課徴金などを内容とするニクソンショックが発生した。保護貿易の機運が世界的に強まる中、スミソニアン体制を経て1973年には変動相場制へ移行することになるわけだが、同時に第一次石油危機が起きた結果、日本の貿易収支や経常収支がどうなるか見通しにくい状況が生まれた。

### 4) 1975～1985年頃（石油危機から安定成長期）

1973年と1979年の石油危機は貿易収支や経常収支の黒字の激減ないし赤字化をもたらした。それは、経常収支の大きな構造変化であるようにもみえたが、結果的には一時的であり円高が進んでも経常収支黒字の基調は維持され、かつ黒字幅は拡大傾向を鮮明にした。短期的に輸入金額は石

油価格に大きく影響を受けたものの、中長期的には石油価格の上昇と交易条件の悪化が貯蓄率の上昇と省エネルギーの強い動機となることで、構造的な経常赤字に転換することはなかったと考えられる。もちろんサプライサイドのショックが恒常的なものとなり、縮小均衡に陥ることもなかった。日本企業の努力によって1985年度の経常収支黒字は、石油危機の際のサウジアラビアを抜いて史上最大となり、経済規模との対比でも19世紀後半の英国や20世紀前半の米国をも上回る水準に達した。

もっとも、変動相場制移行後のさらなる黒字拡大は貿易摩擦を呼ぶことになった。また、この間、世界では韓国やシンガポール、台湾、香港、ブラジルといった当時の新興工業国の工業化が進み、それらが世界貿易のプレーヤーとして台頭してきた。石油危機と新興国の登場による貿易構造の変化に一気に対応できない先進国は、保護主義の傾向をますます強めるようになる。それ以前にも繊維や農産品等でそうした動きはみられたものの、変動相場制下では関税以外の手法による保護主義政策が欧米でみられるようになり、世界貿易が停滞した。貿易摩擦の深刻化は、政治的な保護主義の圧力への対抗という意味で為替調整——いわゆるプラザ合意——へとつながっていった。

## 5) 1985～1995年頃（資産バブル期とその崩壊期）

1980年代後半になると、エネルギー原単位の低下で鉱物性燃料の輸入が鈍化する一方、円高や資産バブルによる国内需要の盛り上がりにより、消費財や中間財等の製品輸入が拡大して国産品から輸入品への代替が目立って進み始めた。そうした輸入の構造変化を背景に、貿易収支黒字や経常収

支黒字の縮小は黒字体質の「改善」とポジティブな価値判断を伴って表現されていた。1985年のプラザ合意後の円高にもかかわらず経常黒字は基調として維持されたが、外需主導型の経済構造ではなくなっていったのがこの時期の特徴といえる。

また、この間には資本財を除けば徐々に輸出競争力が低下ないし劣化し、現象面としてはN I E sやA S E A N諸国との水平分業が進展した。日本企業の現地生産も増えていたが、産業空洞化の懸念は強くなかったようである。さらに、1980年代後半から90年代初頭にかけてのG A T Tのウルグアイ・ラウンド交渉において、大規模な国内産業対策を採用しつつも自由貿易体制の維持・発展のために主導的役割を果たすべきというのが日本の立場であった。なぜなら、自由貿易のメリットを享受して発展を遂げたモデルが日本だからである。貿易黒字は貿易相手国へ失業を輸出し、他国を窮乏させる性格を持つとの見方は常に存在するが、貿易黒字国は資本を供給しているという側面からみれば相手国をサポートしているわけであり、貿易のメリットは多面的である。

1990年代に入って資産バブルの崩壊が明確になると、経常収支黒字はいったん拡大した。その要因としては直接投資（現地生産）拡大に伴う純輸出拡大や自動車等の高付加価値化などがあったが、国内景気の低迷で輸入が大きく減った効果が大きかったとみられる。その後、製品輸入は景気循環とは独立的にトレンド的に増加し、1990年代半ば頃には、実質為替レートの高円高によって、経常収支が縮小した。

## 6) 1995～2005年頃（金融システム不安期から21世紀へ）

最終需要財の輸入拡大や輸出構造が似た途上

国の追い上げが顕著になったこととも相まって1990年代半ばの円高は、産業を空洞化させ、貿易収支や経常収支を赤字化に向かわせるとの見通しをもたらした。しかし、そうした議論の寿命は短く、1990年代後半の経常収支黒字は高水準であった。1997年以降、90年代末までの日本は、アジア通貨危機や国内での金融システム不安・流動性危機の影響で国内需要が低迷して輸入が低調だったためだろう。

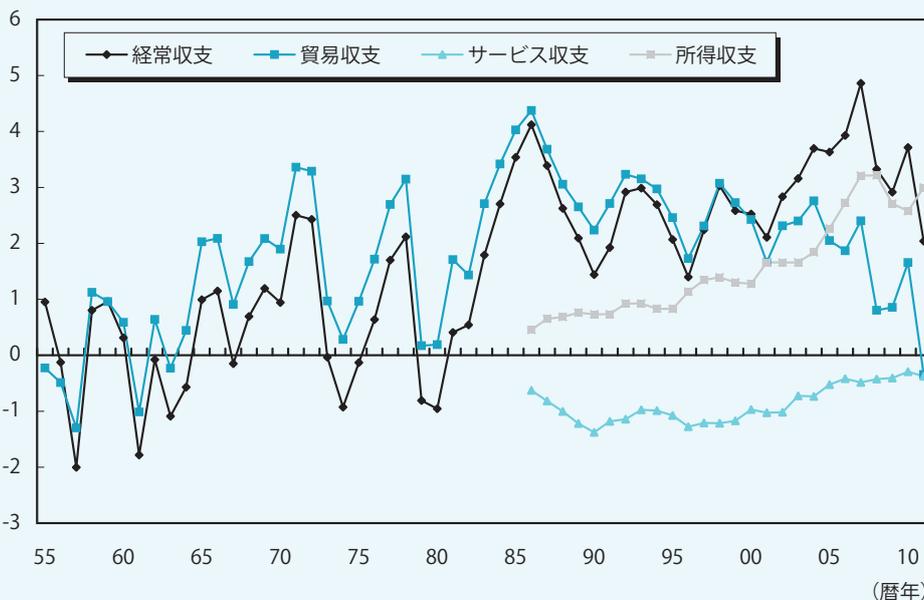
そして、2000年代初頭の段階では、輸出は必ずしも力強い増加をみせることはなく、むしろ、製造業の国際競争力への懸念や産業空洞化の懸念、世界貿易の中での中国の存在感の顕著な高まりが取り沙汰されるようになった。今になって振り返れば、国際分業の観点に立ち、労働集約型の加工組立から脱却するための戦略構築がそうしたタイミングで日本に必要だったのかもしれない。

また、2001年から始まったWTOにおける多角的通商交渉（ドーハ・ラウンド）が徐々に行き詰まる下で、経済連携協定（EPA）や自由貿易協定（FTA）の交渉に十分には積極的でなかったことが現在にも影響している面がある。

中国の台頭で日本の国際収支構造が変化するという見方は、2002年2月に始まった戦後最長の景気回復が続く中で影を潜める。新興国の台頭とともに世界経済がシンクロ化し、事業環境の変化のスピードが速まる中で、日本企業もグローバル化の影響を強く受けるようになった。生産や設備投資は、輸出動向によって左右される度合いが強まり、リーマン・ショック直前までの日本経済は、外需主導や外需依存と称された。ただ、経常収支そのものに対する問題意識や経常収支の見通しへの関心は薄かったように思われる。サービス収支の赤字が縮小傾向をたどり、所得収支の黒字

図表2 国際収支の長期的推移

(GDP比、%)



(注) 1985年以前は旧統計ベース

(出所) 日本銀行「国際収支統計」、内閣府「国民経済計算」等から大和総研作成

が大幅に拡大したため、貿易収支と経常収支の乖離が顕著になったのは2000年代になってからのことである。

### 3. 貯蓄投資バランスからみた経常収支

経常収支は、誤差を除けば国内部門の貯蓄投資バランスと概念的に一致する。景気変動要因をならした中長期で見れば、自由な資本移動の下で実質為替レートが決定すると仮定すれば、経常収支は貯蓄投資バランスによって決まると考えるのが理論的である。

経常黒字とは海外部門からみれば資金不足であるから、図表3では経常黒字（経常対外収支・資本移転による正味資産の変動）がマイナス値で示してある。図表3を見ると、1970年代前半までの高度成長期においては企業部門の投資意欲が旺盛で、その資金を家計部門の貯蓄超過分だけでは

賄えず、政府財政が黒字基調だった。1950年代や60年代前半では経常収支が赤字になる（資金を海外からファイナンスする）局面だったことが分かる。

オイルショック期を経て高度成長期が終わると企業の資金不足は著しく小さくなり、家計部門が一定の貯蓄超過幅をやや拡大する中で、政府財政は赤字化した。企業部門と政府部門の貯蓄投資バランスはカウンターシクリカルに動いている。

一転、1980年代後半の資産バブル期には政府財政が黒字化し、企業は投資超過幅を急速に拡大させた。しかし、それは過剰設備と過剰債務になり、1990年代半ば以降、企業部門は貯蓄超過主体となった（バランスシート調整局面）。1990年代になって家計の貯蓄超過幅はいくつかの理由で縮小したが、企業部門の貯蓄（現象としては負債の返済）が大きいため、民間部門の貯蓄超過と

図表3 制度部門別の貯蓄投資バランス



(注) 1970年代以前は旧統計ベース。特殊要因調整済み  
(出所) 内閣府「国民経済計算」から大和総研作成

いう状況に変化はなかった。企業が設備投資を行わず、家計消費も盛り上がりながら政府財政が1970年代以上に赤字化し、さらにそれでも使い切れない貯蓄が経常収支黒字として対外債権になった構図である。リーマン・ショックが発生する直前までは企業の貯蓄超過幅が縮小し、政府財政赤字が縮小するという望ましい展開がみられたが、リーマン・ショックを経た結果、民間部門の著しい資金余剰と政府部門の著しい資金不足、比較的大きな経常黒字という組み合わせが現在の状況である。

長期的な経常収支のトレンドは、様々な経済主体の行動の結果と整合的な姿になっている。この点を踏まえつつ、今後の経常収支の行方を各経済主体の動向と整合的に見通す必要がある。

## 3章 貿易収支と経常収支の見通し

### 1. 将来見通しのポイント

貿易収支や経常収支の見通し作成は、輸出・輸入側からのアプローチと貯蓄投資バランス側からのアプローチが考えられる。本稿ではマクロ経済モデルを用いていずれの側からも整合的に作成された見通しを示すが、それに先立って第2章で述べた戦後の経験から視点とすべきポイントを抽出しておこう。中長期的な予測は一時的な要因にいかんにか左右されないかが重要であり、貫かれている原理を把握できれば、極端な見通し違いを回避できる確率が高まる。

まず、第一に、日本の発展をみれば貿易の利益は大きいという点が最も重要だろう。今後の日本は人口減少の影響が懸念されているが、視野を世界に広げれば市場はまだまだ拡大している。今後

の日本企業はますます海外戦略を強めていこう。また、輸出が需要であり、所得であるのはもちろんだが、GDPの控除項目である輸入も国内市場にアイデア・刺激と競争をもたらすものである。輸出と輸入の両建てで貿易を拡大させることが生産性を高めるという点を今後も踏まえた行動を、人々はとっていくと予想される。

第二に、輸出の決定要因は、世界経済の動向と輸出産業の競争力の2つが支配的とみられることである。経済を発展させていくためには、保護主義的政策に陥らずに自由貿易の体制が維持されるよう、世界が協調していく必要がある。国際的な意思決定の枠組みがG7からG20に移行したことは、こうした観点からも大きな意味がある。また、国内では内外のニーズに応えるために、産業構造の不断の変革が行えるかがカギである。それには労働と資本の流動性を高めるなど、様々な取り組みが必要だろう。

第三に、輸入の決定要因は、国内景気と資源価格のポイントだということである。これまでの経験から、貿易黒字・経常黒字の縮小もしくは貿易赤字化・経常赤字化は資源価格の上昇によってもたらされることが多い。2011年の貿易赤字もおよそ半分の要因は輸入価格の上昇である。反対に、輸入数量は国内景気に大きく左右され、内需低迷期には経常黒字が拡大しがちである。その意味では外需依存というネガティブな表現は内需低迷を言い換えているだけにすぎない面がある。外需依存をやめれば内需低迷が克服できるわけではなく、外需も内需もそれぞれに拡大させることを目指す必要がある。

第四に、第一の点と関連するが自由な貿易を維持し拡大していくには、貿易そのものに対する障壁や特殊な振興策を採るべきではないということ

である。また、自由化が国民にネットで利益をもたらすとしても、その過程で生じる摩擦（典型的には貿易によって発生する失業や産業構造の調整コスト）に対する十分かつ戦略的な配慮が不可欠である。それなしには結局自由化そのものが実行できず、グローバルの波にさらに乗り遅れることになるだろう。

## 2. 貿易収支の中期見通しは交易条件がカギ

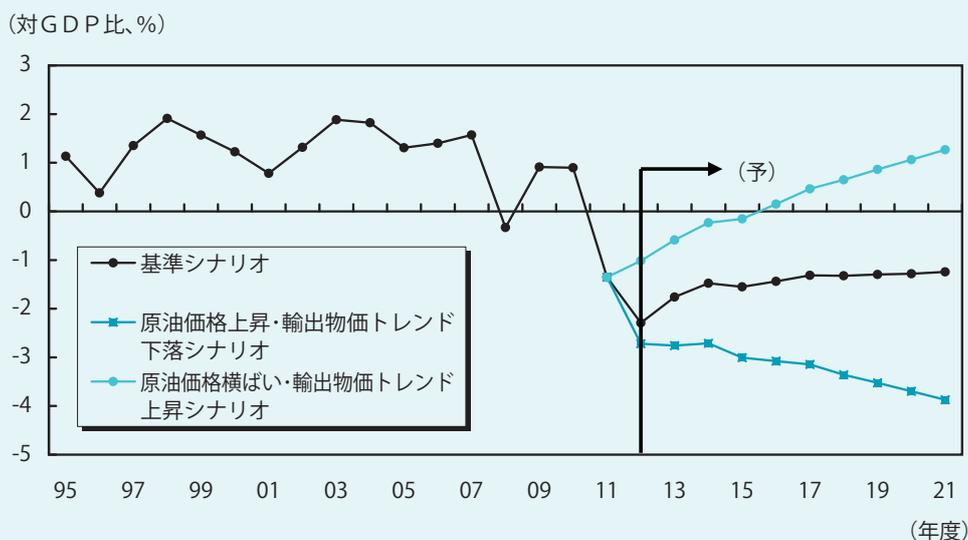
以上のポイントを踏まえつつ、約10年先までの貿易収支を、大和総研の中期マクロ経済モデルを用いて予測した結果が図表4である。大和総研の中期経済予測では、基準シナリオで実質ベースの貿易収支を年率5%程度で中期的に増加すると見込んでおり、GDP統計上のいわゆる外需（実質の純輸出）が赤字になることはほぼ考えられないと見通している。従って名目ベースである貿易収支の見通しは、交易条件をどう見通すかという

ことにかかってくる。交易条件とは輸入物価に対する輸出物価の比のことで、日本は長期に交易条件を悪化させながら輸出数量を稼いできた。

図表4において基準シナリオとは10年後の原油価格（WTI）が1バレル当たり120ドル程度に上昇し、他方、輸出デフレーターがほぼ横ばいと想定するケースである。なお、原子力発電所は稼働後40年を迎えた原子炉から順次廃炉とするものとし、再生可能エネルギー投資を見込むものの火力発電需要の拡大を織り込んでいる。この基準シナリオでは2011年の貿易赤字が一時的なものとはいえ、GDP比1%台前半の貿易赤字が定着すると見通される。

一方、原油価格が10年後に150ドルに上昇し、1990年代末以降、年率0.9%の速度で下落してきた輸出デフレーター伸びが引き続き▲0.9%であるとした「原油価格上昇・輸出物価トレンド下落シナリオ」では、交易条件の悪化が基準シナリオ以上となることで貿易収支の赤字がGDP比

図表4 貿易収支の見通し



▲4%へ向かって拡大していく。反対に、原油価格が80ドルで横ばい、輸出デフレーターが年率0.9%で上昇する「原油価格横ばい・輸出物価トレンド上昇シナリオ」では、交易条件が緩やかに改善することで貿易黒字に回帰していく。

交易条件が変化すれば実質貿易収支も変化することになるが、交易条件要因で名目貿易収支にこれだけの幅が出てくるのが、ここでのポイントである。資源価格や一義的には輸出企業の行動で決まる輸出物価次第で、貿易収支の先行きは大きく違って来るだろう。また、ここでは紙幅の都合で掲載していないが、世界経済の動向や日本の輸出企業の競争力の向上、産業空洞化の進展、エネルギー価格上昇の克服といった要因次第でも、貿易収支は当然に違って来る。

### 3. 経常収支の中期見通しと所得収支の重要性

貿易収支の見通しに所得収支の見通しを加えた

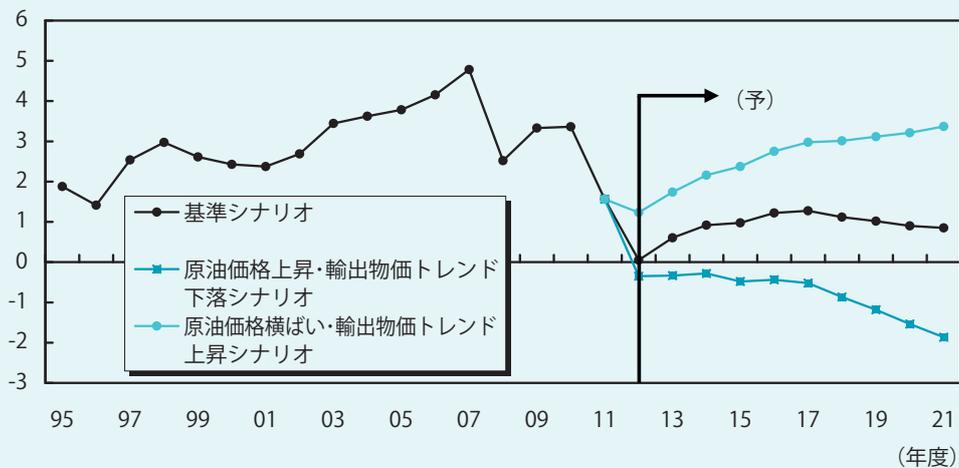
ものが、おおむね経常収支の見通しになる。図表5は、図表4で示したそれぞれのシナリオにおける経常収支の見通しである。結論としては、基準シナリオにおいても今後10年間程度で日本の経常収支が赤字化することはないと見通している。

既に図表2で見たように、2005年以降は所得収支が貿易収支を上回るようになっており、もはや貿易収支だけでは経常収支を説明できなくなっている。今後、長寿国日本の重要な所得源泉である対外純資産から生み出される所得は、日本の将来を考える上で重要性を増していこう。

グローバル化の下で日本企業が貿易以外で稼ぐ方法は、生産設備を海外に構えて海外で生産することである。これは対外直接投資と呼ばれる形態である。輸出で稼ぐケースとの大きな違いは、直接には国内雇用につながらない点である（産業の空洞化）。現地の雇用者に支払われた賃金を含め、日本企業の現地法人が生み出した付加価値は、日本のGDPにはカウントされない。そのため、現地法人による

図表5 経常収支の見通し

(対GDP比、%)



(注) 2011年度の財・サービス収支は実績で、それ以外は国際収支統計から推計  
(出所) 大和総研作成

付加価値生産や創出された海外での雇用機会が「失われたGDP」と表現されることもある。

しかし、それによって輸出が減っても、海外生産で得た所得をうまく国内に還流できれば、人々の生活水準を向上させることができる。対外直接投資の結果、日本企業が保有する持分（資本）に分配される所得は紛れもなく日本の所得である。それは物理的に本国送金されたかどうかを問わず、内部留保されて再投資されても同様である（投資家に実際に分配されないとしても、いったん分配されて同額が再投資されるのと実質的には同じである）。仮に産業空洞化で貿易黒字が減るとしても、そのときに所得収支が増えないという見通しは整合的でない。海外から生産要素に分配された所得（海外からの要素所得）をGDPに加えた指標が国民総所得（GNI）である。

超高齢社会を突き進む日本にとって、今後はGDPだけでなく、GNIが重要な指標となるだろう。財務省「本邦対外資産負債残高」によると、日本は2011年末で582兆円の対外資産を保有しており、対外負債329兆円と相殺しても253兆円の純資産を保有する世界最大の対外純債権国である。対外資産とは海外に対する直接投資や証券投資、貸付などであり、債権国としてはそこからの収益率を高める視点が当然に重要である。ただ、GDPとGNIとその乖離（海外からの所得の純受取）は2011年で14.7兆円にとどまり、GNIの3.0%分を構成しているにすぎない。

2010年度における海外からの財産所得の受取（グロス）は、15兆円強である（賃貸料を除く）。ストックに対するその平均収益率を求めると日本は2.7%であり、例えば米国の4.2%と比べて劣っている。世界最大の純債務国であるにもかかわらず所得収支が黒字になるほどのリスク資産偏重の

米国対外資産ポートフォリオは極端だとしても、日本のそれは直接投資や株式投資が小さく、債券投資が多いことが原因である。一般に、直接投資や株式投資はリスクが高いが、その分だけ、債券投資などと比較して収益率が高い。しかも直接投資についても日本は収益率が英米と比べて低いため、世界最大の純債権国の割に日本の対外資産からの収益は貧弱な状況にある。

ここで注意したいのは、輸出と対外直接投資はトレードオフではないという点である。リスクの高い対外直接投資に踏み切るには、相手をよく知る必要がある。相手をよく知るために、まずは貿易（輸出と輸入）を拡大させるのは当然であり、その点で日本は輸出を拡大させる余地はまだまだ大きいと考えられる。最近、貿易黒字の縮小と所得収支の拡大について貿易立国から投資立国への転換と表現されることが増えてきたが、両者は同時に進められるべきものであるだろう。

いずれにせよ、図表5で示した経常収支の見通しは、これまでの対外資産運用を延長した保守的なケースである。今後、世界経済の成長と円高を生かして対外直接投資やエクイティでの対外証券投資を徐々に増やしていけば、経常収支黒字はより大きなものとなるはずである。

#### 4. そもそも経常黒字が是であるのか

図表5で示された経常収支は先行き10年程度を予測することを目的としたマクロ経済モデルによる予測であり、マクロの貯蓄投資バランスと整合的に描かれたものである。すなわち、経常黒字が維持されるということは、裏側で国内での資金余剰状態が続くということである。

具体的には、家計部門が1990年代から2005年頃まで貯蓄超過幅を縮小させてきたのは、デフ

レ下で財産所得（金利の受取など）が著しく低迷したことが大きな要因だと思われる。超長期には高齢化によって家計の貯蓄投資バランスは資金不足の方向に推移するだろうが、当面の10年間程度を考えた場合には、デフレ脱却に向かうことで下がりすぎた貯蓄率が修正される可能性が高いと見込んでいる。事実、既出図表3に見るように、近年、家計は貯蓄超過幅を拡大させ始めている。

また、企業部門の今後の設備投資行動を見通した場合、貯蓄超過幅を縮小させるとしても、資金不足の状態になるほどの投資ブームが起こるとは見込みにくい。さらに、政府部門は消費税増税などによって、資金不足幅を縮小させていく方向だろう。すなわち、家計と企業と政府を合わせた国内の貯蓄投資バランスが資金不足となる確率はかなり低いと思われる。

より重要な問題は、こうした状態は依然として抑制気味の投資と消費が前提になっているということである。近年の大幅な経常収支黒字と財政収支赤字は、日本経済の長期低迷を端的に映した結果であり、家計や企業の支出が増加せず、国内経済が活性化しないことで経常収支黒字が減らなるとすれば、それこそが問題である。経常収支はあくまでも結果であり、例えば、国内で消費や投資が活発化して、対内直接投資が増える格好で経常赤字化することはむしろ望ましいだろう。高齢化で経常収支は当然に赤字化するという意見があるが、現実はそのほど単純ではないと思われる。

## 4章 経常収支と財政問題

### 1. 経常収支と財政収支の関係

ユーロ圏におけるソブリン・デット・リスク問題は、そもそも域内でのマクロ・インバランス問

題が根底にあるという指摘は多い。G I I P S 諸国はいずれも経常赤字国であり、「海外からのファイナンスに依存している」としばしば表現される。2010年度の経済財政白書（内閣府）によれば、経常収支赤字国では、財政収支や景気状況が長期金利に与える影響が経常黒字国の3倍あるという。ソブリン債の市場参加者が信認に足るかを判断する指標の一つに経常収支を用いていることは間違いないだろう。

だが、経常収支赤字に重点を置いて財政問題を評価することには違和感がある。既に述べたように、経常収支は各経済主体がとった行動を一国全体で集計した収支尻である。海外からの資金流入に依存しているといっても、海外の資金提供者は期待収益とリスクを評価した上で能動的に様々な投資を行っているはずである。また、一般に経常収支赤字といった場合、経済の供給力不足や過剰消費、民間の旺盛な投資マインド、人口高齢化など、様々な原因が考えられる。もとより財政赤字であれば経常赤字になりやすく、経常赤字であるから財政赤字が問題だという捉え方は単純に過ぎるのではないか。

反対に、日本は経常黒字だから問題が小さいという見方にも無理がある。あるいは、現在は経常黒字でも近い将来に経常赤字が見込まれるから問題なのだとすれば（仮に、経常収支赤字下の財政赤字が深刻な問題であるとして、近い将来に経常赤字化することが予想されているなら）、債券市場はそれを現時点で織り込もうとするだろう。しかし、現在の長期金利動向を見る限り、日本国債の評価に当たってそのような見通しが支配的だとは思われない。

貯蓄投資バランスからのアプローチで、超高齢化を突き進む日本では家計貯蓄率がいずれマイナ

スとなり、金融資産が取り崩されていくともいわれる。しかし、実際には図表3に示したように、2000年代の家計部門の資金余剰幅は、高齢化が進んでいるにもかかわらず、大きく見れば横ばいないし拡大気味で推移している。他方、日本の場合は企業部門が1990年代半ば以降、一貫してかなり大きな資金余剰主体である点が諸外国と比べて際立っている。企業が設備投資をせず、既存債務の圧縮などを長期的に行い続けているという異常な状況下では、マクロ的なバランスとしては結果的に政府部門か海外部門、あるいは両方が資金不足の立場とならざるを得ないところがある。

繰り返しになるが、過去を振り返っても日本の財政赤字や経常黒字は民間部門の資金余剰（景気の低迷）の鏡という性格が強いと思われる。財政収支赤字の縮小は、政府自身の問題として必要な増税や歳出削減を実施することと合わせて、家計の消費や企業の投資の活発化を同時に進めないと実現しないだろう。あるいは、民間の支出が低迷したまま増税や歳出削減で財政収支を強引に改善させれば、輸入の減少によって経常黒字がますます拡大するだろう。

## 2. 日本国債の保有構造

経常収支の議論と関連するが、財政問題においては、国債を誰が保有しているのかという点に注目されることも多い。端的に言えば、国内で国債が消化され外国人の保有が十分に小さければ問題は小さいという見方が流布している。海外部門の保有割合が高いと、ひとたびグローバルな金融市場の混乱に巻き込まれた場合に、自国民以外の投資行動によって自国の国債市場が困難に直面するというわけである。特に、日本の場合には経常収支黒字国で、ネットで見ると海外の資金に依存して

いないという捉え方と相まって、その点を強調する論者は多い。

他の先進国では、海外部門の国債保有割合が4割、5割ということは決して珍しくない。これに対し、日本の長期国債の海外部門保有比率はわずか5~6%である。為替リスク(当該リスクをヘッジする場合にはヘッジコスト)や銀行に対する自己資本比率規制の存在によって、国内投資家による日本国債に対する需要は非常に強いものがある。同じソブリン債でも、他国の財政状況に関する情報よりは自国のそれの方が一般には入手が容易であるということもあるだろう。また、既にみたように、日本の民間部門は大幅な資金余剰(貯蓄超過)の状態が続いているため、政府の資金不足に対するアベイラビリティが十分であるという構図になっている。

だが、それゆえ財政の維持可能性が十分と考えることには、相当の無理があると思われる。第一に、対内直接投資を含めて海外から日本への資金流入が少ないという日本経済のより大きな課題を忘れて、「海外資金に依存していない」と強調する表現は誤解を招いている。日本の財政当局が国債投資家層の多様化を図るため、海外でのIRを盛んに行ったり、財政状況に関する英文での情報発信を充実させたりしているように、金融資本市場が内外で分断されているわけではない以上、海外投資家層をむしろ拡大させる方が望ましい。現在、外国人の保有比率が低いのは、むしろ人気の無さを示しているともいえるのではないか。国内投資家を含む世界の投資家は期待収益とリスクを評価して有利と考える資産を選択しているのであり、海外投資家が日本国債を保有していないとしても、彼らはいつでも日本国債を空売りできるのである。また、ひとたび財政運営に混乱が起きた

とき、海外投資家は日本国債を手放すが、国内投資家はそうしないなどということはある得ない。

第二に、静学的な指標である残高ベースでの保有割合の高低と、市場における海外部門の存在感は別問題である。流通市場における海外投資家のプレゼンスは残高ベースで見るとより高く、直近でも海外部門が短期国債等の保有を増やしていることが話題になっている。さらに、日本国債市場では、流動性が非常に高い国債先物市場と現物市場との裁定関係などを通じて金利形成がなされているが、国債先物市場における海外勢による取引ウエイトは4割前後ある。

第三に、国内投資家についても、国債投資に振り向ける資金が十分にあること（量としてファイナンス自体はできること）と、そこでどのような価格（金利）が付くのかは別問題である。国債で調達された資金が国民経済を向上させる支出に充てられていれば、そのリターンによって元利償還をしていけるが、そのような持続可能性が低下したと判断されればプレミアムが発生するだろう。現実には、国民の貴重な貯蓄の大部分が生産性向上のインセンティブをもたない政府部門に対する債権として保有されており、現状の先には活力のないよどんだ経済社会が待っている可能性がある。

しかも、日本の財政は、世界一の超高齢社会の運営をしていくにあたり、極めて低い国民負担率と潤沢な引退層向け社会保障給付という点に最大の問題がある。つまり、困窮した現役層への移転や将来への投資ではなく、引退層への移転支出のために財政赤字が大きいという特徴を有している。引退世代向けに偏重した社会保障制度をもっと効率化し、一定の負担増を求める必要性は、経常収支が赤字か黒字かとは関係がない。仮に、そうした財政問題を解決できないままに、すなわち財政

赤字を原因として経常収支が赤字化するとしたら、それが最悪のシナリオである。本稿の予測のように経常収支黒字が続くとしても、財政問題はそれ自身の問題として着実に取り組む必要がある。

[著者]

---

鈴木 準 (すずき ひとし)



調査提言企画室長

主席研究員

担当は、日本経済の中長期見通し、  
税制・財政問題や人口問題等に関  
する調査・分析