

# 日本のISバランスの過去・現在・将来

## 部門別のデータによる分析

大阪大学社会経済研究所教授

チャールズ・ユウジ・ホリオカ

Charles Yuji Horioka

貯蓄と投資の乖離、つまりISバランスは、各国経済の健康状態を知る上で欠かせないバロメーターだ。

日本では、2001年から2007年にかけて、家計貯蓄率は低下を続けたにもかかわらず、ISバランスは拡大した。

その原因を分析し、今後の日本経済においてISバランスがどのように変化し、日本経済・雇用状況にどのような影響をもつか、考察する。

### 1. 序論：なぜグローバル・インバンスが問題か

最近、ベン・バーナンキ連邦準備制度理事会(FRB)議長などがグローバル・インバンスについて騒いでいるが、グローバル・インバンスとは、一言でいうと各国において貯蓄と投資が大きく乖離していることを意味する。たとえば、アメリカは投資超過国であり、日本と多くの新興経済圏(エマージング・エコノミー)や石油産出国は貯蓄超過国である。そして、貯蓄と投資の乖離とは、ISバランスに他ならない。したがって、ISバランスは各国経済の健康のバロメーターであり、その国の経済の健康状態を知る上で欠かせない尺度である。本稿では、日本経済全体および制度部門別の貯蓄、投資、ISバランスの近年の推移について考察し、そうすることによって日本経済の過去・現在・将来の健康状態とその原因を明らかにしたい。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、理論的考察を行い、第3節では、日本経済全体のISバランスの推移について概観し、第4節では、2001~07年におけるISバランスの拡大の原因について探り、第5節では、ISバランスの今後の動向を占い、第6節では、政策的インプリケーションを述べる。

### 2. ISバランスの理論的考察

本節では、ISバランスに関する理論的考察を行う。

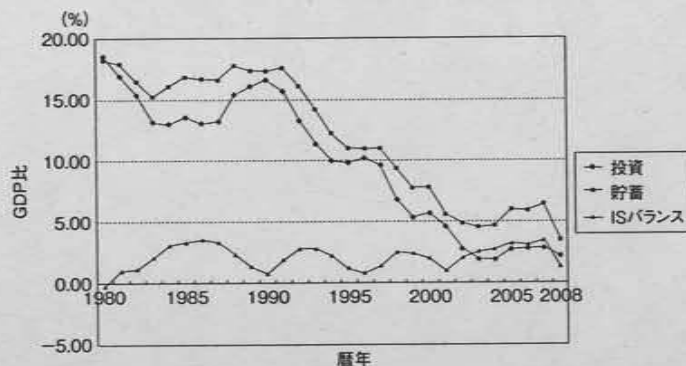
世界全体でみたら、貯蓄と投資はつねに等しくなければならない。なぜならば、貯蓄は投資の財源として必要であり、ある額の投資(たとえば、設備投資、住宅投資、公共投資など)を行うためには、同額の貯蓄が必要である。ところが、ある国において投資と貯蓄がつねに一致する必要はない。貯蓄が投資を上回れば、余った貯蓄を海外に提供すればよいし、逆に投資が貯蓄を上回れば、貯蓄の不足分を海外から借り入れればよい。

同様に、各国の経済は家計部門(家計、個人企業および対家計民間非営利団体)、企業部門(非金融法人企業および金融機関)、政府部門の3つの制度部門からなっているが、これらの制度部門において貯蓄と投資が一致する必要はない。なぜならば、ある制度部門において貯蓄が投資を上回れば、余った貯蓄を国内の別の制度部門または海外に提供すればよいし、逆に投資が貯蓄を上回れば、貯蓄の不足分を国内の別の制度部門または海外から借り入れればよい。

#### ●著者紹介

1956年生まれ。ハーバード大学経済学部卒業後、同大学経営経済学研究所にてPh.D.取得。1997年より現職。著書：『世帯内分配と世代間移転の経済分析』(ミネルヴァ書房、共編著)など。

図1 貯蓄、投資、ISバランスの推移



ある国の経済またはある制度部門の貯蓄投資差額(貯蓄-投資)を「ISバランス」という。なお、経済全体のISバランスはネットで貯蓄がどのくらい海外に流れているかをとらえており、資本収支の赤字を意味する。また、国際収支は全体として均衡しなければならないため、ISバランスが正であり、資本収支が赤字であれば、貿易収支を含む経常収支はほぼ同額の黒字にならなければならない。逆にISバランスが負であり、資本収支が黒字であれば、経常収支はほぼ同額の赤字にならなければならない。

### 3. 日本経済全体のISバランスの推移

本節では、日本経済全体のISバランスの推移について概観する。

図1には、1980~2008年の間における日本経済全体の貯蓄、投資、ISバランスのGDP比の推移が示されている。この図からわかるように、この30年近くの間、日本の貯蓄と投資はともにほぼ一貫してGDP比で減少傾向を示しているが、それらの差であるISバランスは1980年を除けば、一貫して正であり、縮小傾向はみられない。むしろ、ISバランスのGDP比は循環的な動きを示しており、1986年には過去最高の3.62%を記録したが、最近(2007年)でもその水準に近い水準(GDP比で3.58%)に達した。日本のISバランスの大幅な貯蓄超過とそれがもたらした経常収支・貿易収支の黒字は過去においてはアメリカやそれ以外の国との貿易摩擦・経済摩擦を引き起こしたのである。

2001年以降の日本のISバランスの推移について見てみると、2001年にGDP比でわずか1.02%だった日本のISバランスは2007年には3.58%まで2.56パーセンテージ・ポイントも拡大し、3倍以上になった。次節ではこの傾向の原因について探ることとする。

### 4. 2001~07年におけるISバランスの拡大の原因

前節では、2001~07年の間、日本のISバランスが急増したということがわかったが、本節では制度部門別の貯蓄・投資に関するデータを用いてこの原因について探る。

日本の家計貯蓄率(家計可処分所得に占める家計貯蓄の割合)は1970年代半ばには23%を超えたが、その後急落しており、2007年には2.4%にまで落ち込んだ。この家計貯蓄率の急落は日本のISバランス・経常収支の黒字を縮小させたはずだが、なぜISバランス・経常収支の黒字はむしろ拡大したのであろうか。

2つの可能性がある。1つは家計部門以外の制度部門の貯蓄が大幅に増えた可能性であり、もう1つは経済全体で投資が大幅に減少した可能性である。

表1には2001年と2007年における制度部門別の貯蓄、投資、ISバランスのGDP比に関するデータが示されており、この表を用いて上記の2つの可能性について検証してみる。まず、2001~07年の間、家計貯蓄がGDP比で3.10%から1.47%まで大

表1 制度部門別のISバランスの変化

	2001	2007	変化
企業部門			
貯蓄	5.17	7.89	2.72
投資	3.11	4.01	0.90
ISバランス	2.06	3.89	1.83
政府部門			
貯蓄	-2.64	-2.87	-0.23
投資	3.07	0.32	-2.75
ISバランス	-5.71	-3.19	2.52
家計部門			
貯蓄	3.10	1.47	-1.63
投資	-1.57	-1.41	0.16
ISバランス	4.67	2.88	-1.79
経済部門			
貯蓄	5.63	6.49	0.86
投資	4.60	2.91	-1.69
ISバランス	1.02	3.58	2.56

幅に(1.63パーセント・ポイント)減少し、政府貯蓄もGDP比で-2.64%から-2.87%までやや(0.23パーセント・ポイント)減少したものの、企業貯蓄はGDP比で5.17%から7.89%まで大幅に(2.72パーセント・ポイント)増加した。金融危機後の日本では、銀行などからの外部資金の供給が大幅に減少し、企業の外部資金への依存度が下がり、企業貯蓄(内部留保)への依存度が高まったと考えられる。その結果、経済全体の貯蓄はGDP比で5.63%から6.49%まで0.86パーセント・ポイントも増加し、1つ目の可能性は当てはまるということがわかる。

2つ目の可能性について検証してみると、企業投資はGDP比で3.11%から4.01%まで0.90パーセント・ポイント増加したが、政府投資はそれ以上の減少を示し、GDP比で3.07%から0.32%まで大幅に(2.75パーセント・ポイント)減少した。これは主に小泉政権時に公共投資が大幅に削減されたことによるものだと考えられる。家計投資は-1.57%から-1.41%まで小幅な(0.16パーセント・ポイント)増加を示したものの、経済全体の投資はGDP比で4.60%から2.91%まで大幅に(1.69パーセント・ポイント)減少した。したがって、2つ目の可能性も当てはまり、むしろ2つ目の可能性の影響のほうが大きい(2倍近くである)ということがわかる。

つまり、2001~07年の間、日本の家計貯蓄率が低下を続けたのにもかかわらず、ISバランス・経常収支の黒字が大幅に拡大したのは、主に公共投資の減少と企業貯蓄の増加によるものであり、双方の重要度はほぼ同じくらいであった。

## 5. ISバランスの今後の動向

本節では、前節における分析を踏まえて、日本のISバランス・経常収支の今後の動向を占う。

経済全体のISバランス・経常収支の推移は各制度部門の貯蓄と投資の推移に依存するため、予測はきわめて難しい。まず、貯蓄について考えると、家計貯蓄は今後さらに減少すると考えられる。なぜならば、家計貯蓄の今までの減少は主に人口の高齢化によるものであると考えられ、今後人口がさらに高齢化し、日本が世界一の超高齢社会になると予測されているからである。現に、家計貯蓄は2008年にはGDP比で1.47%から1.36%まで小幅に(0.11パーセント・ポイント)減少し、中期的な減少傾向を続けた。

企業貯蓄について予測することは難しいが、2007年の記録的に高い水準からさらに増えることは考えにくく、景気・金融制度が持ち直るにつれ、外部資金の供給が増え、企業が自らの貯蓄に頼る必要性が薄れ、企業貯蓄が減少すると考えられる。現に、企業貯蓄は2008年にはGDP比で7.89%から5.97%まで大幅に(1.92パーセント・ポイント)減少した。

また、鳩山政権は子ども手当などのような新たな歳出を今年度から導入する予定であり、消費税の増税は4年間実施しないことも公約しているため、いくら無駄をなくすといっても、財政赤字が多かれ少なかれ膨らみ、政府貯蓄は多かれ少なかれ減少すると考えられる。したがって、経済全体の貯蓄が減少することはほぼ確実と思われる。現に、麻生政権の景気刺激策などの影響で政府貯蓄は2008年にはGDP比で-2.87%から-3.76%まで大幅に(0.89パーセント・ポイント)減少し、今後もこの傾向が続くと考えられる。

投資に目を向けると、企業投資は2008年にはGDP比で4.01%から3.55%まで小幅に(0.46パーセント・ポイント)減少したが、その減少幅は2006年および2007年の減少幅よりもはるかに小

さく、景気が回復するにつれて企業投資が持ち直り、増加に転じると考えられる。

また、家計投資は2008年にはGDP比で-1.41%から-1.36%まで小幅に(0.05パーセント・ポイント)上昇した。今後、景気が回復し、住宅減税の効果が出始めるにつれて、家計部門の住宅投資がさらに増加すると考えられる。

最後に、政府投資についてみると、鳩山政権が無駄な公共投資をなくすことを公約しているものの、政府投資は2008年にはGDP比で0.32%から0.01%まで0.31パーセント・ポイント減少し、ほぼゼロにまで減少してしまったので、これ以上の減少は考えにくい。したがって、経済全体の投資が多かれ少なかれ増加することはほぼ確実であると考えられる。

そして、経済全体で貯蓄が減少し、投資が増加すれば、ほぼ確実にISバランスが減少し、経常収支の黒字が減少すると考えられる。つまり、2001年~07年におけるISバランス・経常収支の黒字の拡大は一時的な現象であり、すでに終焉しており、近々いずれも赤字に転じる可能性さえも十分あると考える。現に、経済全体のISバランス・経常収支の黒字は2008年には3.58%から1.36%まで大幅に(2.22パーセント・ポイント)縮小し、今後さらに縮小すると考えられる。

そして、経常収支の黒字の縮小の一環として貿易収支の黒字が縮小すれば、輸出が減少し、輸出産業が打撃を受け、日本経済全体が再び不況に陥り、雇用状況がますます悪化し、日本国内の輸出産業、労働組合、国民などから不満が出る恐れがある。

なぜこのようなことが起きるかという、日本のISバランスが縮小すると、日本が海外に提供する資本が減少し、外国の通貨に対する需要が減少し、外国の通貨に対し円が強くなる。そして、円高になると、外国における日本の製品の価格が高くなり、日本における外国の製品の価格が安くなり、日本から海外への輸出が減少し、海外から日本への輸入が増加するからである。

## 6. 政策的インプリケーション ：政府貯蓄を増やして ISバランス縮小の緩和を

前節では、ISバランスの拡大によって経常収支の黒字が拡大し、貿易摩擦・経済摩擦が再発する可能性は低いと考えられ、むしろISバランスの縮小によって経常収支・貿易収支の黒字が縮小し、それが日本経済・雇用状況に悪影響を与え、日本国内の輸出産業、労働組合、国民などから不満が出る可能性のほうがはるかに高いということがわかった。本節ではこの事態を避けるためにどうすればよいかについて考える。

この事態を避けるためには、貯蓄を増加させるか、投資を減少させるしか方法がなく、政府が最も操作しやすいのは政府貯蓄または政府投資である。しかし、公共投資はすでにほぼゼロまで落ち込んでおり、これ以上減らすのは難しいと思われる。したがって、政府貯蓄を増やすのが最も現実的な選択肢である。

しかも、日本の国債発行残高のGDPに占める割合はすでに先進国の中で最も高く、200%の大口に迫っているため、財政再建が急務となっている。したがって、政府貯蓄を増やすことによって、ISバランスの縮小を緩和し、同時に財政再建を達成することができ、一石二鳥である。

しかし、政府貯蓄を増やすためには、政府の財政赤字を減らす必要があり、そうするためには、政府支出の削減または増税しか方法はない。ただ、景気が本格的に回復する前に財政再建を過度に進めると、せっかく回復の兆しを見せ始めた日本経済が再び不況に陥ってしまう恐れがある。したがって、景気が本格的に回復するまでは財政再建を慎重に進めるべきであり、財政再建よりも景気対策を優先する態度を示している鳩山政権の優先順位は正しいと思う。

いずれにしても、新政権は景気回復と財政再建という2つの大きな目標を同時に達成する必要があり、これは至難の技なので、政治手腕が問われることになるが、日本の将来を考え、成功を祈る次第である。