

経常収支を巡る誤解

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



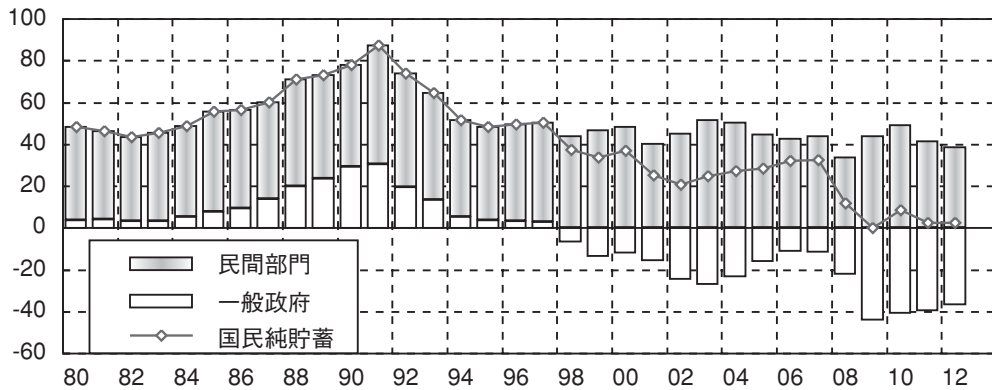
河野 龍太郎氏

■ 1. 「稼ぐ力の低下」論の誤り

2013年度の経常収支黒字は7,899億円と1兆円を割り込み、比較可能な1985年度以降で最低水準となった。消費増税前の駆け込み需要に伴う輸入急増が見られた2013年度後半は、経常収支赤字となっていたこともあり、マスコミでは様々な危機感が表明されている。その中で、筆者が最も違和感を持つのは、貿易収支赤字の定着や経常収支黒字の大幅低下をもって、「日本の稼ぐ力が低下している」といった論調が相変わらず少なくない点である。もし、「経常収支黒字＝得（利益）」、「経常収支赤字＝損（損失）」と考えているのなら、それは誤解である。急速な経常収支黒字の縮小には政策対応も必要という論調も見られるが、経常収支そのものは政策目標（ターゲット）にはなり得ない。「経常収支の赤字化＝企業の稼ぐ力の低下」論が独り歩きすれば、重商主義的な不適切な政策に結び付く恐れもある。以下、経常収支を巡る誤解について論じる。

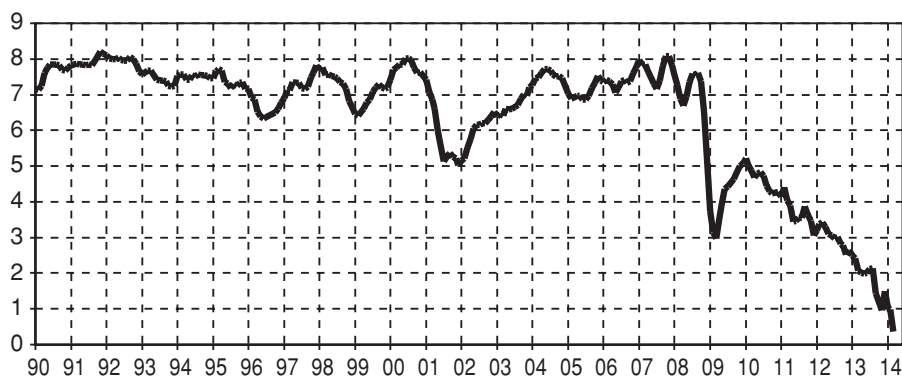
結論を先に言えば、以下ようになる。①経常収支は企業の利益の概念とは全く異なるもので、赤字であっても黒字であっても、その事自体には何ら問題はない。②このため、経常収支を増やすための政策は不適切であり、誤って実行した場合、経済全体ではデメリットが大きい。③ただし、経常収支赤字の原因が放漫財政の継続にあるときは持続可能性

(図表1) 国民純貯蓄の推移(兆円、名目、年度)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

(図表2) 電気機器セクターの貿易収支(兆円、年率、3ヶ月後方移動平均)



(出所) 日本銀行、財務省資料より、BNPパリバ証券作成

の点で問題がある。④大幅な財政赤字、公的債務を抱える日本に即した政策対応としては、少子高齢化の影響で高水準の経常収支赤字が定着する前に、社会保障制度改革を伴う信頼に足る財政健全化プランを策定する必要がある。

■ 2. 赤字・黒字の二つの概念

まず、企業部門において、赤字・黒字という概念は二通りある。利益計算における損益上(損益=売上-費用)の黒字(利益)、赤字(損失)という概念と、資金繰り(資金過不足)における黒字(資金余剰)、赤字(資金不足)という概念である。一国の経常収支

の概念は、後者の企業の資金過不足（貯蓄・投資バランス）に対応し、企業の儲け（損益）とは異なるものだが、経常収支赤字を問題にする人は、多くの場合、利益（損得）の概念と混同している。

例えば、企業部門は、原材料などの生産財や機械などの資本財、労働サービスを購入する一方で、財・サービスを販売し、利益を上げようとする。この時、「販売（収入）」と「購入（支出）」の差額は「企業部門の資金過不足」に当たるが、全ての収入と支出が売上や費用に対応するわけではないので、損益計算上の利益には直結しない。ある企業が利益を上げ、借入れを行って設備投資（支出）を行い、資金不足主体（赤字）となるケースも少なくないが、「設備投資＝支出」が増えても、それが儲けていないということを意味する訳ではないのは明らかだろう。

大規模な生産設備を導入すれば、資金不足（純借入）となるが、それが将来の利益の源泉（稼ぐ力）になる。むしろ、近年、多くの人が懸念していたのは、マクロ経済全体で見て、企業部門の設備投資が減価償却費の域を出ず、企業部門が借入れを返済していたこと（＝企業が資金余剰主体となっていること）であった。もし、企業部門が設備投資を積極化させれば、そのことは、企業部門の資金不足につながり、経常収支を低下させる方向に働く。個々の企業の資金過不足が赤字（純借入）であっても、黒字（純貸出）であっても、それは「利益」最大化行動の結果であり、そのことが経常収支黒字の要因になろうと、経常収支赤字の要因になろうと問題はない。繰り返すが資金過不足の問題と、利益計算における損益とは異なる。

企業部門の資金過不足に家計部門の収支（資金過不足）を足したものが、「民間部門の資金過不足（民間部門の貯蓄・投資バランス）」である。家計は労働サービスを供給し、その対価として雇用者報酬を獲得するほか、利子や配当、地代など財産所得を得て、様々な財・サービスを購入する。この収入と支出の差額が「家計部門の収支（資金過不足）」であるが、当然にして現役の勤労者世帯は黒字であることが多く、高齢者世帯は、過去の蓄積を取り崩して収入を上回る支出を行うため、赤字であることが多い。念のため、貯蓄という言葉はストックにもフローにも使われることがあるが、ここではフローの意味で使っている。高齢者世帯は蓄積した貯蓄は多いが、所得は少ないため、収支は赤字（貯蓄はマイナス）となる。

もちろん、勤労者世帯でも住宅や自動車などを購入する際には、支出が収入を上回るため、資金過不足は赤字（マイナスの貯蓄）になる（通常、赤字・黒字を論じる際、企業の収支に関しては損得の意味で使うことが多いが、家計の収支は資金過不足の意味で用いる

ことが多い)。前述した通り、個々の企業は、将来時点を含めた予算制約の中で、利益最大化を図るべく、自らの資金過不足の水準（投資の水準）を決定する。個々の家計も、将来時点を含めた予算制約の中で、効用最大化を図るべく、どのタイミングで貯蓄をするのか、貯蓄を取り崩して消費をするのか等、自らの資金過不足の水準を決定する。こうした民間部門の利益最大化、効用最大化の結果、経常収支が黒字化、赤字化することは、それ自体何ら問題ではない。

■ 3. 民間と同列で論じられない政府の赤字

「民間部門の資金過不足（民間部門の貯蓄・投資バランス）」に「政府部門の資金過不足」を足したものが、概念上、一国の経常収支（国際収支上の経常収支）に一致する（これは、均衡式としてだけでなく、恒等式として常に一致する）。「政府部門の資金過不足」は、税金など収入と社会保障関係費など支出の差額であり、我々が通常、財政収支と呼ぶものである。プラスであれば財政黒字、マイナスであれば財政赤字であり、同時に政府の貯蓄・投資バランスに等しい。言うまでもなく、財政収支が赤字である場合、基本的に政府は国債発行で赤字を賄わなければならない。企業や家計の資金過不足については、個々の企業や家計の最適な経済行動の結果であり、前述した通り、それが赤字であっても、黒字であっても、それ自体に良し悪しはない。しかし、「政府の資金過不足（財政収支）」については、議会制民主主義の政治過程の中で決定されるため、民間部門と同列には論じられない。

必ずしも全ての財政赤字が問題だと言うわけではないが、一般論として、日本や先進各国が抱えるような大きな財政赤字は、それが継続すれば不健全である。仮に家計が無駄遣いをして、自らの責任（勘定）で行うのなら、それは個人の勝手である（効用最大化の結果である）。しかし、財政資金については、受益者と負担者は必ずしも一致しないため（殆ど場合は異なる）、議会制民主主義の下では、財政赤字が拡大し易く、歯止めがかからなくなれば、民間部門の資源配分を歪める原因にもなりかねない。受益者は自らが負担しないため、支出（歳出）の拡大を求め、一方でそれを賄うための増税は政治的に容易ではない。現実には我が国では、民間部門の純貯蓄を政府部門の赤字が食い潰すに到っている。

周知の通り、日本の継続的な財政赤字、その結果である公的債務の膨張の原因は、社会保障費の増大にある。日本の社会保障制度は、高度成長期の末期に作られたため、給付に比べ負担が著しく低い、大盤振舞の制度となっている。当時、税や社会保険料を担う労働力は増加を続け収入が潤沢であった一方、給付を受ける高齢者の数は相当に少なかったた

め支出は限られていた。しかし、1990年代後半になって、労働力の減少が始まり、高齢者の急増が始まった途端に、保険料では給付を全く賄えず、国庫資金の投入が増えている。国庫資金の投入といっても、税収は全く増えていないため、現実には財政赤字によって賄われている。つまり、将来世代にツケ回しする形で社会保険制度が運営され、その持続可能性に大きな疑問が生じている。

■ 4. 本来、経常収支は赤字でも黒字でも問題ない

ここで一国の経常収支と、家計、企業、政府の資金過不足の関係について考えてみる（前述した通り、家計、企業、政府の資金過不足の合計が一国の経常収支であり、相互に影響しながら同時に決定される）。まず、政府が存在しない仮想の世界を考える。一国の経常収支は、企業と家計の資金過不足の合計となるが、前述した通り、黒字であっても赤字であっても、それは個々の企業や家計が予算制約の中で行った合理的な選択の結果であり、良いとか、悪いとかの問題ではない。また、繰り返すが、経常収支黒字の場合も経常収支赤字の場合もあるが、それは「企業の儲けや損」とは対応していない。

また、現実の世界において、高齢化の影響で、日本の経常収支が赤字に向かうのも、それ自体、問題とは言えない。そもそも、1970年代以降、日本が大幅な経常収支黒字を抱えていた最大の理由は、家計部門が引退後に備え、企業部門の設備投資で吸収できないほどの旺盛な貯蓄を行っていたためである。そして現在は、少子高齢化時代を迎え、高齢者世帯において過去の蓄積の取崩しが始まり、家計部門の純貯蓄が低下、それが一国の経常収支黒字の趨勢的な低下要因となっている（後述する通り、近年観測されたような急激な経常収支の低下は、別の要因が働いており、継続はしないが、今後も少子高齢化要因によって、経常収支は趨勢的に緩やかな低下が続く）。これらはいずれも、異時点間での最適な貯蓄・消費行動の結果である。

ただし、ここで財政収支が加わると、議論が大きく変わってくる。前述した通り、政治過程に大きく影響されるため、財政赤字は止め処もなく膨張し、民間部門の資源配分を大きく歪めるリスクがある。この結果、政府部門の資金不足（財政赤字）の膨張が原因で、経常収支が赤字化すれば、財政ファイナンスが困難になるリスクがある。厳密に言えば、低い金利での財政ファイナンスが困難になるということだが、高い金利を支払わなければ、海外からファイナンスできないということなら、巨額の公的債務を抱える場合、高金利がもたらす利払い費急増が税収を上回り、公的債務発散のリスクが高まる。だからこそ、多

くの人が、経常収支赤字が定着する時期に強い関心を持っているのである。

■ 5. 経常赤字が問題なのではなく、財政赤字が問題

ここで注意すべきなのは、経常収支が赤字化するから問題なのではなく、財政赤字（政府部門の資金不足）が持続不可能なほど悪化するから問題なのである（正確には、将来の税収での返済が懸念されるほど公的債務残高が膨張することが問題である）。この点は、極めて重要である。例えば、成長戦略が功を奏し、企業部門の資本収益率が高まり、設備投資ブームが訪れるとしよう。企業部門の資金不足が拡大し、民間部門でファイナンスできない場合、一国の経常収支は赤字化する可能性があるが、そのことは問題だろうか。収益性の高い投資が国内で増えたのであれば、その高い収益率に惹かれ海外から資金がスムーズに流入するため、ファイナンスに何ら問題は生じないはずである。ただし、民間の資金需要が強くと、それがもたらす金利上昇圧力が、政府部門の利払い費を膨張させ、公的債務を発散させるリスクは残る。

経常収支が赤字化すること自体を問題と捉えてしまうと、政策的に家計や企業の資金余剰を増加させる（あるいは資金不足を縮小させる）といった誤った議論になりかねない。もちろん、企業の売上や家計の収入を増やすといった議論であればまだ良いが、現実には売上や収入を増やすことは容易ではない（企業や家計の収入を増やすために、政府支出のさらなる拡大策が取られる可能性はあるが、そのことは言うまでもなく財政赤字の一段の悪化をもたらす）。仮に、家計や企業の支出を抑制するということになれば、その意味するところは、家計部門の消費や企業部門の設備投資を抑制するということであり、景気を悪化させることである。問題は「一国の経常収支」の赤字化ではなく、政府部門の資金不足（財政赤字）の継続である。必要とされる政策は「一国の経常収支」の赤字化を回避することではなく、政府の資金不足（財政赤字）を持続可能な水準まで引き下げることである。少子高齢化の影響で民間部門の純貯蓄が減少するため、将来、経常収支赤字が定着するのは避けられないであろう。それが定着する前に、社会保障制度改革を伴った信頼に足る財政健全化プランを策定することが必要である。

■ 6. 電気機器セクターの貿易黒字の大幅低下

これまでの説明で、一国の経常収支の水準と「企業の稼ぐ力」とは直接関係がないこと

が明らかになっただろう。それでは、新興国の追い上げなどから、電気機器セクターが国内生産では利益を生み出すことができなくなり、海外に生産拠点をシフトする動きをどう考えればよいか。実際、ここ数年の経常収支の悪化は、原発停止に伴う化石燃料の輸入増大以上に、電気機器セクターの輸入が大幅に増えていることが影響している。かつて輸出部門の主力の一角として、電気機器セクターでは、7－8兆円の貿易収支黒字が生み出されていたが、輸出が殆ど増えない一方で、輸入が急増し、現在は1兆円を下回る水準まで低下している。多くの人が、経常収支黒字の低下と「企業の稼ぐ力の低下」を関連付けて論じているのもこのためだと思われるが、この問題をどう捉えればよいか。

加工組立セクターの生産拠点の海外シフトは、新興国の生産性上昇を背景に、1990年代から顕著になっている現象である。非熟練労働で対応可能な貿易財の生産は、生産性の上昇した新興国にシフトする。その結果、日本国内の人的資本は、より高度な製造業に向かうか、非製造業で吸収されていく。同時に、国内では経済のサービス化が進んでいるため、製造業から非製造業への人的資源のシフトも進む。実際、製造業での就業者は1993年以降、一貫して減少が続いている。

2000年代に入ると、新興国の生産性上昇が引き起こす構造調整圧力だけでなく、生産年齢人口の減少が加速したことも、人的資本の非製造業へのシフトを促すようになった。限られた人的資本は製造業から非製造業にシフトし、貿易可能財については海外での生産にシフトする。その結果、本来なら相対的に輸出比率が低下し、輸入比率は上昇し、貿易収支が抑制される。しかし、現実には、2000年代に非製造業部門へのシフトは加速しなかった。むしろ、反対の現象が生じた。2000年代半ばに欧米の信用バブルと超円安が生じ、日本に輸出ブーム（輸出バブル）が訪れたため、生産拠点の海外シフトが滞ったのである。

2000年代半ば当時、輸出バブルが生じなければ、比較優位を失っていた電気機器セクターの貿易収支はこの段階からゆっくりとした低下が始まっていたと思われる。しかし、輸出バブルによって、そのタイミングが先送りされてしまった。ここ数年の急激な電気機器セクターの貿易収支の低下とその結果生じた経常収支の急激な低下は、2000年代に生じた産業構造の大きな歪みが一気に調整局面を迎えたために生じたのだと思われる。もし、「稼ぐ力」の低下が生じていたとしていたのなら、それは電気機器セクターが国内で収益性の低い資本ストックを誤って拡大させた2000年代半ばだったと考えられる。

振り返ると、2000年代半ばに電気機械メーカーが多数立地する東海圏では人手不足に直面していた。本来、経営者はこの段階で、生産拠点の海外シフトを一気に進めるべきだった。しかし、当時の超円安によって国内で生産することが相当有利になっていたため、九

州や北海道、東北で生産拠点を増やしたのである。多くの人は、輸出ブームはグローバリゼーションのなせる技であり、永久に続くと考えた。しかし、後知恵で考えると、単に輸出バブルが訪れただけであった。国内で新たに増強された生産能力は、超円安や欧米の信用バブルといった異常事態の継続が前提となっていたのであり、異常事態が解消されると採算が大幅に悪化するのとは当然であった。

欧米の信用バブルに対しては、日本の政策当局者は如何ともし難いが、2000年代半ばの超円安は、景気回復が軌道に乗った後も円高阻止策や超低金利政策を長期化させたことも影響している。単に電気機器セクターの経営の失敗だけに帰すことはできないかもしれない。リーマンショック後、電気機器セクターは輸出バブルの崩壊に対し経営方針を直ちに転換すべきだったが、政府が取ったエコポイント制や地デジ移行の影響などで国内販売が支えられたことも、結果的に傷口を広げてしまった。現在、アグレッシブな金融緩和によって、均衡レートに比べ割安な円レートが発生しているとすれば、再び同じ問題が生じる恐れがある（リーマンショック後の円高が電気機器セクターの苦境の原因と未だに考えている人が少なくないため、誤った政策が繰り返されるのではないかと、筆者は懸念している）。あるいは、現在の円レートは、経常収支黒字の大幅減少に対応したもので、均衡レートそのものが円安方向にシフトしているのかもしれない。

■ 7. 経常収支の今後の推移

それでは、今後、経常収支はどのように推移するのか。まず、高齢化の影響で、経常収支が緩やかに低下していく動きは変わらない。いずれ赤字が定着するであろう。ただ、近年の経常収支黒字の急激な低下は、前述した通り、輸出バブルの発生とその崩壊による急激な調整が影響しているため、急激な低下がこのまま継続することはない。また、労働力の減少を背景に、貿易可能財の生産から非貿易可能財の生産に労働力がシフトすることが背景にあると述べたが、それによって貿易収支赤字が拡大しても、日本企業の海外への生産拠点のシフトに伴い所得収支が増加するため、貿易収支の低下に比べ、経常収支の低下は当然にして緩やかなものに留まる。

短期的には、2013年度後半の反動で、2014年度は僅かながらも経常収支黒字が拡大する可能性がある。2013年度後半に経常収支が赤字化したのは、産業構造の変化がもたらす影響を、追加財政や消費増税前の駆け込み需要など内需の急拡大が増幅したためである。家電製品に駆け込み需要が生じて、国内ではもはや生産していないため、需要増は輸入増

に繋がるだけであった。4月以降の需要の反動減は、今度は輸入減に繋がるため、経常収支を黒字化させる。今後の実質輸出の動きは海外経済次第だが、2000年代の世界経済を牽引した中国などの新興国がなお構造調整の過程にあるため、強い回復は期待できない。特に、2000年代は新興国で資本蓄積が急速に進んだ。ブームの終焉によって日本が得意とする資本財に対する需要は、今後それほど盛り上がらない。こうした理由もあって、実質ベースで相当な円安が進んでいるにも拘わらず、日本の実質輸出の回復は緩慢だと思われる。

現在、経常収支のトレンドは対GDP比では、既にゼロ近くまで低下していると見られるが、2015年度に入ると、10月に実施予定の2度目の消費増税の前には駆け込み需要に伴う輸入増が発生し、経常収支は再び赤字化する可能性が高い。また、日本経済が完全雇用近づき、スラックが乏しくなる中で、追加財政や超金融緩和の継続など総需要を刺激する政策が取られることも、経常収支を赤字化させる方向に働く。

■ 8. 我々が貿易を行う理由

最後に、誤った政策対応が取られないためにも、我々がなぜ貿易を行っているのか考えてみたい。「輸出で稼ぐため」と答える人が少なくないが、輸出をするのはあくまでも手段に過ぎない。貿易を行うことの本質は、良質で多様な財・サービスを割安に入手することであり、より高い水準の消費を可能にすることである。円高になるとデメリットばかりが騒がたてられるが、完全雇用に近い現在、円安のメリットはマクロ経済全体で見るとほとんどない。円高メリットを享受することできる社会を早期に構築することが肝要である。

もちろん、消費を行うために、所得を稼ぐことは重要だが、モノづくりを行う製造業の経済活動が非製造業よりも貴いということもない。付加価値を生み出すという点では、重要性は全く同じである。付加価値の源泉を需要サイドから見た場合、輸出は重要だが、全く同程度に内需も重要である。さらに、少子高齢化に伴う労働力の継続的な減少を考えると、今後、日本の多くの製造業も国内での生産から得られる所得（付加価値）ではなく、海外生産に伴うロイヤリティーなどの知的財産が生み出す所得（付加価値）のウェイトが高まっていく。一歩先を行く企業は既にそうした収益構造に転換しており、だからこそ日本国内の設備投資がそれほど増えていないのである。モノ作り偏重、国内の物的資本設備偏重の重商主義的な発想から脱しなければ、我々はいつまでも豊かにはなれない。

