

日本の経常収支の見通し

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 経常赤字の規模が1兆円を超える

1月の日本の経常収支が1兆1,887億円のマイナスとなった。2ヵ月連続の赤字で、赤字幅は2014年1月以来の1兆円超えである。こうした局面でよく出てくるのが、「日本は稼ぐ力を失った」的な論評である。しかし、ほかでもない米国が、長年の間莫大な経常赤字を計上し続けていることを考えれば、こうした言い方がミスリーディングなのは明らかである。米国が世界一稼ぐ力のない国だと考える人はいない。

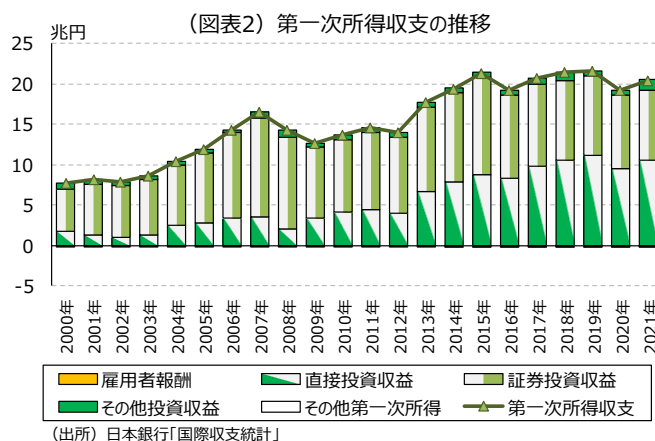
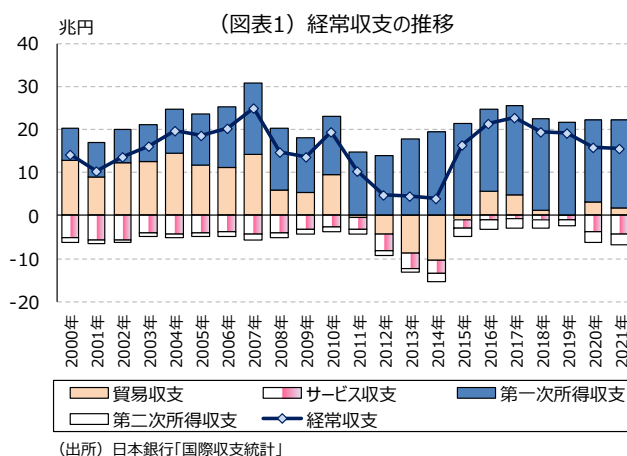
問題は、「稼ぐ力」である。外需主導の成長モデルを描く国であれば、確かに輸出を増やす必要がある。ただ、内需も強ければそれ以上に輸入が増え、経常収支が赤字となる場合もありうる。米国のような内需主導の国であればもとより赤字に振れやすい。結果としての黒字、赤字は、経済の強さとも景気の良し悪しとも直接リンクしない。また、経常赤字とは、金融収支の黒字、すなわち対外資金フローが流入超になっていることを意味する。先進国からの投資を誘致し、技術移転をテコとした成長モデルを描く新興国なども、経常赤字になりやすい傾向がある。

経常収支＝金融収支（資本移転と誤差脱漏を除く）という点からわかるとおり、経常収支は景気というよりファイナンスの問題である。この点、経常赤字国にリスクがないわけではない。たとえばリーマン・ショック時のように、グローバルマネーフローに目詰まりが生じる局面では、大幅な経常赤字国は、国ぐるみで資金繰り倒産に瀕するといったパターンがありうる（ドルが基軸通貨の米国は別）。莫大な政府債務を抱える日本にとっても、これは将来的なリスクとなる。

2. 第一次所得収支の黒字は安定

もともと、日本の1月の経常赤字は、資源価格の高騰に伴う輸入金額の増加が要因のほぼすべてである。1月の輸入金額は8兆1,663億円と、前年比で+39.9%の増加となった。一方、海外投資からの利子や配当、賃金等で構成される第一次所得収支は1兆2,890億円と、安定した黒字基調を保っている。すでに、2011年以降、貿易・サービス収支の黒字は均せばほぼ消滅しており、経常黒字の大半は第一次所得収支で占められている（図表1）。

1990年代以降、グローバル化の流れのなかで、海外への直接投資が大きく拡大したほか、国内金利が低水準で推移するなか、海外証券投資も高水準での推移が続いてきた。ここからの収益が第一次所得収支の大層を占める。ただ、2000年代は証券投資収益が中心だったのに対し、次第に直接投



資収益のウェイトが増し、ここ数年は5割前後に達している（図表2）。足の速い証券投資よりも、直接投資からの収益の方が、安定性は高い。

SNA 統計を見ると、居住者の対外資産残高が2020年末で1,146兆円なのに対し、非居住者の対内資産残高は787兆円と1.5倍の差がある。今後、海外からの対内直接・証券投資のさらなる拡大が期待されるとはいえ、日本の潜在成長率の低下を考えれば、より高い収益機会を求めた日本からの対外直接投資の拡大ペースが上回る可能性が高い。国内では超低金利が続くなか、機関投資家の積極的な対外証券投資も続くと思われる。第一次所得収支の黒字は、拡大傾向が続く可能性が高い。日本の経常赤字がこのまま定着する可能性は低く、エネルギー価格さえ落ち着けば、再び黒字基調に戻るだろう。

3. サービス収支が赤字に

貿易収支に関しては、今後も赤字基調が続くとみられる。日本の輸出競争力の低下や、現地生産のさらなる拡大が、今後も輸出の下押し圧力となる。脱炭素に向けた取組みが進むなかでも、鉱物性燃料は当面の間日本の主力エネルギーであり続けるとみられるほか、機械類等の製品輸入も増加傾向を続ける可能性が高い。

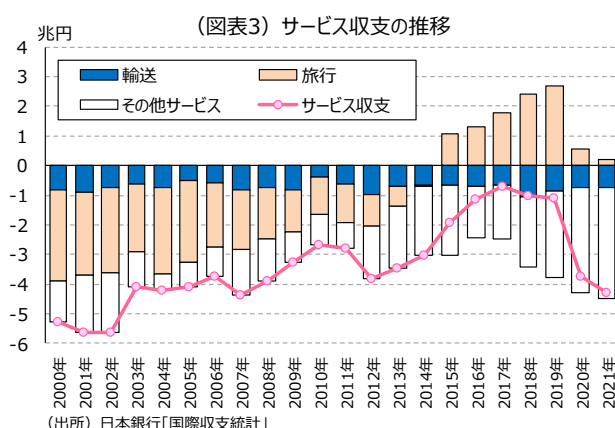
サービス収支は、安倍政権のインバウンド重視の政策のもとで、旅行収支の改善が赤字縮小に大きく寄与してきた（図表3）。旅行収支黒字は、2019年には3兆円近くまで拡大したが、コロナの影響で2020年度以降は一気に消滅に向かった。

一方で、「その他サービス」が赤字幅を拡大させている。ここには、輸送、旅行以外のサービス、すなわち委託加工サービス、維持修理サービス、建設、保険・年金サービス、金融サービス、知的財産権等使用料、通信・コンピュータ・情報サービス、その他業務サービス、個人・文化・娯楽サービス、公的サービス等が含まれる。このうち、近年赤字幅を大きく拡大させているのが、その他業務サービスである。その他業務サービスの赤字だけで、サービス収支全体の赤字の7割以上を説明できる。

その他業務サービスは、研究開発サービス、専門・経営コンサルティングサービス、技術・貿易関連・その他業務サービスに細分化できる。このうち、赤字への寄与が大きいのが研究開発サービスと専門・経営コンサルティングサービスで、約3分の2を占める。当該分野での日本の競争力の低下を反映している可能性が高く、将来的なイノベーションの劣後につながる可能性があるという点で、単なる対外バランスの枠を超えた問題かもしれない。こうした傾向は今後も続く可能性が高い。旅行収支は、インバウンドが復活すれば改善が見込まれるものの、サービス収支全体ではマイナス圏での推移が続くとみられる。

国際収支の発展段階説に従えば、経済の発展とともに、①未成熟な債務国→②成熟した債務国→③債務返済国→④未成熟な債権国→⑤成熟した債権国→⑥債権取り崩し国という順で発展していくとされる。日本は、貿易収支の赤字化に伴い、「④未成熟な債権国」から「⑤成熟した債権国」へと移行しつつある段階にある。このまま貿易収支の赤字が拡大し、所得収支の黒字を上回るようになると、米国のような「⑥債権取り崩し国」になって、経常収支は赤字化、対外資産は減少へ向かうが、そこに至るまではまだ距離がありそうである。少なくとも、向こう10年間は、経常収支の黒字トレンドが続く可能性が高い。

4. 貯蓄投資バランスは大きく変わらず



経常収支は、一国の貯蓄投資（IS）構造の反映でもある。制度部門別の IS バランス（＝資金過不足）状況を見ると、リーマン・ショック後の金融危機対応の一巡と税収の拡大に伴い、2015 年以降は政府の資金不足幅が 10 兆円前後で推移する一方、家計と非金融法人企業が合計で 30 兆円前後の安定的な資金余剰主体となっており、これが差し引き 20 兆円前後の IS バランス上の貯蓄超過、すなわち経常黒字につながっていた（図表 4）。

2020 年には、コロナ対応で政府の資金不足幅は 47 兆円にまで拡大したが、各種給付金を受け取る側となった家計の資金余剰幅が 41 兆円に拡大し、結果として経常黒字額は大きく変わらなかった。2021 年も同様の傾向が続き、結果として国内全体の IS バランスは大きく動いていない。

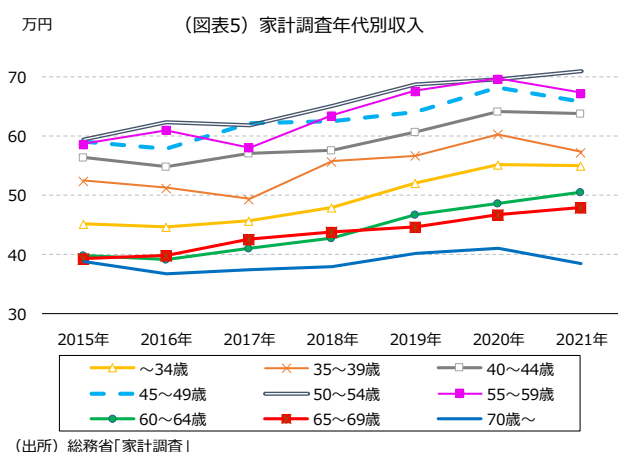
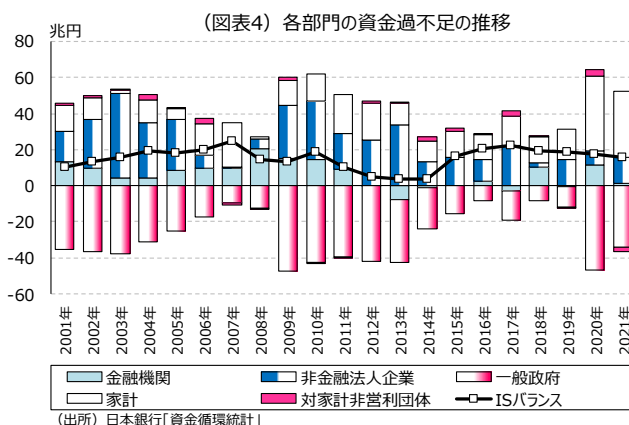
経常黒字が続くということは、国内の IS バランスが貯蓄超過の状態が続くことを意味する。部門別の IS バランスを概観すると、まず、非金融法人企業については、1990 年代後半までは恒常的な資金不足部門だった。金融機関から資金を調達して設備投資に振り向けるといった個別企業の一般的な行動を想起すればこちらの方が自然で、実際、成長企業は大抵「資金不足」である。しかし、バブル期に拡大した債務を削減するため、企業が設備投資を抑制してきたことや、経済が成熟して資本蓄積が進んだ分、減価償却の範囲内で投資を賄えるようになってきたことなどから、1990 年代後半以降は逆に恒常的な資金余剰主体に転じた。

人口減少や生産性の伸び悩みの影響などもあって、企業の中長期的な成長期待は低迷が続いている。生産能力増強投資を最小限にとどめ、更新・維持や、省力化・合理化投資を中心に国内の設備投資計画を進めるという企業の姿勢に今後も大きな変化はないとみられる。結果として、企業の投資額はキャッシュフローの範囲内に収まり、非金融法人企業の貯蓄超過傾向が続くと予想する。

5. 高齢者の貯蓄取り崩しの規模は大きくない

家計については、高齢世代の増加の影響がポイントとなる。貯蓄を取り崩す世代である高齢世代の増加は、本来であれば、中長期的には貯蓄率の低下要因になるはずである。ただ、このところ高齢者の所得は増加傾向にある。家計調査で 60-64 歳、65-69 歳、70 歳以上の 1 ヶ月の世帯収入の推移を見ると、直近 10 年間で 60-64 歳が 40.6 万円から 50.6 万円と +24.6% の増加、65-69 歳が 35.0 万円から 48.0 万円と +36.9% の増加、70 歳以上が 38.0 万円から 38.5 万円と +1.3% 増加しており、70 歳以上を除けば、全世帯の伸びである 18.7% を上回る（図表 5）。高齢者の労働力化が進んだことが大きく、特に 60 歳代の収入増については、嘱託再雇用から正社員への採用形態の変化が進んだことが寄与したと考えられる。収入の増加に伴い、平均貯蓄率についても 60-64 歳が 2011 年の 1.5% から 2021 年は 26.4% へ、65-69 歳が 0.0% から 29.0% へ、70 歳以上が 10.8% から 29.7% へと大幅に上昇しており、家計全体の貯蓄率の低下を抑制する要因になっている。

今後も高齢世帯の労働力人口化が進むとみられることを考えれば、高齢化の進展が貯蓄率の低下に及ぼす影響は限定的とみられる。貯蓄から住宅投資や土地の売買等の資本取引を差し引いた後の数字である貯蓄投資 balan



スについても、均せば小幅縮小に向かうものの、向こう 10 年間にマイナスに転じる可能性は低いとみられる。

6. 政府部門の資金不足は続く

問題は政府部門の大幅な資金不足の動向である。これは経済動向から内生的に決まるものではなく、時の政権のスタンス次第なので予想は難しい。ただ、歴代政権ができなかった財政再建が今後も順調に進むとは考えにくいのも確かである。

当研究所では、昨年 12 月にリリースした中期経済見通しにおいて、将来的な財政のシミュレーションを実施している。たとえば、税収弾性値を 1.1、成長率はほぼ潜在成長率並み、社会保障関係費については 2018 年 5 月の「2040 年を見据えた社会保障の将来見通し（内閣官房・内閣府・財務省・厚生労働省）」をベースとし、国債費と社会保障関係費を除くその他歳出は、名目 GDP 並みの伸びを想定するなど、いくつかの前提をおいて試算したところ、基礎的財政収支の赤字幅は、今後も毎年 4,000～5,000 億円程度拡大し続けるとの結果が得られた。消費税を 2030 年度に 15%、2035 年度に 20%まで引き上げれば 2035 年度には黒字転換するが、こうした展開は見込みにくく、今後も政府部門の資金不足は続くとするのが自然である。ただ、このペースであれば、経常収支が早期に赤字に転じるほどではない。

逆に言うと、これが政府の再建意欲にネガティブな影響を与えるリスクがある。経常赤字化が財政不安を招くといった事態を当面心配する必要がないためである。海外投資家に頼る必要がないという点で、日本の政府債務の保有構造は頑健なのは確かだが、もちろんこれは将来的にも財政再建努力が不要であることを意味しない。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411