

## 対 外 不 均 衡 に つ い て

### 〔 要 旨 〕

1. わが国の経常収支は56年度以降逐年黒字幅を拡大しているが、この間為替相場が弱含みで推移したこととも相まって、対外貿易摩擦は尖鋭化の様相を呈している。現在の黒字の根本的な原因は、高度成長期以降、とくに第1次石油危機後の10年間に、わが国の貿易構造が輸出が伸びやすく、輸入が増えにくい体質へと変化したことであり、現下の大幅黒字の主因を、内外景気動向の相違に求めることは適切ではない。
2. 輸出が伸びやすいのは、わが国企業が活発な設備投資により生産性を高めるとともに、需要の伸びの高い品目に輸出の重点をシフトしてきた結果である。こうした輸出主導型経済成長の過程を通じ、わが国経済の輸出依存度は上昇を続けてきた。
3. 円の対ドル為替相場は、ここ数年間、米国の政治・経済に対する信認の高まりと日米長期金利差の継続から、経常収支黒字の累増にもかかわらずむしろ円安傾向をたどり、変動為替相場に期待される経常収支調整機能を十分果たしてこなかった。
4. 経常収支の黒字が国内の貯蓄と投資の差に等しいことをとらえ、対外不均衡の是正のためには貯蓄抑制ないしは投資促進が必要であるとの主張も聞かれる。この議論を考えるに際しては、①近年家計の貯蓄性向はむしろ低下気味であり、実質ベースでみた企業部門の投資も高水準にあるといった事実に加え、より基本的に、②貯蓄・投資バランスは所得や消費、投資等が金利、為替レート、海外景気や輸出入の弾性値等に依存しつつ、相互に影響を及ぼしながら決定される過程を通じて事後的に成立する関係であり、貯蓄抑制あるいは投資促進等をとった場合に、その効果がそのまま経常収支尻の変化として現われるものではないことに留意する必要がある。
5. 現在不均衡是正のために最も必要とされているのは、総需要の拡大ではなく、総需要の内外需への振分けを転換することである。金融財政政策によって総需要の拡大を図っても、その効果はきわめて限られているうえ、場合によっては逆効果とさえなりかねず、またとくに財政政策については中長期的にみたコストがきわめて大きい。
6. これに対して、為替相場の円高化には、相対価格のシフトを通じて、直接的に内外需構成を転換する効果のほか、資源を国内部門に吸引することにより、中長期的にみてよりバランスのとれた成長を可能とする効果が期待される。為替相場に対して一国の政策面から影響を及ぼす余地は限られているが、マクロ面での政策運営にあたっては、円相場の円高方向での安定を実現するため、引続き為替相場に対して十分な配慮を払っていく必要がある。

## 〔目 次〕

はじめに

### 1. 対外不均衡の背景

- (1) わが国貿易構造の変化  
(「実質収支」の黒字拡大傾向)  
(輸出入弾性値の乖離)
- (2) 為替相場の円安化
- (3) 景気局面の相違に伴う黒字の拡大
- (4) 対外不均衡と「過剰貯蓄」について

### 2. 不均衡是正のための政策対応

- (1) 内需拡大策について  
(基本的な考え方)  
(内需拡大策の効果とコスト)
- (2) 円高の効果と円高指向の意義  
(円高の短期的な不均衡是正効果)  
(円高を指向することの意義)

はじめに

わが国の経常収支は、昭和56年度に第2次石油危機の影響を克服して黒字に転換した後、58年度242億ドル、59年度370億ドルと黒字幅を拡大しており、本年度も大幅黒字となることはほぼ確実である。こうした規模の黒字は、1980年のサウジアラビアのそれ(414億ドル)に比肩するものであり、一国の黒字額としては国際的にみてもきわめて突出している。この間円の対ドル為替レートが総じて軟弱地合をたどってきたこととも相まって、対外貿易摩擦が尖鋭化していることは周知のとおりである。

貿易摩擦は、保護貿易主義を招きやすいものだけに、貿易に立国するわが国としては、対外不均衡の是正に努め、そうした風潮の瀾漫を防ぐことが急務である。ただ、是正策を考えるに際しては、現在の不均衡の背景を明らかにした上で、採りうる政策の中長期的なメリット、デメリットを十分比較考量しなければならない。

本稿は、こうした問題意識に立って、現在の対外不均衡の背景をマクロ的な観点から分析し、考えうる政策対応とその効果について若干の考察を行ったものである。

### 1. 対外不均衡の背景

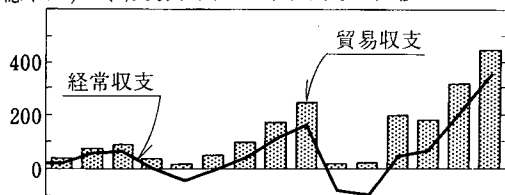
- (1) わが国貿易構造の変化  
(「実質収支」の黒字拡大傾向)

一般に、一国の経常収支を規定するものは、短期的には内外景気や為替レート

〔第1図〕

## わが国貿易収支の推移と変動要因

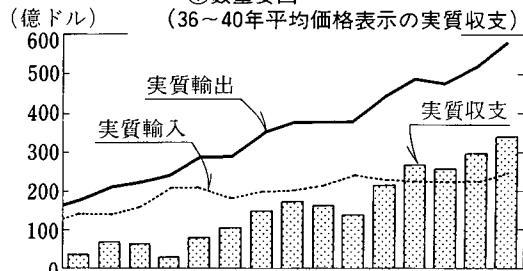
(億ドル) (1)貿易収支、経常収支等の推移



## (2)貿易収支の要因分解

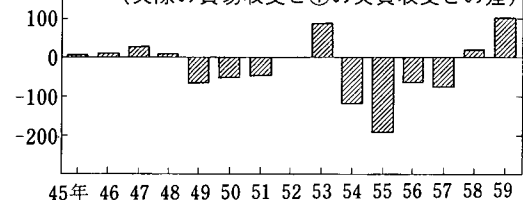
## ①数量要因

(36～40年平均価格表示の実質収支)



## (億ドル) ②価格要因

(実際の貿易収支と①の実質収支との差)



(資料) 日本銀行「国際収支統計」

等の動向、中期的には輸出入をはじめとした貿易取引や貿易外取引の構造と考えられる。わが国の経常収支は、58、59年度と大幅に黒字を拡大したが、これには米国経済の急成長による輸出の顕著な伸長や、原油を含む一次産品価格の軟化といった要因が寄与している。しかし、より基本的には、かつての高度成長期以来、とくに第1次石油危機後の最近約10年間にわが国の貿易構造が変化し、輸出は伸びやすく、輸入は伸びにくい体質となったことによる面が大きい。

いま、この点を見るため、まずわが国貿易収支の動きをやや長期にわたり、数量要因(「実質収支」要因)と価格要因とに分けて振り返ると(第1図、両要因に分けるための基準価格としては、貿易・経常収支がほぼ均衡していた36～40

年の5年間の平均価格を採用)、①数量面では、実質輸出が為替レート変動等を反映した多少の振れを伴いながらもほぼ一貫して増加している一方、実質輸入は第1次石油危機後頭打ち傾向を続けており、このため「実質収支」には明確な黒字拡大トレンドが存在していること、②価格面では、輸入原油価格の大幅上昇や為替変動等に伴う交易条件の変化を映じて、かなりの幅で名目収支を赤字、黒字両方向に振れさせるような動きを繰返していること、の2点が明らかとなる。つまり、40年代後半以降わが国経常収支は、達観して「実質収支」黒字幅が拡大基調を続けるなかで、価格要因が大幅に悪化した時には金額ベース収支も赤字化した。が、価格要因が好転(ないし下止まり)すれば直ちに金額ベースでも黒字を計上しており、現在の大幅黒字もその延長線上に位置づけられる。

(輸出入弾性値の乖離)

次に、こうした「実質収支」黒字幅の拡大トレンドの背景をみる手掛かりとして、わが国輸出入の所得弾性値を計測、比較してみると(第1表)、輸出の海外所得に対する弾性値が輸入のわが国所得に対する弾性値を大きく上回っており、かつ近年その格差が拡大して約3倍に達している。これは、他の条件を一定として所得面のみからみる限り、わが国経済が海外諸国の成長率を3倍ほど上回って成長するという非現実的な事態が実現しない限り、貿易収支の黒字幅が拡大を続けることを示唆するものである<sup>(注1)</sup>。なお、同様に米国輸出入の所得弾性値を試算

(第1表)

輸 出 入 の 所 得 弾 性 値

		48/1～3月～直近期	53/1～3月～直近期
輸出の所得弾性値(A)		1.59	1.87
推計式のパー フォーマンス	R <sup>2</sup>	0.98	0.97
	D.W.	0.91	1.98
輸入の所得弾性値(B)		0.75	0.73
推計式のパー フォーマンス	R <sup>2</sup>	0.94	0.83
	D.W.	1.19	1.73
A/B		2.12	2.56

- (注) 1. 計測は対数型(4半期データ)。  
2. データ面の制約があるため、ここでは実質世界所得の代理変数として実質世界輸入を採用して計測。実質世界輸入は、Monthly Bulletin of Statistics、United Nationsによる。なお、所得、輸出数量のデータが利用可能な対米輸出について、わが国輸出の米国所得(実質GNP)に対する弾性値を試算(計測期間48/1～3月～59/10～12月)すると、3.98との値が得られている。

(参考) 米国の輸出入所得弾性値

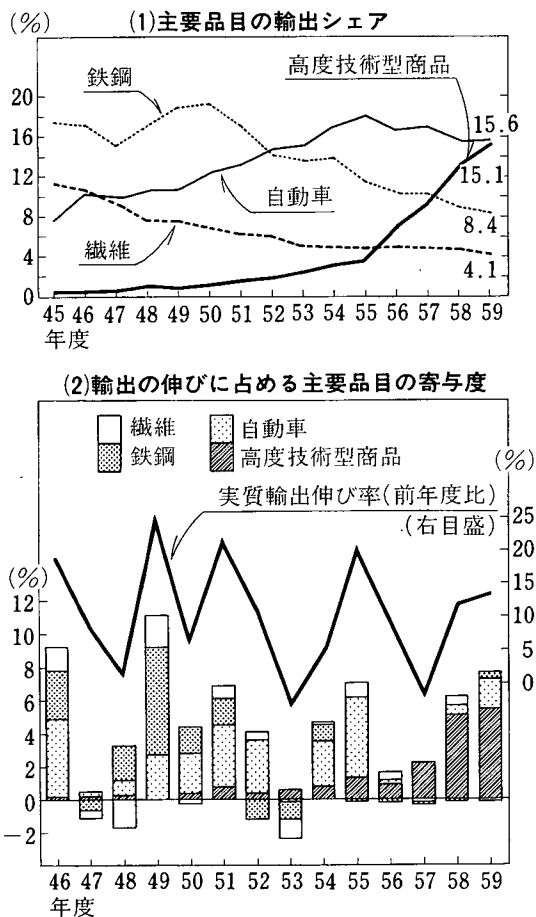
計測期間	49/1～3月～59/1～3月
輸 出	0.82
輸 入	2.34

(資料) U.N. “Monthly Bulletin of Statistics”、  
大蔵省「通関統計」、通産省「通産統計」

(注1) 輸出の所得弾性値が高いことは、海外景気上昇期には輸出が大きく増加する一方、下降期には輸出が大幅に減少することを意味する。しかし対米輸出の場合を例として、米国の景気上昇、下降両局面における輸出の所得弾性値をそれぞれ試算すると、景気上昇期には弾性値が高い(3.22)反面、下降期には低くなっており(1.51)、わが国の対米輸出は好況期には大きく伸び、不況期には小幅な落込みにとどまるという下方硬直性を有しているとの結果が得られる。こうした傾向も、「実質収支」の拡大トレンドを支える要因のひとつとなっている(調査月報60年6月号「カルマンフィルター・モデルによる対米輸出関数の計測について」参照)。

〔第2図〕

## 実質輸出の品目別変遷



(注) 1. 実質輸出ベース。デフレーターは対応品目の輸出物価指数(55年=100)。

2. 高度技術型商品とはVTR、半導体、事務用機器の合計。

(資料) 大蔵省「通関統計」

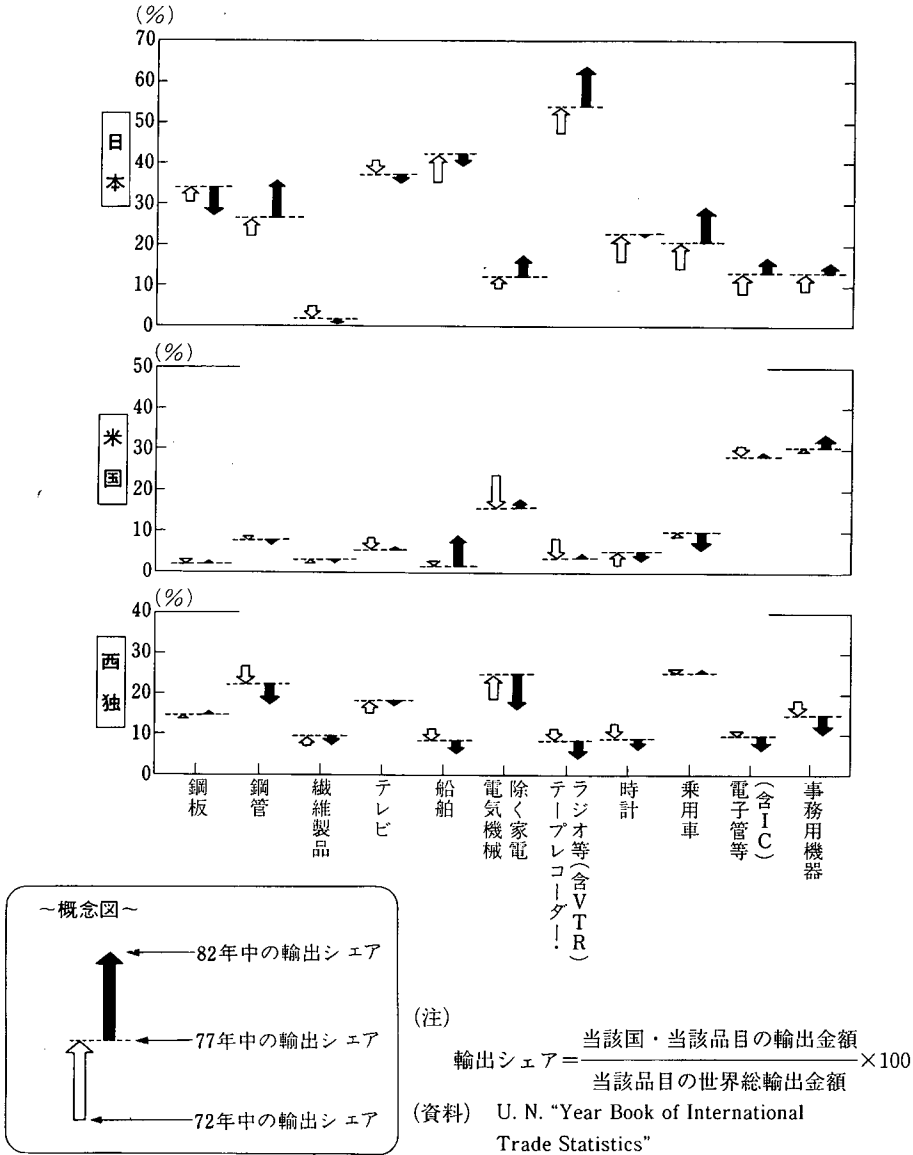
すると、日本とちょうど逆に輸入が輸出の3倍弱となっており、米国と海外諸国が同じテンポで成長する場合には米国貿易収支が悪化せざるを得ない構造となっている。

このように、わが国輸出の所得弾性値が高いのは、わが国が活発な設備投資によって、高い生産性の伸びを確保するとともに、世界市場における需要シフトに対応して産業構造を柔軟に転換させることにより、常にその時々の世界需要の伸びが高い品目について比較優位を保ってきたことの結果である。すなわち、わが国の主要品目別の輸出の推移をみると(第2図)、30年代までは繊維に代表される単純な労働集約的商品のウエイトが高かったが、40年代には鉄鋼、石油化学などの資本集約的な基礎資材が主役の座を占め、その後自動車、カラーテレビなどの高級耐久消費財を経て、最近ではVTR、IC、事務用機器といった高度な技術集約商品のウエイトが急速に高まっている。また世界貿易に占めるわが国の商品別シェアをみても(第3図)、銅板、繊維製品、テレビ、船舶等がアジアNICs等中進国の追上げや現地生産化などから近年そのシェアを低下させる一方、VTR、乗用車、IC、事務用機器といった近年世界需要の強まっている商品のシェアが急拡大している。

ここでみたようなわが国輸出の比較優位構造の変化は、わが国経済のダイナミズムの現われにほかならないが、そうした競争力の高まり自体が、輸出主導型の経済成長の結果であり、それがますますわが国の輸出依存度を強め、一層黒字の出やすい体質をもたらしてきたことも事実である。この点を見るため、日本銀行

[第3図]

世界貿易に占める主要品目の輸出シェアの動向



「全国企業短期経済観測」により、昭和50年度以降の製造業の売上、収益と設備投資の動向をみると(第2表)、まず売上高については、円高期の53年度と海外不況期の57年度を除くと、輸出の伸びが一貫して内需を上回っており、通期平均でも両者の伸び率に3%ポイントの差がみられる。次に売上高経常利益率につき、輸出依存度の高い業種とそれ以外の業種を比較すると(鉄鋼が前者に入ることを除くと、前者は加工業種、後者は素材業種に対応)、上記売上高の伸び率の格差等を

(第2表)

## 製造業の売上・収益および設備投資の動向

(前年度比、%)

	売 上		売上高経常利益率(%)			設 備 投 資		(参 考) 為替レート 年度平均 (円/ドル)
	輸 出	内 需	輸出関連 業 種 ④	そ の 他 業 種 ⑤	④-⑤	輸出関連 業 種	そ の 他 業 種	
昭和50年度	3.2	2.5	2.58	0.55	2.03	△ 16.2	△ 19.2	299.06
51	20.0	13.5	4.00	2.49	1.51	15.5	△ 9.9	292.35
52	9.0	4.1	3.62	2.52	1.10	△ 14.2	△ 7.2	256.53
53	△ 6.2	6.0	4.20	3.63	0.57	△ 3.4	4.4	201.40
54	18.8	18.0	5.55	4.15	1.40	20.5	28.2	229.66
55	24.7	9.4	5.20	3.23	1.97	38.3	11.1	217.25
56	16.3	3.4	5.11	2.41	2.70	15.5	1.6	227.52
57	△ 1.0	1.1	4.28	2.87	1.41	1.9	△ 2.3	249.64
58	5.6	3.9	4.27	3.34	0.93	△ 3.6	△ 2.3	236.33
59	12.0	6.0	5.44	3.78	1.66	23.0	19.3	244.19
60(予 測)	5.9	4.4	5.49	3.89	1.60	7.9	0.4	—
50～60平均	9.5	6.5	4.70	3.10	1.60	6.6	1.4	—

(注) 1. 輸出関連業種は、輸出比率20%以上(50～60年度平均)の次の5業種を集計。

鉄鋼、一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械。

2. その他業種は、製造業のうち輸出関連業種を除く次の10業種を集計。

食料品、繊維、木材・木製品、パルプ・紙、化学、石油・石炭、窯業・土石、非鉄金属、金属製品、その他製造業。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測」(60/5月調査)

反映して平均1.6%ポイントほど前者が後者を上回っているが、子細にみるとこの格差は、輸出の伸びが内需のそれを上回る度合いが低いか、円相場が前年度比円高化した場合に縮小するという傾向が明瞭に看取される。最後に、両業種における設備投資動向を比較すると、その他業種での設備投資の伸びが輸出関連業種を上回るのは売上高経常利益率格差が大幅に縮小した4年間に限られており、55年度以降については、為替相場が前年度比若干円高化した58年度を除いて一貫して輸出関連業種の設備投資の伸びがそれを上回っている。もちろん、こうした両業種の動きの差は、ここでみた要因のほか、財政政策スタンス等多くの要因から影響を受けており、また「輸出関連業種」の設備投資がすべて輸出のためとも限らないが、こうした輸出関連業種における活発な設備投資こそが、わが国の輸出が対外競争力を確保しえた基盤であり、それがさらに輸出の伸長をもたらす形で「好循環」を招来したことは明らかである。そして、輸出関連業種の設備投資の伸びが相対的に高かったことが、わが国産業構造に占める輸出関連産業のウエイトを高め、輸出依存体質を一層強める効果をもったため(実質GNPに占める輸出等のウエイト40年度8.3%→50年度14.0%→59年度22.7%、50年価格表示)、黒字是正問題を一層難しいものとしていることも否めない(2、(2)参照)。

一方、輸入サイドでは、もともと所得弾性値が低い上、最近でも横ばいにとどまっているが、これは、①わが国の輸入が一次産品主体であったため、2度の石油危機を経た企業のエネルギー節約(59年度の原油輸入量、54年度比24%減)、原材料投入原単位の引下げ等の努力が大きな輸入節約効果をもたらし、②これがNICs等からの趨勢的な輸入増加傾向を映じた製品輸入の比較的高い伸び(製品輸入比率、54年度24.4%→59年度30.3%)の効果を相殺したためとみることができる(この間の詳細については調査月報59年4月号「最近の輸入動向について」参照)。

## (2) 為替相場の円安化

ところで、貿易構造が上記のように変化したとしても、フロート制の下では、為替相場が上昇(円高化)することにより、経常収支の不均衡拡大に歯止めがかかるはずである。しかしながら現実には、ここ数年の円相場は、対欧州通貨では総じて堅調であるが、対ドルではむしろ円安基調で推移してきた。経常収支の黒字持続は、中長期的には自国通貨高の方向に働くと考えられるが(後記(4)参照)、最近数年間については、為替・資本取引の広範な自由化や国際資金移動の活発化等を背景として、為替相場がそうした方向とは逆に動く事例が増えている。すなわち、資本取引が自由な場合は、為替相場は基本的に自国通貨建資産と外貨建資産のストックの需給を均衡させる点で決定され<sup>(注2)</sup>、少なくとも短期的には経常収支均衡化の方向に動く保証はない。とくにここ数年については、米国の政治・経済に対する信認が維持されるなかで、約5%の日米長期金利格差が継続したため、わが国機関投資家の資産多様化の動きとも相まって、わが国から米国への自律的な資本の流出が経常黒字を凌駕する規模で発生しており、これが最近の経常収支大幅黒字下での円安をもたらしてきた(詳しくは調査月報60年5月号「昭和59年の金融および経済の動向」参照)。近年の為替レートが経常収支黒字を反映せず、経常収支調整の機能を果たして来なかったことは、結果としての経常黒字累増の事実からも明らかといえよう<sup>(注3)</sup>。

## (3) 景気局面の相違に伴う黒字の拡大

次に、内外景気局面の相違による黒字幅の変動について考えると、わが国輸出入の所得弾性値に(1)でみたような格差があるため、とくに輸出を通ずる効果が増幅され、海外、とりわけ米国景気がわが国に先駆けて上昇する局面では経常収支

(注2) 資本取引が自由な場合、居住者、非居住者とも、金利や為替リスクを勘案しつつ金融資産ポートフォリオの選択を行うと考えられ、その結果として決まる自国通貨、外貨建資産に対する需要は、両者の相対価格である為替相場の変動を通じて供給にマッチする。



黒字が「実勢」を大きく上回って拡大することとなる。

58、59両年度には黒字が前年度比大幅に拡大したが、これに対してこうした景気すれ違い要因が寄与していることは疑いをいれない(日本の成長率各3.4%、5.8%、米国成長率<暦年>3.7%、6.8%)。ただし、このことから現在の黒字幅の水準が景気すれ違い要因により大きく増幅されていると結論づけることはできない。すなわち、これに先立つ57年度には、逆に海外不況下でわが国の成長率が相対的に高かったため、黒字が実勢より小さくなっていたとみられ、通期でのネット効果、従って現在の黒字幅に対する寄与は判然としないからである。

こうした景気要因の大きさに大まかな目途をつけるため、日本銀行調査統計局計量モデルにより、内外景気にさほど大きな差のなかった55年度を基準とし、その後56～59年度の4年間にわが国は5%、米国は3%、その他OECD諸国は2%でコンスタントに成長したと仮定した場合の黒字幅を試算すると(試算方法は<付注1>参照)、①57年度には、海外景気の低迷がわが国の黒字を約50億ドル削減していた、②58年度においてはこれが逆転し、同年度の黒字前年度比拡大幅は約40億ドル押上げられたものの、同年度の黒字幅自体に対してはいまだにネットで約10億ドルの削減効果を及ぼしていた、③59年度の黒字前年度比拡大幅は同じく約40億ドル押上げられ、同年度の黒字幅自体にも約30億ドルの増加要因となった、との結果となる。これは期間通計、ないし現時点での黒字幅に対する景気すれ違い要因の寄与は、黒字の規模に比してきわめて小さなものであることを意味している。

もとよりこの試算は、「標準的成長率」のほか、試算対象期間のとり方、モデルの定式化等により異なった結論が得られるものであり、結果についてはかなりの幅をもってみるべきであろう。しかし少なくとも、現在の黒字の大きさに対して「景気要因」がドミナントなものであるとはみなし難いように思われる。

#### (4) 対外不均衡と「過剰貯蓄」について

ところで、経常収支の黒字は、マクロ的にみれば常に国内貯蓄と国内投資(政

(注3) 国際競争力を均衡させる為替相場としては、購買力平価(PPP)が注目されることが多い。購買力平価の考え方を現実に適用するに際しては、もともと基準時点や具体的なインフレ指標の選び方などの難しい問題があるが、(1)でみたように輸出品目構成が需要の伸びの高い品目へとシフトしているような場合には、為替相場がPPPに従って決定され、価格競争力には変化がなくても、わが国輸出の全体としての伸びが海外諸国のわが国への輸出(=わが国の輸入)を上回ることとなる。従って、そうした場合に総合的な競争力を均衡させるためには、為替相場がPPPを上回って上昇する必要がある。

(第3表)

## 部門別資金過不足、家計貯蓄率、民間設備投資比率の推移

(％、部門別資金過不足は対名目GNP比率)

	法人企業	金融法人を 除く	公 共	個 人	海 外	家計貯蓄 家計可処分 所得	実質民間設 備投資 実質GNP
昭和45年	△ 6.1	△ 6.9	△ 0.9	7.9	△ 1.0	18.2	19.6
46	△ 5.1	△ 6.2	△ 1.9	9.4	△ 2.5	17.9	18.3
47	△ 6.7	△ 8.0	△ 2.7	11.6	△ 2.2	18.2	17.3
48	△ 6.2	△ 7.6	△ 2.8	8.9	0.0	20.9	18.5
49	△ 7.6	△ 8.6	△ 3.8	10.3	1.0	23.7	17.7
50	△ 3.5	△ 4.2	△ 7.2	10.6	0.1	22.1	16.4
51	△ 3.3	△ 4.0	△ 7.5	11.5	△ 0.7	22.4	15.7
52	△ 2.3	△ 2.6	△ 7.3	11.2	△ 1.5	21.0	15.2
53	△ 0.2	△ 1.0	△ 9.2	11.1	△ 1.7	20.6	15.5
54	△ 2.1	△ 3.1	△ 8.0	9.2	0.9	18.7	16.4
55	△ 2.6	△ 3.5	△ 6.8	8.3	1.1	19.2	16.9
56	△ 3.2	△ 3.1	△ 7.5	11.2	△ 0.5	19.7	17.2
57	△ 3.2	△ 3.9	△ 7.1	11.0	△ 0.7	17.5	17.2
58	△ 1.9	△ 3.8	△ 6.9	10.6	△ 1.8	17.3	17.2
59	△ 0.8	△ 2.1	△ 5.9	9.5	△ 2.9	n.a.	18.1

(注) 公共部門には、中央政府のほか地方公共団体、公社公団、公的金融機関等を含む。

個人部門には、個人企業、非営利法人を含む。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、経済企画庁「国民経済計算」

府部門を含む)の差に等しい。この点をとらえて最近、対外不均衡は、一国の貯蓄、投資がバランスを失っていることの結果であり、不均衡是正のためにはそのバランスを改善する必要がある<sup>(注4)</sup>との主張がなされることがある。こうした主張の妥当性を吟味するにあたり、まず、わが国の対外不均衡が拡大を続けた56年度以降における部門別貯蓄・投資バランス(資金過不足)の推移を概観すると(第3表)、公共部門(中央政府のほか、地方公共団体、公営企業等)の資金不足(投資超過)幅は、55年度に始められた財政再建努力を反映して縮小傾向をたどる一方、民間(個人部門プラス企業部門)の資金余剰(貯蓄超過)幅はやや拡大する方向にあり、さらに後者は、個人部門の資金余剰幅が年による振れを伴いつつもならしてみておおむね横ばいで推移したのに対し、企業部門の資金不足幅が縮小傾向を示したことによるものであることが読みとれる。少なくともここから明らかなことは、事後的な関係として、個人部門の貯蓄超過幅の拡大が最近における対外不均

(注4) 例えば、本年2月に発表された米国大統領経済諮問委員会の年次報告は、「一国の経常収支は、基本的に、国内部門(政府を含む)の投資・貯蓄行動の海外部門のそれとの差によって決まる」とした後、「(市場開放等が)経常収支に根本的な影響を与えるのは、貯蓄ないし投資に影響の及ぶ程度においてであるに過ぎない」(P127)としている。

衡の拡大に対応しているわけではないということである。ちなみに、G N P ベースで、家計の貯蓄性向をみても、第1次石油危機直後に急上昇をみたのち趨勢的に低下、最近の水準は過去10年間の最低となっていることがわかる。また、企業部門の資金不足幅は最近縮小しており、従って投資が収益(企業貯蓄)に比べて低位にあることは事実であるが、投資の水準自体は高い。すなわち、実質ベースでの設備投資の対G N P 比率はこのところ上昇して、59年には過去10年の最高となっており(この点是在庫投資を含めても同様)、40年代の高度成長期を凌駕するか、さほど遜色のない水準にある。これに対し、名目ベースでの企業投資の対G N P 比率は趨勢的低下を示している。両者の差は、もちろん、設備投資デフレータの上昇率が相対的に緩やかであったことによるものであるが、生産活動とのかかわりという投資本来の機能に即して投資水準を判断するにあたっては、実質ベースでみることが適当であろう。このようにみると、企業の設備投資不足を対外不均衡の原因とみなすことにもやや無理があると考えられる。

しかし、この間にあって対外不均衡が拡大を続けたことは事実であり、また、それには、上記のように、公共部門の投資超過幅縮小と民間貯蓄超過の拡大が対応していたわけであるから、やはり国内経済全体としての過剰貯蓄あるいは投資不足が対外不均衡拡大の原因であるとの主張が成立つようにみえる。さらに、経常収支不均衡が是正された場合には、事後的にみた国内の貯蓄・投資ギャップもまた縮小していることは当然である。ただ、そうであるからといって、貯蓄に制限を加えたり、民間投資を促進し、あるいは公共部門による追加投資を行えば、その分だけ対外不均衡が是正されるということには必ずしもならない。各部門の貯蓄・投資バランスは、所得や消費、投資といった変数が、金利、為替レートや海外景気、さらには輸出入の弾性値等に依存しつつ、相互に影響を及ぼし合いながら決定される過程を通じて事後的に成立する関係であって、たとえば上記のような政策の効果が、他の変数に影響を与えることなしに、そのまま経常収支尻の変化に現われるものではないからである。こうした相互依存・同時決定の関係をやや図式的に例示したものが第4表である。たとえば、現在推進されている財政再建努力が経常黒字削減という政策目標に対し、短期的には何がしかトレードオフの関係にあることは否定できない(財政再建努力の緩和は、なにほどこか経常黒字削減効果をもつ可能性が高い)。しかし、その波及過程は所得、金利や為替相場への影響、民間投資の反応等に依存しており、両者の関係は一對一の対応関係にはほど遠い。国債増発により公共事業を追加した場合、乗数効果を含めた総需

〔第4表〕

政策、構造変化の経常収支に与える影響

○国内貯蓄と投資、財政および経常収支の間には、以下の恒等式が成立。

$$S - I - (G - T) = X - M$$

○政策等外生的な条件や経済構造の変化等が左辺各項目および  $X - M$  に与える影響を整理すれば以下のとおり(不完全雇用を前提)。

	S (民間貯蓄)	I (民間投資)	G - T (政府支出 - 税収)	X - M (輸出 - 輸入)	備 考
1. 公共投資追加 (国債増発)	↗ 所得増	↗ 所得増の 一方金利 上昇	↗ 税収増 < 支出増	↘ M 増加	マネーサプライ 一定とすれば、 金利、為替小幅 上昇
2. 所得税減税 (国債増発)	↗ (ただし、 1. > 2.)	↗ "	↗ 減税額 > 増収額	↘ "	"
3. 投資減税 (国債増発)	↗ "	↗ 減税効果	↗ "	↘ "	"
4. 為替レート 大幅円高 (外生的理由 による)	↘ X 減によ る所得減	↘ 所得減 (ただし 合理化投 資増)	↗ 税収減	↘ X 大幅減 M 小幅増	
5. 輸出競争力 強化 (為替レートが 相殺せず)	↗ 所得増	↗ 所得増	↘ 税収増	↗ X 大幅増 M 小幅増	海外環境は所与。 3.が5.をもたら す可能性
6. 貯蓄課税強化 による貯蓄性 向の引下げ	↘ 所得増効 果 > 貯蓄 性向低下 効果	↗ 所得増	↘ 税収増	↘ M 増加	利子課税による 可処分所得の減 少は、所得減税 により相殺

(白抜き矢印は、効果大、シャドー付き矢印は効果小)

要拡大効果により貯蓄も結果として増大し、経常黒字縮小幅はおそらく当初の財政追加支出額を相当下回るであろうと考えられることがその一例である(2. (1)参照)。従って国内民間部門の貯蓄超過額を所与であるかのようにとらえ、これが財政赤字(公共部門投資超過)と経常黒字(海外部門投資超過)との間で割り振られるとするような考え方が正しくないことはいうまでもない。あるいは、貯蓄課税強化により貯蓄の政策的抑制を図るケースについてみよう。この結果、仮に貯蓄性向の引下げを実現しえたとしても、それによってかえって総貯蓄が増加するメカニズムも存在する(消費の増加→総所得の増加→総貯蓄の増加)。もしこうしたメカニズムが強く働けば、少なくとも短期的には総貯蓄がかえって増大する可能性が高く、投資がこれを上回って増加するとしても、ネットでの経常収支是正効果は限られたものにとどまろう。

さらに、第4表には明示されていないが、部門間の貯蓄・投資バランスについ

ては相互に長期的に影響を及ぼしあう面を無視できない。たとえば、財政赤字拡大が、将来の課税強化の予想を通じ民間の貯蓄性向を高めてしまう可能性がある（この場合には、民間貯蓄が政府貯蓄を代替することとなり、ネットの国内貯蓄・投資バランスは不変にとどまる）ことは繰返し指摘されて来たところであるし、また輸出産業における設備投資がやがて競争力強化を通じ対外黒字を増幅する効果をもったことは上述のとおりである。

それでは、(1)でみたわが国の「黒字を生じやすい」貿易構造は、貯蓄・投資バランスの上からはどう理解すべきであろうか。この点を考える上で重要なのは、マクロの総貯蓄は基本的に総所得の大きさから決定される点である。また、その場合、総所得の大きさは、所与の海外環境や為替レートの下で、輸出入の所得・価格弾性値に大きく依存する。具体的には、(1)でみた構造変化、すなわち、輸出入の所得弾性値の乖離が拡大している状況下では、世界経済の拡大→輸出増→所得増→貯蓄増のメカニズムが強く働き、結果として貯蓄超過が招来される。もちろんこの過程で輸入も増加し、所得循環からのリークとなるが、輸入の所得弾性値は相対的に小さいため、その程度は小さく、結局所得、従って総貯蓄も大きく増加する。また、この場合、所得の増加（景気の上昇）を眺めて企業の設備投資も活発化しようが、それが更に所得および貯蓄増大効果をもつため、結局、総貯蓄の伸びが投資の伸びを上回ることとなる。いうまでもなく、このプロセスにあっては、為替レートの如何が決定的に重要な意味をもつが、これが、経常収支均衡の観点からは円安に過ぎる水準で推移してきたため、こうしたメカニズムを通ずる貯蓄増大をチェックする役割を果たして来なかった。現在の黒字＝貯蓄超過は、こうしたメカニズムによることが大きかったとみるべきであろう。

ところで、為替相場の円安基調は、このような貯蓄・投資バランスとの関連ではどのように理解されるべきであろうか。一部では、わが国の貯蓄超過が金利低下圧力として作用し、これが資本流出を通じて円安の主因をなしたとの見方もとられている。このような考え方での「貯蓄超過」は、事後的に統計上観察されるものではなく、事前的な貯蓄超過でなければならないことは明らかである。ここ数年の間に著しい資本流出を誘発するほどの事前貯蓄超過の拡大がみられたか否かの検証は困難であるが、この間にあって、わが国の長期金利が米国金利からかなり強い制約を受けて来てはいてもその逆ではなかったこと、また、むしろ米国において事後的な貯蓄・投資バランスの大きなフレがあったこと等を勘案すると、金利に大きく影響するような事前貯蓄・投資バランスのシフトがあった

とすれば、それはわが国ではなく米国において生じていた可能性が高いように思われる。ここではむしろ、中長期的には、貯蓄超過と円安は併存し難い面のあることを指摘しておこう。すなわち、個人であれ、企業であれ、貯蓄超過は当然金融資産の保有増加をもたらすが、わが国全体としての貯蓄超過の場合には常に居住者保有アンカバー外貨建資産の増加につながらざるを得ない(もしくは外国のアンカバー邦貨建負債増加であるが、これは無視しうる程度である)。これは、個々の取引者はヘッジないし先物カバーをとるにせよ、そうした取引には相手方がいる以上、全体としてはアンカバーの債権増加にならざるを得ないためである。経常収支が必ず何らかの形で資本輸出に見合っているという周知の事実はまさにこのことを指している。

問題は、こうした状況が中長期的に持続し得る条件の如何である。ここで重要なことは、人々が為替リスクに無関心であるとか、そもそも為替リスク自体がほとんど存在しないといった極端な仮定を置かない限り、每期発生する国内貯蓄超過が市場メカニズムを通じて外貨建資産の保有増(資本流出)に結びつくためには、外貨建資産の魅力が増していく必要があるという点である。そのためには、米国金利が長期的に上昇を続けるのでなければドル先高観(円先安観)の生じる必要があり、他の条件が不変であれば、それはドルの直物レートが十分下落し、底値感が生じて初めて達成される。経常収支不均衡は事後的には常にファイナンスされるが、その過程ではこうした直物為替レートの調整が必要なのである。経常収支の黒字が基本的に円高要因であるのはまさにこのためであり、それを裏側から貯蓄超過としてとらえても結論は変わらない。

## 2. 不均衡是正のための政策対応

### (1) 内需拡大策について

#### (基本的な考え方)

わが国の対外不均衡は、1.(1)でみたような貿易構造の変化を背景としており、その是正は容易ではない。そしてその是正のための政策選択に際しては、①現在の不均衡の原因に即応した政策手段を用いること、および②採るべき政策の中長期的にみたメリット、デメリットを十分に比較考量すること、が肝要である。このような観点から、まず金融財政政策による内需拡大策を考えてみると、現在の不均衡はわが国総需要の大幅な不足に基づくものとは考え難いという点が強調されなければならない。わが国の潜在成長力の如何については、議論の余地がある

うが、最近における企業収益や労働市場の状況からみて、昨年度来のわが国経済に大幅なデフレ・ギャップが存在すると考えることは非現実的であろう。また、59年度中、わが国経済の拡大テンポが加速し、第1次石油危機以後最も高い実質成長率を実現する下で対外不均衡が急拡大を示した事実が、現在の不均衡を総需要不足と結びつけることの無理を物語っているといえる。従って問題は、総需要の中での需要の構成、すなわち国内需要と外需（GNPベースでは経常海外余剰）とのバランスにあると考えるべきであろう。たしかに59年度について、GNP成長率に対する寄与度という観点から前年度と比較すると、国内需要の寄与度が上昇する一方で、外需の寄与度が低下し、より内需にウエイトを移したかたちでの成長を実現し得た。しかし、外需の伸びが引続き高かったため総需要に占める外需のウエイトも引続き上昇しており、これがGNP上からみた対外不均衡拡大の意味である。

こうした状況にあって政策対応上必要とされているのは、総需要の拡大(expenditure increasing)ではなく、直接的に総需要の内外需への振分けをスイッチする(expenditure switching)ことであろう。全体としての総需要拡大を図る政策も、不均衡是正効果をもつことは確かである。しかし、その効果は間接的、迂遠なものにとどまり(政策発動→総需要拡大→総需要の一部としての輸入増加と輸出プレッシャーの低下)、いわば政策としての「効率」が劣るため、総需要の拡大ではなく転換が必要とされる局面にあっては是正策の主役とはなり難いと考えられる。

これに対し、為替相場の変動は、直接に総需要構成の転換効果をもつ。円高の効果とは、貿易財と国内財との相対価格をシフトさせることであり、このことを通じ、総需要構成の転換が実現されるからである。さらに円高は、後にやや詳しくみるようにわが国が中長期的にみてバランスのとれた成長を続けていくために、是非とも必要とされていることも忘れてはなるまい。

#### (内需拡大策の効果とコスト)

不均衡是正の正道が円高の調整効果に期待することにあるとしても、現実の政策面で為替相場を円高に向けて誘導する余地が限られていることも事実である。このため、効果が間接的であるにせよ、金融財政政策による内需拡大策を対外不均衡是正という目標に「割当て」との考え方もありえよう。そうした考え方の適否を検討するに当たっては、その効果とコストを十分に比較することが必要となる。

まず、金融政策について、金融の一層の緩和による総需要の拡大を検討する

と、最近の為替市場地合を前提とする限り、金利引下げは円安をもたらす可能性が強い。その場合には、金利低下の輸入増大効果が間接的であるのに対し、円安の不均衡拡大効果は直接的なだけに、ネット効果としてはむしろ不均衡が拡大する公算の方が大きく、内外金利差や為替相場動向について、よほど慎重な配慮を要すると考えるべきであろう。

一方、財政政策面において、追加的な公共投資支出等拡張的な政策を採用した場合には、それが財政節度の弛緩と解され、円の信認を揺るがす可能性は否定できないが(昭和57年には、「財政非常事態宣言」が一時的とはいえ円安を加速した)、そうした事態が回避できれば一応不均衡是正の方向には作用しえよう。ただその効果の大きさを当局計量モデルによって試算すると(＜付注2＞参照)、公共投資1兆円追加の輸入誘発効果は、年間7億ドル程度にしかないとの結果になる。そしてこの効果は、翌年も同様の上乘せを行わない限り次第に減衰し、遂には消滅してしまうものである。これは、とりもおさず、①拡張的財政政策により黒字を目立って削減しようとするれば、著しく大きな規模で持続的に行う必要があること、②その場合、たとえば65年度赤字国債脱却という財政再建の現行目標の遷延といった程度にとどまらず、事実上財政再建を放棄するに等しいこと、を意味している。

わが国の財政事情は、これまでの改革努力から幾分の改善がみられるとはいえ、なお今後に多大の努力を要する局面にあり<sup>(注5)</sup>、そうしたなかで、財政政策自体の弾力性を回復し、また将来にわたって民間部門の活力を維持していくためには、財政改革の基本路線を堅持することが求められている。こうした点から考えても、対外不均衡是正のための拡張的財政政策は、メリット、デメリットの均衡を著しく失するといわざるを得ない。

## (2) 円高の効果と円高指向の意義

### (円高の短期的な不均衡是正効果)

すでにみたように、現在の対外不均衡を是正するためには、基本的に為替相場の円高化による総需要構成のシフトが必要と考えられる。ただその場合も、少なくとも短期的には大きな不均衡是正効果を期待し難いことは認識しておく必要がある。それはまず、輸出入、とくに輸出数量に対する調整効果にはある程度期待し得るとしても、これまでの円相場が大きく円安に振れていただけに、相当大幅な円高にならないと、金額ベースでの経常収支不均衡是正効果がさほど大きくない可能性があるためである。これにはいくつかの理由がある。第一に、円高に対



応した輸出業者のドル建価格の引上げによる輸出金額上昇効果が、ドル建価格引上げに伴う数量減少効果をかかなりの程度相殺することである。この点に関しては、円高進行の初期に前者の効果が先行する一方、数量調整効果の顕現が遅れるため、かえって黒字が拡大すること(いわゆる逆Jカーブ効果)がよく知られているが、それが一巡し数量効果がフルに現われても、価格効果自体が消滅するわけ

(注5) わが国の財政の状況について最近のデータにより簡単な国際比較を行うと、まず一般政府支出の対実質GNP比率は米、英、西独を下回っており、わが国の場合一応相対的には「小さな政府」を確保しているといえるが、わが国の場合は累積財政赤字が大きいと、国債残高が急膨張しており、その対名目GNP比率は、米、西独をはるかに上回っている(英国についても追越した可能性が強い)。さらに、公共部門全体の赤字額を個人部門貯蓄超過額と対比してみても、さすがに最近の米国の水準は下回っているものの、西独よりはるかに高く、また米国で財政赤字が問題化しつつあった80年頃の水準をも上回っている。そしてこの比率が約3分の2に達していることは、わが国の家計貯蓄が大きいからといって財政再建の緊要度が低いものではないことを端的に示すものといえる。さらにわが国では人口構成の急速な高齢化から、中期的には家計貯蓄率が低下をたどる見通しであると同時に、年金会計の赤字化という重大な財政赤字拡大要因を内包していることをも十分念頭におく必要があろう。

### 主 要 国 の 財 政 バ ラ ンス

(単位・%)

	政府支出の対実質GNP比率				長期政府債務残高の 対名目GNP比率				財政赤字対個人純貯蓄			
	日	米	西独	英	日	米	西独	英	日	米	西独	英
70年度	18.1	23.1	22.6	33.5	5.7	30.3	6.4	57.0	10.4	32.8	-黒字-	-黒字-
71	19.2	22.3	22.8	33.1	6.7	30.1	6.0	54.6	21.6	65.9	-黒字-	-黒字-
72	19.5	21.3	22.6	32.9	7.9	29.4	6.5	51.6	21.4	13.7	2.1	129.9
73	18.4	20.2	22.5	32.3	8.1	28.5	6.3	45.6	27.2	8.0	-黒字-	137.8
74	18.9	20.9	23.4	33.0	8.6	26.8	6.7	44.6	48.4	17.9	15.8	101.1
75	19.3	21.5	24.4	34.4	12.3	27.3	9.4	42.0	69.5	85.6	61.7	122.3
76	18.7	20.4	23.3	33.4	16.2	28.0	10.6	43.2	66.0	74.1	46.8	119.1
77	19.6	19.7	22.8	31.5	20.5	29.1	11.8	45.9	67.1	73.7	36.6	112.3
78	20.4	19.1	22.8	30.5	25.0	29.2	13.1	44.7	83.9	53.8	40.0	89.4
79	19.5	18.8	22.8	30.2	30.5	28.2	13.9	43.8	92.0	25.9	39.5	64.7
80	18.7	19.3	22.9	30.6	34.6	27.5	15.2	45.5	83.4	46.5	44.9	54.6
81	18.6	19.0	22.9	29.9	37.5	26.9	16.9	44.1	66.5	38.9	50.9	47.5
82	18.2	19.8	22.7	29.7	41.7	28.3	18.4	43.6	65.4	67.2	46.5	72.9
83	17.7	19.0	22.2	30.0	45.8	32.1	19.6	n.a.	65.1	106.9	43.6	178.9
84	16.8*	18.4	n.a.	n.a.	47.5	33.2	n.a.	n.a.	65.9*	96.9	n.a.	n.a.

- (注) 1. 日本は年度ベース、その他の国は暦年ベース。  
 2. \*は84年4～12月。  
 3. 政府支出は、GNPベースの公的支出を指し、中央政府のほか地方政府、社会保障基金を含む。  
 4. 長期政府債務残高は、中央政府ベース(各国資料による)。  
 5. 財政赤字、個人純貯蓄は資金循環勘定による。  
 財政赤字は、公共部門の赤字を指し、公社公団を含む。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」、日本銀行「資金循環勘定」

ではないことに留意しなければならない。こうした効果出尽くしの段階にあっては、輸出の価格弾性値が1を上回る限り、輸出金額は円高進行以前の時期に比べて減少し、黒字圧縮効果をもつわけであるが、輸出金額減少効果の大きさは、価格引上げ効果が残る分だけ、数量減少効果を下回らざるを得ないのである。第二は、初期条件としての現在の不均衡がきわめて大きく、しかも拡大を続けてきたため、それを縮小するための条件もますます厳しくなっていることである。すなわち、59年度中の輸出金額は、輸入金額を約37%上回ったため、60年度中に貿易収支尻が縮小するためには、輸入の伸びが輸出の伸びを4割方上回ることが必要となっている(これに対して、59年度には、同約3割上回れば貿易収支尻が縮小した計算である)。加えて、過去の経常収支黒字の累積からネット対外資産が積上った結果、貿易外収支中の投資収益が黒字幅を逐年拡大している(56年度赤字3億ドル→57年度黒字21億ドル→58年度同34億ドル→59年度同47億ドル)ことも、輸入がよほど輸出を上回って伸びない限り、経常収支尻が縮小しない構造をもたらしめている。

もちろん、十分に大幅な円高が進行する場合には、数量調整効果が累進的に増大し、つれて金額ベースでの是正効果も顕現してこよう。これは、円相場の水準が高くなるにつれ、ドル建輸出価格引上げが次第に困難となり、また引上げた場合の需要の落込みの度合(価格弾性値)も加速的に高まる一方、輸入面でも製品輸入が急速に増加すると考えられるからである。しかし、この場合には、他方で輸出減少によるデフレインパクトが相当の大きさとなるため、輸入増大を通じる調整効果が大きく制約されることには留意しておく必要がある。すなわち、デフレインパクトが拡大すれば、依然として原燃料輸入のウエイトが高いわが国の輸入構造上、その面から輸入数量抑制効果が強く働き、ネットでの輸入増大効果に多くを期待できないからである。

このように輸出減少のデフレインパクトが大きいことは、すでにみた近年における輸出依存度の上昇の結果であるが、いずれにせよこうしたインパクトのため、円高による輸入の増加は小幅にとどまり、調整は輸出面に偏りがちになると考えられる。

#### (円高を指向することの意義)

円高を通ずる調整効果にもこうした制約を伴うことは否み難いが、それにもかかわらず、当面する重大な課題である対外不均衡是正に取り組むにあたってのマクロ経済からのアプローチとしては、やはり円高指向を基本に据えるしかないと考

えられる。まず、円高の金額ベースでの収支不均衡是正効果に限界があるとしても、数量ベースでの収支改善は、貿易相手国の産業・労働界との摩擦を鎮静する上で大きな効果をもとう。相手国の景気や雇用に影響を与えるのは、明らかに数量の増減であって、その意味で貿易摩擦の本質は数量にあるからである。また、数量ベースでの不均衡是正は、わが国の実質成長の内需依存度合いを強めることを意味するものであり、わが国経済の自律性を高めると同時に政策スタンスの対外説明を容易にする効果ももとう。

円高を指向することの第二の意義は、それがわが国が中長期的に、より内外バランスのとれた成長を続けうる体質に転換していく上で、不可欠の要素だからである。すなわち、円高には、短期的に輸出を抑制し輸入を促進する効果のほか、内需向け経済活動の外需向け経済活動に対する相対的な収益性を高める作用をもつので、円高が持続する場合には資源が国内分野向けに吸引され、長期的に輸出依存度が低下していく効果があると考えられる。あるいは外需向けの設備投資についても、より多くが海外生産拠点への直接投資の形をとることとなり、長期的にみたわが国の黒字削減に寄与しよう。もとより、転換期において、若干なりとも成長率が鈍化する可能性は否定できないが、このように資源をより国内分野向けにシフトするとともに、国際分業体制を一層推進することは、わが国にとり不可避の命題となっており、またわが国企業、労働部門の高い適応力からみて、決して不可能なことではないと考えられる。このような転換が円滑に行われるためにも、円相場の円高方向での安定が強く望まれる。さらに、円高効果を通じて対外不均衡是正を図る場合に予想されるデフレインパクトは、円高に固有のものではなく、どのような手段によるにせよ、現在のわが国経済構造を前提とすれば、対外黒字を圧縮するときにはある程度避け難いものであることが想起されるべきである。このように考えると、対外不均衡是正という政策目標と、成長という政策目標が「トレードオフ」の関係にあると認識され、後者を優先すべきだとの考え方が生じる可能性もあろう。しかし、現在のわが国の黒字を巡る貿易摩擦問題は、すでに自由貿易体制そのものを脅かしているものであり、従ってこの二つの政策目標は、実際には「トレードオフ」関係にあるのではなく、前者の達成こそが後者の持続性を確保するための大前提となっていることを忘れてはならない。

以上みてきたように、現在の対外収支不均衡はきわめて根の深いものであり、少なくとも金額ベースでこれを大幅に削減できるような現実的な即効薬は見出し難く、市場開放等ミクロ的な措置も幅広く積重ねていく必要があることはいうま

でもない。ただ、現在の不均衡の基本的な性格からみても、また数量ベース収支に与える効果から考えても、さらには中長期的なわが国貿易構造転換の必要性からしても、やはり円高の実現こそが対策の基本といわざるを得ない。マクロ面での政策運営に際しては、ごく最近為替市場でみられる円安是正の動きが持続的な円高実現につながっていくよう、良好な経済パフォーマンスの維持に努めるとともに、引続き為替相場に対して十分な配慮を払っていく必要がある。

---

(付注1) わが国実質G N Pが56～59年度にかけて毎年度5%成長を達成するよう各年度の名目公共投資額(G N Pベース)に実績比それぞれ2.6兆円、2.0兆円、4.3兆円、4.4兆円(累計13.3兆円)上乘せし、かつ内生変数である為替相場が変動しないよう、実績値で外生扱いとして試算した(米国およびOECD諸国の成長率は外生変数)。

(付注2) 平年度ベースでの効果を見るため、年率1兆円の名目公共投資額(G N Pベース)を6四半期続けた場合の最終4四半期における輸入増加額を計算した。