

みずほマーケット・トピック(2014 年 3 月 11 日)

今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～

巷では依然として「経常黒字は稼ぐ力」という発想が用いられがちだが、これは誤解である。統計の作りからも明らかなように、経常収支は一国経済の稼ぐ力について優劣を示すものではなく、あくまで経済取引の結果として生まれる資金過不足に過ぎない。より分かり易く言えば、経常黒字は利益ではないし、経常赤字は損失でもない。重要なことは黒字・赤字という結果そのものよりも、その結果に至る過程である。財政赤字との絡みにおいても、「経常黒字があるから財政赤字でも安心」なのではなく、「経常黒字になるほど民間部門が消費・投資しないため、仕方なく政府部門が財政赤字を出して支えている」というのが適切な認識だろう。財政赤字を出すために経常収支を黒字にしておかなければならないという発想は本末転倒である。

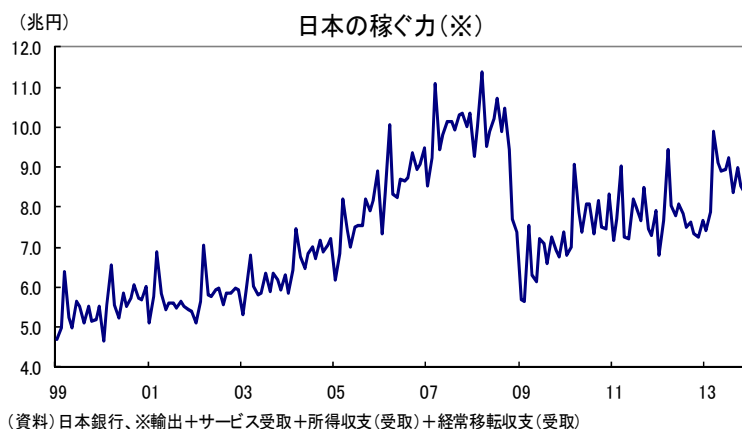
～経常収支は「稼ぐ力」ではない～

昨日の本欄では本邦経常収支が年度ベースで赤字転化する可能性に言及したが、そもそも赤字自体が悪という考え方は誤解がある。先週 3 日(月)には、甘利経済再生相が「(経常赤字とは)国内財政資金を海外に依存しなければならないということ」、「経常収支は黒字であることがいいことに間違いはない(共に 3 日、ブルームバーグ)」と述べているが、こうした理解が支配的になりがちなのは「経常黒字は稼ぐ力」という発想に由来していると思われる。過去の本欄でも議論したことがあるが、経常収支は一国経済の稼ぐ力について優劣を示すものではなく、あくまで国内外の経済主体が行った経済取引の結果として生まれる資金過不足に過ぎない。資金過不足それ自体に良いも悪いもない。より分かり易く言えば、経常黒字は利益ではないし、経常赤字は損失でもない。後述するように黒字・赤字という結果そのものよりも、その結果に至る過程が重要である。

例えば、企業が銀行借入れを元に設備投資をしたり、家計がローンを組んで住宅購入(投資)をしたりすれば貯蓄不足に陥る(経常収支的には赤字である)。一方で、不景気で企業や家計が消費・投資行動を控え、貯蓄を積み上げれば貯蓄過剰になる(経常収支的には黒字である)。企業は利益最大化を、家計は効用最大化を追求する過程で消費・投資を増減させるのであって、経常収支はその時々における資源配分の結果ということになる。その意味で、黒字や赤字の数字だけを見て、その善し悪しを議論するのは表層的の誹りを免れないだろう。

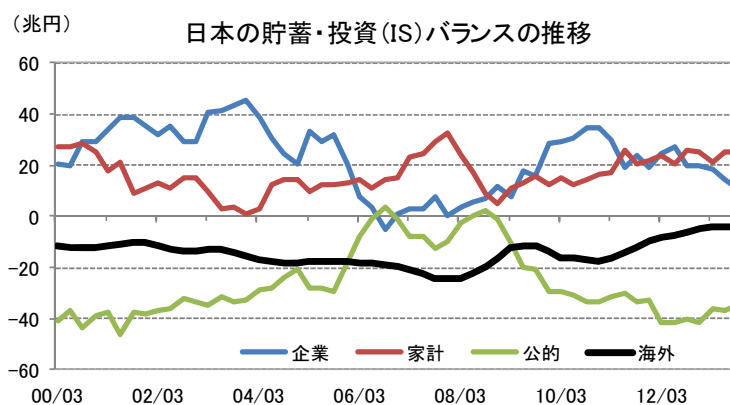
経常収支について日米は対照的な歴史を歩んできた。米国は長らく経常赤字だが、それは個々の経済主体が最適な経済活動を営んだ結果であって、現に世界経済の牽引役を担ってきた(行き過ぎてバブルを生成し、破裂に至ったという面はあるにせよ)。米国の需要があるからこそ、成り立っている経済は少なくないはずである。片や、日本は長年に亘って巨額の経常黒字を常に積み上げてきた。だが、その間の経済状態はデフレであり、「失われた 10 年(ないし 20 年)」といった散々なネーミングが与えられてきた。この日米の比較は経常収支に関し、「黒字＝良いこと、赤字＝悪いこと」という発想が誤りであることをクリアに示しているだろう。

なお、どうしても「稼ぐ力」という意味で経常収支を利用したい場合、それを構成する受取部分、具体的には輸出に加え、サービス収支や所得収支（2014 年以降は第一次所得収支）、経常移転収支（2014 年以降は第二次所得収支）の受取部分を合計することでそのイメージを求めることができるかもしれない。だが、こうした定義で示す「稼ぐ力」は必ずしも衰えているわけではなく(図)、やはり経常赤字の背景はもっと別の切り口が必要なことを思わせる。



～経常黒字はデフレマインドの結果～

知られている通り、経常収支に関しては、「家計部門の貯蓄過不足+企業部門の貯蓄過不足+政府部門の貯蓄過不足=海外部門の貯蓄過不足(経常収支)」の関係が成り立つ。日本の場合、家計と企業がひたすら消費・投資を抑制し、その結果で過剰になった貯蓄を政府部門ないし海外部門が借り入れて消費・投資することでバランスしてきた経緯がある(図)。それは結局、少子高齢化の人口動態の下、期待成



長率が下方向に沈み、家計も企業もひたすら貯蓄を積み上げたことの結果である。言い方を変えれば、民間部門にデフレマインドが染み込んだ結果と言っても良い。よりラフに言えば「お金を使っても儲かる(or 効用が得られる)機会がないので、使わないで放置しておいた」結果が莫大な経常黒字であって、それ自体は何ら喜ばしいものではない。なお、民間部門が貯蓄していたからこそ政府部門が低コストで財政出動できるようになり、景気の底抜けを回避できたという主張もありそうだが、そもそも民間部門が貯蓄過剰だからデフレになったのである。民間部門の消費・投資意欲が旺盛ならば元より政府部門に依存する必要はなかったと思われる。

～政府部門主導の赤字ならば問題～

要するに、経常収支に関しては、黒字にしても、赤字にしても、そこに至った過程が重要ということである。赤字になっていたとしても、それが家計や企業といった民間部門の活発な経済活動の結果であれば必ずしも悲観視することはない。黒字になっていたとしても、それが委縮した民間部門の経済活動の結果であれば悲観される筋合いにある。経常収支の動きを規定する貿易収支1つを取って見ても、本来は輸出と輸入が両建てで増加し続けるのが最も望ましい。各国が得意とする

財・サービスを安価で他国に供給し合うことで効用を高め合うのが貿易活動であり、結果として出てくる収支尻は文字通り、結果でしかない。貿易とは分業の利益を分かち合うことにメリットがある。

前頁図で示されるように、ごく最近の経常黒字の減少(海外部門の貯蓄不足縮小)は企業部門における消費・投資の加速が主導している面もあって、これが持続するのならば望ましいと言える。だが、2008年の金融危機からの基調で言えば、民間部門全体の貯蓄過剰がさほど変わらない一方で、政府部門の貯蓄不足が拡大していることで経常黒字が漸減している。今後、民間部門の消費・投資が失速し、再び政府部門の貯蓄不足主導で経常収支が赤字化した場合(要するに双子の赤字が定着した場合)、経常赤字は望ましくない兆候として捉えるべきだろう。通常、そのような状態が続いた場合はソルベンシー(債務返済能力)への疑義から資本流入が滞り、国内資産(株価や債券等)の価格が下落し、通貨安も進むことで資本流入がようやく確保される。要するにトリプル安になることでしか政府債務がファイナンスできないという状態であり、そのような局面は一般的には債務危機と呼ばれる。

～財政赤字のために経常黒字があるわけではない～

冒頭の甘利経済再生相の発言に代表されるように、「経常赤字になったら大変なことが起きる」という認識は暗黙の内にそうした債務危機的な展開を憂慮したものと考えられる。だが、そのような認識に立った場合、「債務危機を回避するために経常黒字を確保すべき」というロジックに至り易いことには注意が必要である。実際、甘利経済再生相の「(経常赤字とは)国内財政資金を海外に依存しなくてはならないということ」という発言の裏にはそのような思いが感じられる。だが、財政赤字を出すために経常収支を黒字にしておかなければならないという発想は本末転倒である。

これまでの議論を踏まえれば、「経常黒字を維持するためにはデフレマインドを放置して、民間部門の消費・投資活動が抑制された状態にしておけば良い」という話になる。そのような状態が好ましくないことは説明を要しないだろう。「経常黒字があるから財政赤字でも安心」という発想ではなく、「経常黒字になるほど民間部門が消費・投資しないため、仕方なく政府部門が財政赤字を出して支えざるを得なくなっている」という発想で経常収支を捉えるのが適切かと思われる。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～GPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見直し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見直しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「横かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)