



RIETI Policy Discussion Paper Series 13-P-009

グローバル・インバランスとわが国企業部門の動向 —貯蓄投資差額等に基づく俯瞰

後藤 康雄
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

2013年5月

グローバル・インバランスとわが国企業部門の動向 －貯蓄投資差額等に基づく俯瞰

後藤 康雄（経済産業研究所）

要 旨

2008年のリーマンショックを契機に世界経済は大きく落ち込み、その後も混乱が続いている。本稿は、グローバルな貿易・資金フロー等をやや長い目で俯瞰し、わが国および企業部門がどのような状況にあったかを、金融経済危機との関連を念頭に置きつつ、振り返って整理するものである。

今回の危機を説明する代表的な仮説として、中国などの過剰な貯蓄が原因とする「グローバル・インバランス（GI）」仮説と、米国などの過度な金融緩和を主因とみる「過剰流動性（EL）」仮説があるが、これらに基づいて世界的な状況を整理すると、わが国は危機を促す側ではなく巻き込まれる側であった可能性が高いように窺われる。企業部門の動向をみても、輸出依存度の上昇は輸出ドライブの強化というより実効為替レートの減価を背景としており、IS バランスについても過剰貯蓄というよりバブルの反動による投資減退の影響が大きく、わが国がGI仮説に沿った動きをしたとはいいいにくい。

ただし、両仮説のメカニズムは事象として重なる部分が大きく、慎重な見極めが必要である。わが国としては、中立的な立場から事態の正しい把握に努め、あるべき施策への積極的な発信に努めていくべきである。

キーワード：グローバル・インバランス、貯蓄投資差額、資金過不足、輸出依存度、過剰流動性

JEL classification: F32、F65、L16

RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパーは、RIETI の研究に関連して作成され、政策をめぐる議論にタイムリーに貢献することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

本稿は、作成にあたり科学研究費（基盤研究C：22530257）の補助を受けた。池尾和人慶応義塾大学教授、翁邦雄京都大学教授、高田創みずほ総合研究所調査本部長、小黒一正一橋大学准教授、経済産業研究所の中島真志理事長、藤田昌久所長、森川正之副所長、植村修一上席研究員らからは多くの有益なコメントを頂いた。記して感謝したい。ただし、言うまでもなくあり得べき誤りはすべて筆者に属する。本稿の意見は筆者個人のものであり、三菱総合研究所、経済産業研究所のものではない。

はじめに

2008年のリーマンショックを契機に世界経済は大きく落ち込み、それ以降も欧州で深刻な債務危機が発生するなど、混乱が続いている。本稿は、リーマンショックを含む期間の状況についてグローバルな貿易フロー、資金フローなどをやや長い目で俯瞰し、その中におけるわが国およびわが国の企業部門がどのような状況にあったかを、グローバルな金融経済危機との関連を念頭に置きながら、振り返って整理するものである。

今回のグローバル金融危機のメカニズムを考える際の焦点の一つが、経常収支の不均衡（グローバル・インバランス）だが、90年代以降のわが国の経常収支およびその裏側にある貯蓄投資バランスのトレンドをもっとも大きく左右したのは企業部門であった。わが国の企業部門は、1985年のプラザ合意、その後のバブル発生と崩壊といった、激的な経済環境の変化にさらされてきた。リーマンショックを含む期間の世界経済におけるわが国企業部門の動向も、こうした長期的な経緯を抜きに考えることはできない。

本稿のひとつの問題意識は、今回のグローバル金融危機において、わが国は積極的にそれを促す側にあったのか、むしろ受動的に巻き込まれる側にあったのか、という点にある。これを、有力とされる仮説に基づく海外のデータの概観によって考察し、さらにわが国サイド、特に企業部門の状況やデータを詳しくみることによって補強する。今次金融危機を考える際のポイントの一つがグローバル・インバランスだが、企業部門は輸出の主役であること、また概念的に経常収支と一致する貯蓄投資バランスの大きなトレンドの変化を90年代以降みせてきたこと、が企業部門に焦点を当てる理由である。

以下、第1節では貿易、資本の両側面から、米国を中心とするグローバルな経済取引の動向を長期的な視点から概観する。特に、世界経済全体のなかで、わが国がどのような位置づけにあったのかについて確認する。第2節では、米国を基点とする近年の金融経済危機の背景についての見方を、グローバル・インバランスなどの概念をまじえつつ展望する。続く第3節では、第2節までの整理を念頭におきつつ、日本経済の長期的なトレンドの鍵を握る企業部門について、対外収支（経常収支）、貯蓄投資差額（IS バランス）、の各側面からチェックする。最終節は、全体のまとめである。

1. 貿易・資本フローからみた概観

まず本節では、世界的な貿易、資本の流れを、金融危機の震源ともいえる米国との取引を中心に時系列的に概観し、そこにおけるわが国の位置づけを確認する。エリアとしては、米国、日本、欧州、アジア・大洋州、ラテンアメリカの5ヶ国・地域を考え、期間は80年代、90年代、2001～2007年（リーマンショック前）、2008～2011年（リーマンショック以降）の4つの期間を捉える。

（1）貿易フロー

グローバル化の進展を背景に、長期的なトレンドとして世界的に貿易取引は拡大の方向にあったが、特に 2000 年代入り後、リーマンショック前までその傾向が加速した。対米貿易は、各地域とも拡大傾向をたどっていたが、とりわけアジア・大洋州がグロス、ネットとも著増していた点が目立っている。

アジア・大洋州の対米輸出は、90 年代には 80 年代の約 5 倍、リーマンショック前は前期に比べ約 3 倍に増大した。この結果、リーマンショック前の対米輸出額は年平均 3,249 億ドルにのぼっていた。輸出に比べ、米国からの輸入はそれほど伸びなかったため、純輸出も 90 年代、リーマンショック前にそれぞれ約 8 倍、約 3 倍と急増し、リーマンショック前のネット対米輸出は年平均 2,500 億ドル近くに達した。

欧州の対米輸出も高い伸びを示していた。グロスベースでは、90 年代、リーマンショック前に、前期に比べ約 2 倍ずつの規模となり、ネット対米輸出もそれぞれの期間で前期の約 2 倍、約 5 倍の水準に達した。この結果、リーマンショック前の年平均のグロス、ネットの各輸出は、約 3,000 億ドル、1,091 億ドルとなった。

こうしたなか、80 年代に貿易摩擦問題に悩まされた日本は、その後も増加傾向をたどっており、80 年代からリーマンショック前にかけて、グロス、ネットのいずれも約 2 倍に増加している（この結果、リーマンショック前の年平均の金額はグロスで 1,361 億ドル、ネットで約 800 億ドル）¹。しかしながら、世界全体のなかでの存在感は相対的に希薄になっており、グローバル・インバランスの主役とは言えない。

<図表 米国を中心にみた世界の貿易フロー>

(2) 資本フロー

国際的な資本フローも貿易と同様に、時系列的にみて拡大傾向をたどってきた。特に対米取引については、アジアと欧州のプレゼンスの拡大が目立ち、貿易フローと似た状況が観察される。ただし、ここで特徴的なのは、欧州がグロスで両建ての急膨張をみせていたことである。この間、ネット、グロスとも拡大したアジア、欧州やアジアに比べればかなりマイルドな拡大に止まった日本、というのが全体の概観である。

欧州では、80 年代からリーマンショック前にかけて、ネット・ベースの対米資本フローが約 3 倍に増加しているが、それにも増して目立つのは両建てでのグロスの取引拡大である。80 年代には年平均で 652 億ドルだった米国向け資金流出額は、リーマンショック前には 5,344 億ドルと、8 倍以上の規模に達している。米国からの資金流入額も、同期間に約 14 倍に増加し、この結果、米国向けのネット流出額は約 3 倍に増加した（344→1,029 億ドル）。

この間、アジアもグロス、ネットのいずれのベースでも急増したが、欧州に比べるとグ

¹ わが国については、中国を含むアジア諸国経由で米国に輸出された部分も相当大きいと考えられる

ロスよりもネットでみた対米資金流出額の拡大が特徴的である。80年代には年平均で43億ドルに過ぎなかったネット流出額はリーマンショック前には41倍の1,771億ドルに急増した。これは同時期の欧州の額をも大きく上回るものである。こうしたなか、貿易取引と同様に、日本はグロス、ネットとも増加はしているが、アジアや欧州の影に隠れてプレゼンスは目立たなくなっている。ここでも、わが国はグローバルな取引拡大のメインプレイヤーとは到底言い難い。

<図表 米国を中心にみた世界の資本フロー>

2. 金融危機の背景についての見方

(1) 実物面、金融面からのアプローチ

以上みてきたように、リーマンショック前まで、資金フロー、貿易フローのいずれについても、国・地域を問わず米国との取引は急激に拡大していた。事後的にみれば、リーマンショックを契機に、こうしたカネとモノの流れの巻き返しが生じ、世界経済の萎縮が進んだわけである。

こうした事態を招いた米国発金融危機（遑って米国バブル）の原因については、大きく分けて、(i) 実物面のグローバル・インバランス（global imbalance、以下 GI）が主因とする見方と、(ii) 金融面の過剰流動性（excess liquidity、以下 EL）が中心的役割を果たした、とする見方とがある。前者の GI 仮説は、中国など経常黒字国の資金が米国市場に流入したことが金融危機の原因とする見方であり、Bernanke (2005)、Dooley、Falkerts-Landau and Garber (2003) などがその代表である。金融危機をめぐる議論なので、最終的には資本フローの動向に帰着するのだが、実物面を背景とした「ネット」資本フローとしての経常収支が重要な役割を果たしたとみる。

これに対し EL 仮説は、米国を中心とする世界的な金融緩和が過剰流動性を生み、バブルを惹起した、とみるもので、Taylor (2008) や Eichengreen (2009)、Borio and Disyatat (2011) などがその代表である。これらは、いわばグロスとしての資本フローの重要性を強調するものである。以下、GI 仮説と EL 仮説について、実際のデータをまじえながらやや詳しくみていく。

(2) グローバル・インバランス (GI) 仮説

Bernanke (2005) らは、中国などのグローバル規模の「過剰貯蓄 (Global Saving Glut)」(あるいは貯蓄に対する相対的な投資の不足) がそれらの国々の巨額の経常黒字を生んで米国への資金流入の源となり、ひいては金融危機の土壌を形成したと考える。確かに、世界規模で生じた現象を振り返れば、中国の貯蓄超過と米国の貯蓄不足に象徴されるようなグローバル・インバランスが拡大してきたには事実である。そして、中国の影で目立たな

かった面もあるが、その流れに沿った形で日本やドイツも経常黒字は拡大基調にあった。因果関係はともかく、結果的にわが国も経常黒字を拡大させ、対米資本フローを増加させた側のグループに属している²。

もっとも、すべての国々が経常黒字を拡大させたわけではない。先進国では、イギリスは米国ほどではないものの経常赤字を増やしていたし、新興国でもインドは2000年代前半を除いて経常赤字の傾向が続いていた。このように国ごとにみれば状況は区々であるが、全体の構図としては、圧倒的な経常赤字につながる実需を生んできた米国と、それに対する供給を急速に増やした中国、およびそうした流れと同一の方向で経常黒字を拡大させた日本やドイツ、とまとめることができよう。

<図表 主要国の経常収支の推移>

なお本稿では深く立ち入らないが、GI仮説には、グローバル・インバランスの主因として過剰貯蓄を重視する上記のGlobal Saving Glut (GSG) 仮説のほか、中国を中心とする新興国の固定的な為替制度に焦点を当てた「ブレトンウッズⅡ (BWⅡ)」仮説もある (DFG (2003))。これは、中国などを“周辺国”と位置づけ、現状をかつてのブレトンウッズ体制に近い状況に見立てるものであり、管理的な為替制度の運用によって経常収支の不均衡が持続してきた、と考える。グローバル・インバランスの“主因”であるかについては慎重な議論が必要だが、確かに中国をはじめとする固定的な為替運営 (自国の為替相場を通貨安方向に誘導) が中国などから米国への資金フローの一部を説明するとみることは不自然ではない。欧州などと異なり、アジアから米国への資本フローは民間資金ではなく外貨準備が主体であるが、これは固定的な形で自国通貨安に誘導するため、自国通貨売り・ドル買いを恒常的に行ってきたことを反映している。

<図表 米国へのマネーフローの内訳：民間資金と外貨準備>

(3) 過剰流動性 (EL) 仮説

GI仮説が、実物面としての経常収支の不均衡を重視するのに対し、米国などで進められた金融緩和が世界的な過剰流動性を生み、それが金融危機の地盤を形成した、と考えるのがEL仮説である。そうした過剰流動性を米国や欧州が仲介し合い、両建てでグローバルな資金フローが拡大し、それが米国のバブル体質につながったとみる。

米国は、2001年の9.11同時多発テロ以降、2000年代は臨戦モードで意図的に金融緩和

² GI仮説は、世界的な経常収支の不均衡の原因を中国をはじめとする経常黒字国に想定しているが、当然ながら経常黒字の裏側には、米国を中心とする経常赤字国が存在する。小川 (2009) は、「経常収支の黒字国と赤字国とは、ミラーイメージ (鏡像) であり、どちらにグローバルインバランスの責任があるのかと、犯人探しをするのは無意味であるように思われる」と指摘している。

へのドライブをかけていた。イギリスなど他の国々も（わが国を含め）、総じて金融システム不安、デフレ圧力、景気停滞などを背景に 90 年代以降、長らく金融緩和を続けていた。こうしたなか、「マネー指標÷名目 GDP」として算出した各国の「マーシャルの k」は、2000 年代以降、総じてそれまでのトレンドよりもやや上ぶれ気味に推移していたように見受けられる。

<図表 各国のマーシャルの k の推移>

（4）GI 仮説と EL 仮説の関係

リーマンショック前の期間における米国との経済取引をみると、欧州を中心にグロス（およびネット）でみた資本フローが、また中国をはじめとするアジア諸国を中心に経常収支不均衡（およびその裏側にあるネット資本フロー）がそれぞれ大きなプレゼンスを占めていた。しかし、これらの個別の事実だけでは、対外収支と貯蓄投資バランス、あるいは資本フローと実体経済、といった各要素の因果関係が複雑に絡み合うなか、グローバル金融危機の主因を特定することはできない。

GSG 仮説に代表されるような GI 仮説に立てば、中国などの過剰な貯蓄がグローバル・インバランスを生じ、それによるネット資本フローが米国に流れ込み、金利低下圧力や過剰流動性を生み、ひいては住宅バブルを招いた、ということになる。一方、EL 仮説に立てば、米国自身をはじめとする国々の過度な金融緩和が金利低下や過剰流動性を促し、それが住宅バブルを生んで、結果的にグローバル・インバランスにつながった、ということになる。ここで難しいのは、いずれのシナリオにおいても、グローバル・インバランスと過剰流動性がともに登場することである。因果関係は異なるのだが、概ね同時進行であったため、いずれのシナリオが妥当なのか判別しづらい。

一つの手がかりとしては、金融市場の反応、特に為替レートと金利の動向が挙げられる（福田・松林（2013））。GI 仮説が正しいとすれば、グローバル・インバランスの主導によって全体が進むため、米ドルには減価圧力がかかりやすくなる。また、米国内需の拡大等を背景に資金需要が増大するため、世界的には金利上昇圧力が高まる公算が大きい。これに対し、EL 仮説が妥当であれば、対米投資のための米ドル需要が為替の増価を招く一方、資金供給の拡大により世界的には金利低下圧力が生じやすくなる。

現実の動きを振り返ると、為替レートは判断が微妙な推移を示している。90 年代後半のルービン財務長官時代のドル高政策の後、2000 年初頭のグリーンズパン議長のもとで FRB は金融緩和を進め、ドル高是正が進んだ。2000 年代初頭から半ばにかけての期間を通してみればドルのトレンドは減価傾向をたどったように見えるが、肝心の 2000 年代半ば、すなわちリーマンショック直前の時期は、概ね横ばい圏内で推移していたように見える。一方、金利の動向をみると、2004 年から FRB が急激な利上げを進めたにもかかわらず、長期金

利はなかなか上がらない状況が続いた。当時のグリーSPAN FRB 議長を当惑させた、有名な「Conundrum (謎)」である。

＜図表 米国の実質実効為替レートと長期金利＞

以上の状況をみると、どちらかといえば EL 仮説の妥当性が高い可能性が窺われる。これは、わが国からみた実感にも合うところである。EL 仮説においてわが国は因果関係のいわば末端に位置するが、今次金融危機における全体のメカニズムの巻き返し過程において、貿易面を通じたダメージは大きかったが金融面を通じた影響は限定的であった。グローバル・インバランスの縮小には直撃されたが、過剰流動性の巻き返しには巻き込まれなかった、ということである³。

もっとも、先に EL 仮説の有力な根拠とみなした金融市況は様々な要因を反映して決まるものであり、最終的な判断は慎重に行わなければならない。また本来、GI 仮説と EL 仮説は、背反的に対立するものではない。米国をはじめとする世界的な金融緩和、および中国などの過剰貯蓄（投資不足）という、各仮説のシナリオの起点は互いに矛盾するものではなく、同時に発生し得る。しかし、GI 仮説と EL 仮説は、各国の立場を背景にした政治的な色彩も強く帯びているため、現実を超えた先鋭的な議論の対立につながりかねない⁴。

3. わが国の状況－企業部門を中心に

以上、米国を中心としたグローバルな状況を、GI 仮説と EL 仮説を念頭に置きつつ整理してきた。そこでみた、(i) 米国をめぐる貿易フロー、資本フローのいずれにおいても、わが国のプレゼンスは小さいこと、(ii) GI 仮説より EL 仮説の妥当性が高い可能性があるが、特に EL 仮説においてわが国の位置づけは小さいこと、を鑑みると、わが国は米国発金融危機の積極的な“主犯”ではなく、“巻き込まれた”立場というのが実態に近いように思われる。以下ではグローバル金融危機に向かう期間において、日本経済、特にわが国の企業部門に何が起きていたのかをみていく。なお、ここで特に企業部門に注目する理由は、(i) 経常収支の直接的な当事者は、主として輸出等を行う企業部門であること、(ii) 後にみるとおり、90年代以降のわが国の IS バランスにおいて企業部門は他部門に比べても劇的な変動を示していること、(iii) グローバルな金融危機における企業部門の動向は未だ十分に分析されていないこと、である。

ここでの分析の際の視点としては、過剰流動性の供給元というよりは、経常黒字国としての高い貯蓄率（あるいは投資不足）を指摘されることが多いわが国の状況を勘案し、経

³ 岩本（2009）も、米国の高いレバレッジをきかせた形の対外金融ポジションと対外インバランスや金融危機との関係を強調している。

⁴ GI 仮説は「米国発のグローバル金融危機は必ずしも米国の責任ではない」という主張につながるが、同仮説を特に強く唱えているのは、米国の論客・バーナンキである（岩本（2010）ほか）。

常黒字およびそれと裏腹の関係にある貯蓄投資差額を考える。経常収支そのものは一国全体でみた対外的な経済取引の収支尻であるが、事後的な恒等関係に基づき、別の視点からその動向を把握することができる。因果関係はともかくとして、国全体でみて、(i) 経常収支、(ii) 貯蓄投資差額 (IS バランス)、(iii) 資金過不足は、以下のように事後的に一致する恒等関係にある。

$$\underbrace{EX(\text{輸出}) - IM(\text{輸入})}_{\text{経常収支}} = \underbrace{S(\text{貯蓄}) - I(\text{投資})}_{\text{貯蓄投資差額}} = \underbrace{\Delta A(\text{金融資産増}) - \Delta L(\text{金融負債増})}_{\text{資金過不足}}$$

また、国内の経済主体を大きく企業、家計、政府に分類すると、それぞれの IS バランス (上記(ii)) と資金過不足 (同(iii)) が求められ、やはり金額的に一致する。以下では、経常収支と貯蓄投資差額を中心に、リーマンショックに向かう過程を振り返る。

(1) 経常収支

まず、もっとも直感的に理解しやすく、観察も容易な経常収支の中身について、特にその中核をなす財・サービス収支を中心に確認する⁵。わが国の経常収支は、恒常的に黒字基調が持続 (期間によっては拡大) してきた。特に 90 年代から 2000 年代にかけて国内の需要に乏しかったわが国は、相対的に輸出への傾斜を強めていた。GDP に対する純輸出の比率として輸出比率を捉えると、90 年代以降、輸出比率が上昇傾向にあった状況が窺える⁶。これを IS バランスとのつながりでいえば、「国内投資の伸び以上の所得増加 (およびそれによる貯蓄の増加) をもたらした輸出の拡大があった」ということがいえる。

<図表 わが国の輸出比率の推移>

こうした輸出の増加は、産業政策等のわが国サイドの要因によってもたらされたものなのだろうか。これに対するひとつの手がかりを得るため、次に産業構造の視点から、わが国のどの産業が輸出比率の変化に寄与したかを、経済産業研究所「JIP データ (2012 年版)」を用いて確認する⁷。ここでは次の寄与度分解式により、(i)各産業内の輸出比率の変化によ

⁵ ここでは比較的短期の変動をみるために財・サービス収支に注目するが、長期的なトレンドにおいては、対外投資収益の拡大等を反映して、所得収支などが黒字幅を拡大している点は、日本経済の構造変化を考える際には重要である。わが国の経常収支の長期的なトレンドについては、大石 (2013) が詳細な分析を行っている。

⁶ SNA の改定 (68SNA (90 年基準)、93SNA (2000 年基準)、93SNA (2005 年基準)) に伴う統計の変更を考慮しても、こうした傾向が成り立つことを確認済みである。

⁷ JIP ベースと SNA ベースの輸出比率の推移を比較すると、水準こそ違うものの (SNA ベースのほうが高い) テレンドはかなり近い動きを示すことを確認済みである。

る効果 (**within** 効果) と、(ii)産業構成の変化による効果 (**between** 効果) に分けて捉える。なお前者の **within** 効果はさらに、(a) 輸出の増加、(b) 国内向け出荷の減少、に分解することができる⁸。

$$\Delta \frac{e}{Y} = \frac{\sum_i \left(\Delta \frac{e_i}{Y_i} \right) Y_i}{Y} + \frac{\sum_i \Delta Y_i \left(Y \frac{e_i}{Y_i} - e \right)}{Y^2}$$

分析結果をみると、近年の輸出比率上昇の主因は、各産業における輸出の伸張（輸出増による **within** 効果）であったことが分かる。輸出への傾斜が急速に強まった 90 年代半ば（1995 年）からリーマンショック直前（2007 年）の間の輸出比率の変化をみると、この間に約 4.2%ポイント上昇しているが、そのうち約 3.1%ポイントは各産業の輸出比率の上昇で説明される。この上昇はもっぱら輸出の増加によってもたらされたものであり（約 3.2%ポイントの寄与）、国内向け出荷の減退によるものではない。これは、90 年代前半をボトムに、日本円の実質実効為替レートが減価傾向をたどってきたことと符合する。一時的なスムージング・オペレーションを除き、基本的にわが国の為替レートは市場の自由な相場形成に任されており、**within** 効果による輸出の増加は、何らかの人為的意図をもった政策等によるものではない。

ただし、産業ウエイトの変化 (**between** 効果) も約 1.1%ポイントのプラス寄与と、無視できない大きさを示している点は注目される。これは、輸出依存度が高まる方向に産業構造が変化したことを意味する。もちろんこれとて意図的な産業政策などの結果ではなく、産業界の自発的な構造変化によるものだが、海外サイドからみれば、わが国産業界が輸出ドライブを強める方向に構造変化したようにみえる可能性には留意する必要がある。

<図表 輸出比率の変化に関する要因分解>

(2) IS バランス

以上では恒等関係の左辺、すなわち「輸出－輸入」をみることで、国内投資に対して相対的に過大な所得（および貯蓄）をもたらした輸出の中身を確認した。以下では右辺、すなわち「貯蓄－投資」における、貯蓄（およびその背後にある所得）に対して相対的に過小な投資についてみていくこととする。

経常黒字が恒常化しているわが国は、国全体としてみると一貫して貯蓄超過の状態にあるわけだが、その中身をみると時系列的には部門間の変遷が観察される。まず家計部門は、常に貯蓄超過の状態にあるが、少子高齢化を背景にその超過幅は縮小してきている。貯蓄

⁸ Y_i 、 e_i はそれぞれ業種 i における生産額、輸出額であり、 Y 、 e はそれらを全業種にわたって合計したものである。

超過の家計に対し、急速に貯蓄不足部門としての存在感を高めているのが政府である。政府部門は、金融システム不安の回避のため、民間部門（特に企業部門）の債務をマクロ的に肩代わりし続けてきたほか、景気下支えのため積極的に債務を増やして公共的な支出を拡大してきた。こうした動きがマクロ的な IS バランスに如実に現れている。この間、企業部門は 90 年代半ばまでは貯蓄不足の状態にあったが、それ以降は急速に貯蓄超過に向かうこととなった⁹。

<図表 わが国の部門別 IS バランス（SNA ベース）の推移>

以下ではこの企業部門の IS バランスの動向について、さらに中身を詳しく分析する。そのため、包括的で勝る SNA ベースのデータではなく、内訳項目を詳しくみることができる「法人企業統計」（財務省）を分析データとして用いることとする¹⁰。

計算上、IS バランスは投資と貯蓄の差額によって求められる。したがって、その変化は投資と貯蓄のそれぞれがもたらし得る。90 年代以降の IS バランスの変化をみると、投資面を表す資金需要の減退と、貯蓄面を表す内部資金の増加が同時に起こっていた。特に、90 年代以降の IS バランスの変動における波の形状を左右したのは、どちらかといえば資金需要であった。内部資金は相対的に安定したトレンドとして増加傾向をたどっていた。

<図表 企業部門の貯蓄投資差額（IS バランス）の推移>

ここにおいて資金需要は、設備投資、企業間信用与信など 6 項目から構成される。資金需要の時系列的な推移については、短期的な変動は企業間信用与信が、中長期的なトレンドは設備投資が左右する傾向が強かった。資金需要は 1990 年頃をピークにトレンドとしては減退傾向にあったが、これは設備投資に関する資金需要の趨勢的な減少を反映したものである。

一方、内部資金も資金需要ほどではないにせよ、70 年代以降の長期的な趨勢として貯蓄投資差額を貯蓄超過に向かわせる方向に働いていた。すなわち、トレンドとして内部資金は拡大方向に推移してきた。内部資金は内部留保と減価償却費から構成されるが、後者は長期的に極めて安定的に推移しており、内部資金の拡大トレンドを決定付けたのはもっぱら内部留保である。

ここで産業の視点から、業種別の IS バランスについてみておこう。まず大まかに、製造業と非製造業のそれぞれの IS バランスをみると、以下の図から看取されるように、企業部

⁹ 企業部門の貯蓄が増加しているのはわが国に限ったことではなく世界的な現象だが、わが国の企業貯蓄の増加テンポは国際的にみても速い。Karabarbounis and Neiman（2012）は、世界的な企業貯蓄の増加傾向を考えるには、企業と家計の貯蓄を同時に考慮すべきであると主張している。

¹⁰ 法人企業統計ベースと SNA ベースの IS バランスが非常に似た動きを示すことは確認済みである。

門の 90 年代以降の貯蓄余剰への転換には、製造業もさることながら、非製造業が大きく寄与していたことが分かる。これは、巷間いわれているような製造業を中心とする「空洞化」による国内の資金需要の減退もさることながら、バブル期の負の遺産が重くのしかかっていた非製造業の動向が大きく影響した姿を示している。

<図表 製造業、非製造業別にみた IS バランス>

さらに細かい業種区分で 1990 年から 2010 年にかけての貯蓄投資差額の変化（貯蓄超過の方向をプラスとして計算）をみると、わが国の製造業を牽引する自動車、電気機械といった輸出型の製造業も上位にランクしているが、金額的に圧倒的な大きいのは建設、不動産、流通といった問題業種を中心とする非製造業であった。これらほぼすべての業種において、その変化をもたらしたのは内部資金の積み増しというよりは、資金需要の減退であった。変化だけではなく、近年の貯蓄超過の高い“水準”を支えている業種も、上位の顔ぶれはほぼ同様である。ただし、ここで製造業が全体的に貯蓄超過、ないしほぼ均衡状態にあることには注意が必要である。

<図表 業種別の貯蓄投資差額：変化と水準>

以上を総括すると、わが国およびわが国の産業界の貯蓄超過は、バーナンキの GSG 仮説が想定するような、“尋常でない”貯蓄の増加によるものではなく、投資が相対的に減退したことが主因である。そして、投資の減退は、バブル期の過剰な投資の反動というわが国固有の不可避の事情があった。ただし、今なお貯蓄超過が続いていること、特に製造業においてもなかなか投資超過に向かっていないことには留意する必要がある。

(3) 資金過不足

実体経済における貯蓄と投資の差額は、その裏側に必ず何らかのファイナンスが伴うため、資金面のネットの変化を表す「資金過不足」と事後的な恒等関係にある。参考までに、企業部門の IS バランスの変化が、資金面からどのように捉えられるのかみておく。

資金過不足は、計算上、外部調達と資金運用の差引きで求められる。その両者に分解すると、資金過不足の動向のほとんどは、外部調達の動きで説明される。外部調達は、1990 年頃をピークに資金不足の度合いを急速に弱め、90 年代半ばには資金不足の領域から過剰の領域に転じている。外部調達は増資など 4 項目から構成されるが、内訳として外部調達全体の動向を左右したのは、借入金と企業間信用受信であった。ここからは、借入金を圧縮し、返済を進めていた姿を確認することができる¹¹。

¹¹ 新屋他（2005）も企業財務データを用いた実証分析の結果から、企業部門の投資や資金調達の減退が、

<図表 企業部門の資金過不足の推移>

ただし、以上を通じて暗黙に想定していた「企業には設備投資を中心に資金需要が発生し、内部資金で手当てできない分は外部調達を中心にファイナンスされる」という流れ、すなわちまず設備投資等の資金需要が決まり、それを埋めるべくファイナンスが後から決まる、という因果関係には留意が必要である。これは企業規模別の視点からみると、直感的に理解しやすい。

資本金別に大規模階層（＝10 億円以上）、中堅階層（1 億～10 億円）、中小階層（1 千万～1 億円）と 3 つのグループに分けてみると、90 年代以降に IS バランスがもっとも激しく貯蓄超過に転じたのは、中小階層であった。これが中小企業の自発的で自然体の資金需要の減退によるものなのか、金融機関の融資抑制など何らか別の事情を背景とするものなのかは自明ではない。IS バランスという実体経済の指標から資金過不足という金融面の指標へと向かう因果関係だけでなく、逆に金融要因が IS バランスの変化を生じたというルートがあったのかもしれない¹²。本稿ではこの点にこれ以上踏み込まないが、企業部門の IS バランスの変化については、さらに多面的な分析が求められる。

<図表 企業規模別にみた貯蓄投資バランスと資金過不足>

結びにかえて

以上、グローバルな経済取引の状況について長期的な動向を概観し、金融危機の背景を探る手がかりとなる仮説を展望し、それらを踏まえた上でわが国の企業部門の動向について多面的な確認を行った。

まず有力な仮説である GI 仮説、EL 仮説のいずれの妥当性が高いかについては今後の研究の蓄積が任されるが、いずれも部分的には一定の説得力を持つように思われる。ただし、グローバル金融危機の震源である米国を中心とした各種データを見る限り、EL 仮説の説明力が高そうである。

こうしたなか、世界的な貿易、資本フローにおけるわが国のプレゼンスは相対的に下がってきていること、また特に EL 仮説が重視するグロス資本フローにおけるわが国の役割は小さいこと、を鑑みると、今次金融危機においてわが国が主役級の役割を果たしたとは考えにくい。グローバルに進行した流れに沿う形で、巻き込まれたという形が実態に近いように思われる。これは、以下のようなわが国の状況、特に 90 年代以降の対外収支や IS バ

企業の過剰債務を背景としていると主張している。

¹² また、80 年代以降、小規模階層の企業の参入が減っていることも、何らかの影響を与えている可能性がある。小規模な企業は内部資金に乏しい一方で初期投資が必要であり、そうした貯蓄不足幅の大きいグループのプレゼンス低下は、企業部門全体の IS バランスを貯蓄超過方向にシフトさせると考えられる。

ランスの変動の主役であった企業部門の動向からも確認することができる。

輸出：産業別の輸出の伸びをみると、各産業内で輸出が増加したことを示す **within** 効果の寄与が大きかった。これは、基本的に、円の実質実効為替レートが先行的に減価トレンドをたどっていたことを受けたものとみられる。ただし、産業構造の変化を示す **between** 効果も相応の大きさを示しており、海外からみれば、わが国が輸出ドライブをかけがちな経済構造を指向したようにみえる可能性には留意する必要がある。

IS バランス：貯蓄超過というよりは、投資不足の傾向を強めた。これは基本的にバブルの負の遺産としての過剰投資の解消や先行きの成長機会の不透明さなどから、非製造業を中心に資金需要の減退が急速に進んだことを反映している。ただし、輸出型の製造業においても需資は減退している（現在もなお貯蓄超過気味に推移している）。

わが国企業部門の輸出依存度の向上や IS バランス上の投資不足が、世界的な金融危機の主因となったとは考えにくい。側面支援的な役割を果たした可能性については留保しておく必要がある。GI 仮説も EL 仮説と背反的な関係にあるわけでは無い。もし、部分的にせよ金融危機を促す方向に作用したのであれば、投資不足を続けてきたわが国も、それに一定の寄与をした可能性がある。バブルの負の遺産の解消というやむを得ない事情が背景だったにせよ、そうした問題の解消に手間取り、結果的に大幅かつ長期的な貯蓄超過を生じたという指摘を受ければ、必ずしも否定はできない。

また、もし EL 仮説が妥当であり、そこにおける直接的な対米資本フローの当事者としてのわが国のプレゼンスが小さいとしても、世界全体の資本フローに対するわが国の金融緩和の影響については、慎重な見極めが必要である。わが国は世界に先駆けて超金融緩和を進めてきた立場にあり、またグローバルな過剰流動性の発生メカニズムはいまだ十分に解明されてもいない。

GI 仮説と EL 仮説のいずれが正しいかによって、今後の危機を予防するための処方箋は異なる。GI 仮説が正しいならば、東アジア諸国の貯蓄を抑制することが必要になり、そのためには将来不安の解消のための年金制度の拡充や、投資刺激策が求められる。今後、アジアの成長を大きなビジネス・チャンスの源泉と期待するわが国にも、大いに関連があり得る。一方、EL 仮説が妥当であれば、より健全な金融政策の運営や、安易なレバレッジをきかせにくい方向に金融規制を設けていくことなどが処方箋となる。ただし、グローバルな金融規制は、常に欧米主導でデファクト・スタンダードが形成されてきた歴史があり、わが国金融業にとって有利にことが運ぶ保証はない。

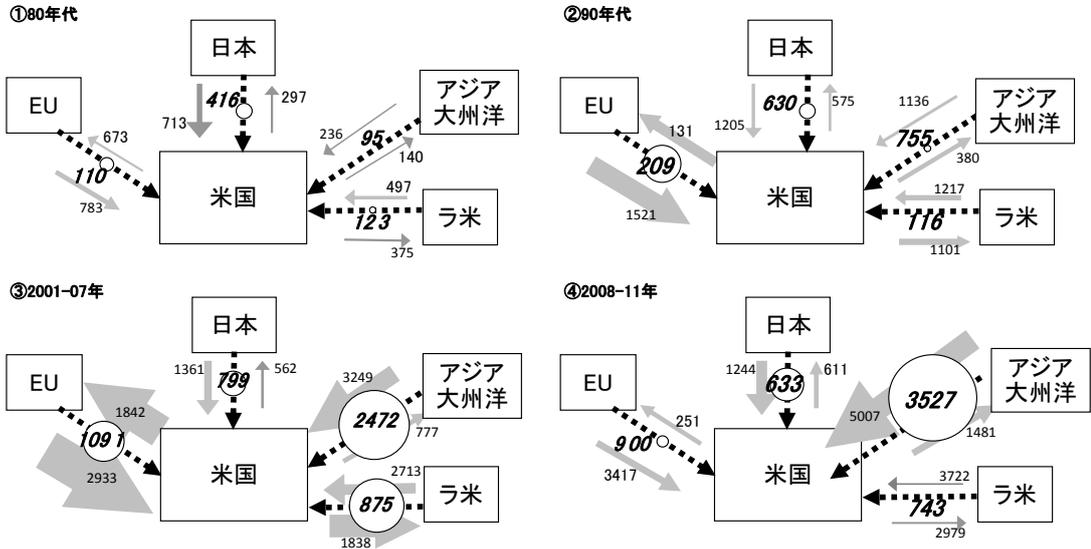
GI 仮説、EL 仮説いずれにおいても、危機の発生において中心的な役割を果たさずにきたわが国としては、中立的な立場から、今回の事態の正しい把握に努め、今後のあるべき施策について積極的な発信に努めていくべきだろう。

参考文献

- 岩本武和（2009）「金融危機とグローバルインバランス：米国の高レバレッジ型対外ポジションの脆弱性を中心にして」、『JBIC 調査室報』第3号
- （2010）「金融危機後のグローバルインバランス」京都大学経済学部講演会（2010年11月13日）講演資料
- 大石夏樹（2013）「貿易収支等の長期的推移から見た我が国経常収支の先行き」『経済のブルーム』第108号、参議院事務局企画調整室
- 小川英治（2009）「世界的不均衡どう是正—中国の過剰貯蓄解消を」、日本経済新聞「経済教室」（2009年2月17日）
- 新屋吉昭他（2005）「資金面からみた最近の企業行動の特徴」経済財政分析ディスカッション・ペーパーDP/05-5、内閣府政策統括官室
- 福田慎一・松林洋一（2013）「金融危機とグローバル・インバランス」、櫻川・福田編『なぜ金融危機は起こるのか』東洋経済新報社

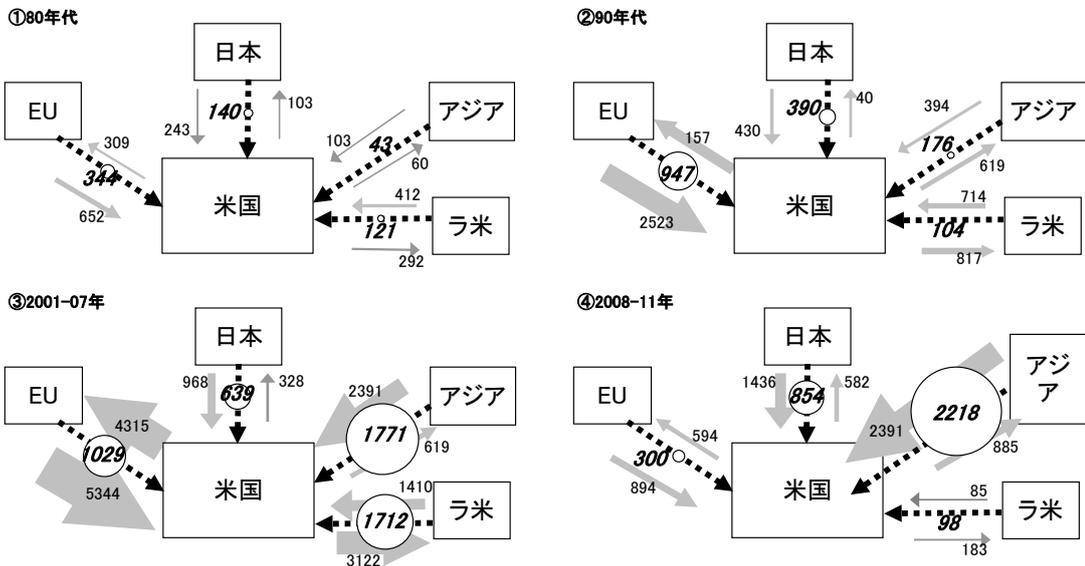
- Bernanke, B. (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of economists, Richmond, Virginia, March 10
- Borio, C. and P. Disyatat (2011) “Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?” BIS Working Papers No 346.
- Dooley, Michael, David Falkerts-Landau, and Peter Garber (2003) “An Essay on the Revised Bretton Woods System,” NBER Working Paper No. 9971.
- Eichengreen, B (2009) “The financial crisis and global policy reforms,” FRB San Francisco Asia Economic Policy Conference, October 18–20.
- Karabarbounis, Loukas and Brent Neiman (2012) “Declining Labor Shares and the Global Rise of Corporate Saving,” NBER Working Paper 18154.
- Taylor, J (2008) Getting off track: How government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis, Stanford: Hoover Institution Press.

図表 米国を中心にみた世界の貿易フロー



注 1：すべて米国側から捉えた数字で単位は億ドル。年平均換算の値。
 注 2：アジアは Developing Asia、ラテンアメリカは Western Hemisphere。
 注 3：実線で表された矢印はグロス、点線はネットの取引の方向性を示す（ネットについては純輸出の方向）。実線の矢印の太さ、および点線上の円の大きさは、ほぼ金額に比例する。
 出所：IMF「Direction of Trade Statistics」より作成

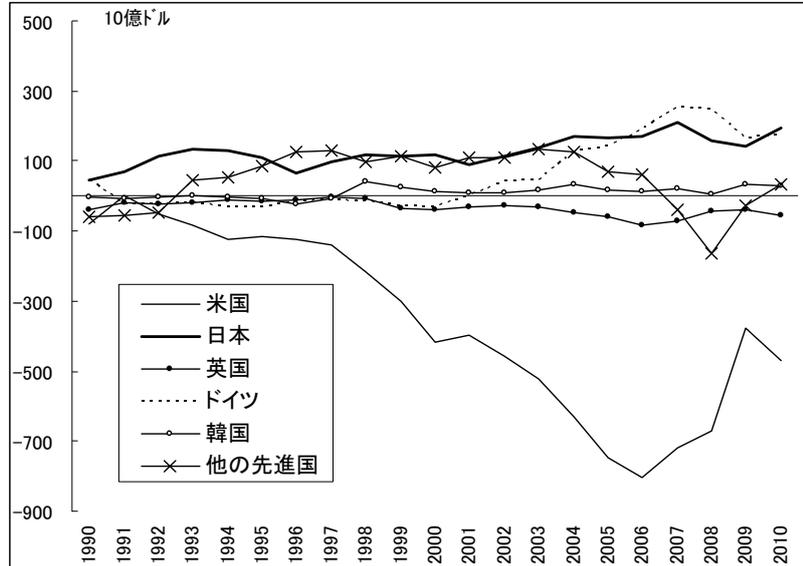
図表 米国を中心にみた世界の資本フロー



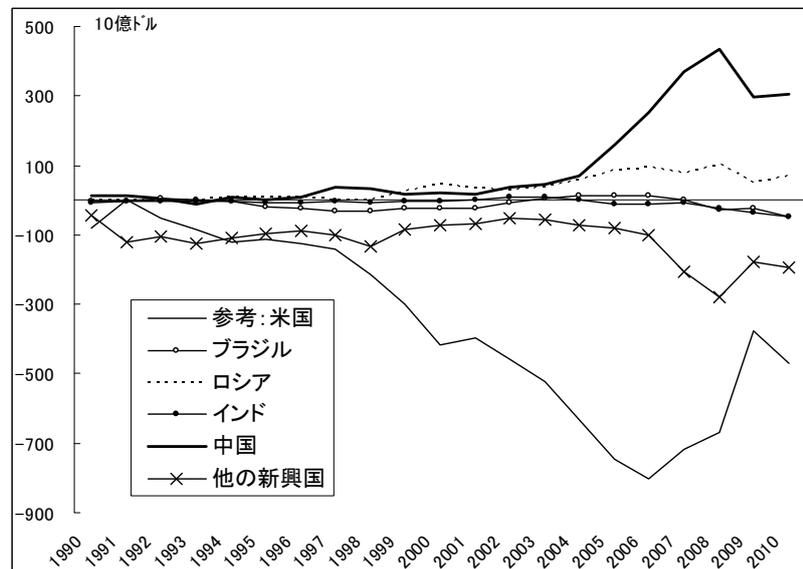
注 1：すべて米国側から捉えた数字で単位は億ドル。年平均換算の値。
 注 2：アジアは 1998 年までは Other countries in Asia and Africa、それ以降は Asia and Pacific から日本を除いた計数を接続。中南米は Latin America and Other Western Hemisphere。
 注 3：実線で表された矢印はグロス、点線はネットの取引の方向性を示す（ネットについては純資本輸出の方向）。実線の矢印の太さ、および点線上の円の大きさは、ほぼ金額に比例する。
 出所：米国商務省経済統計局ホームページ「International Transaction」より作成

図表 主要国の経常収支の推移

先進国



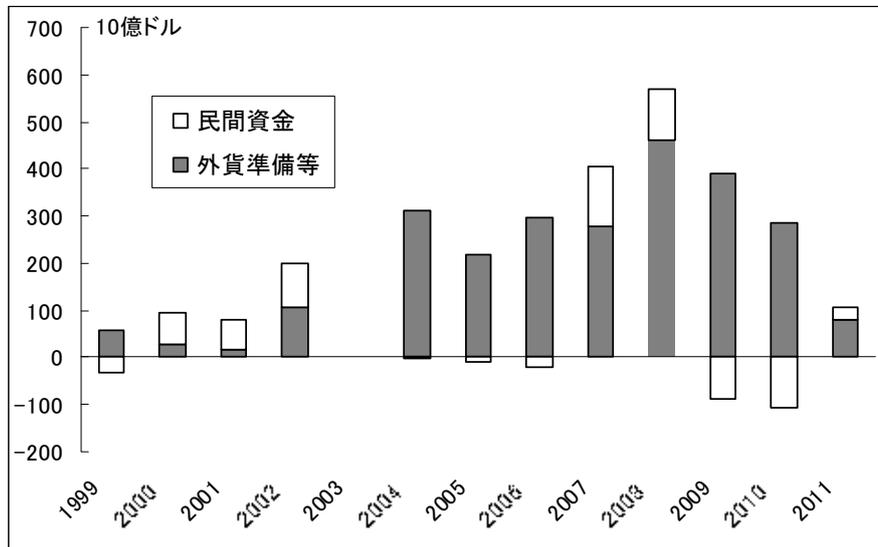
新興国



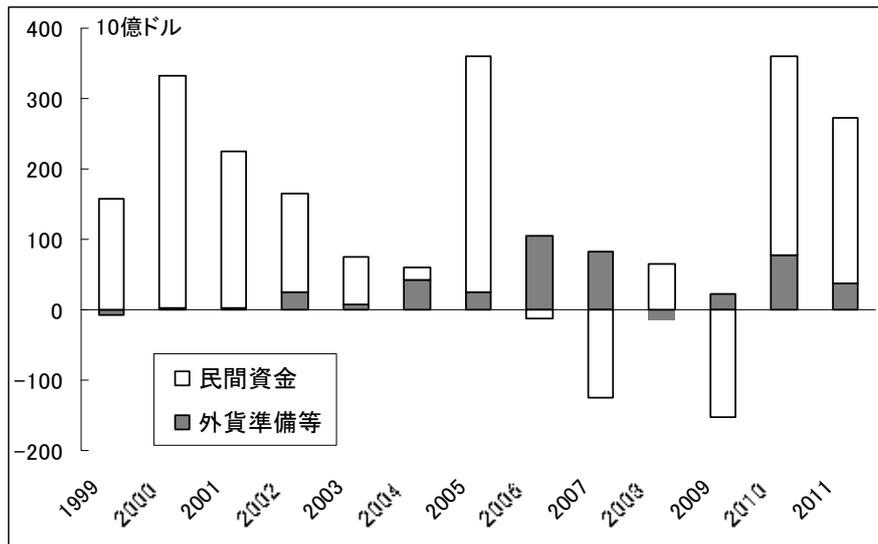
出所：IMS「WEO」より作成

図表 米国への資本フローの内訳：民間資金と外貨準備

アジア・大洋州



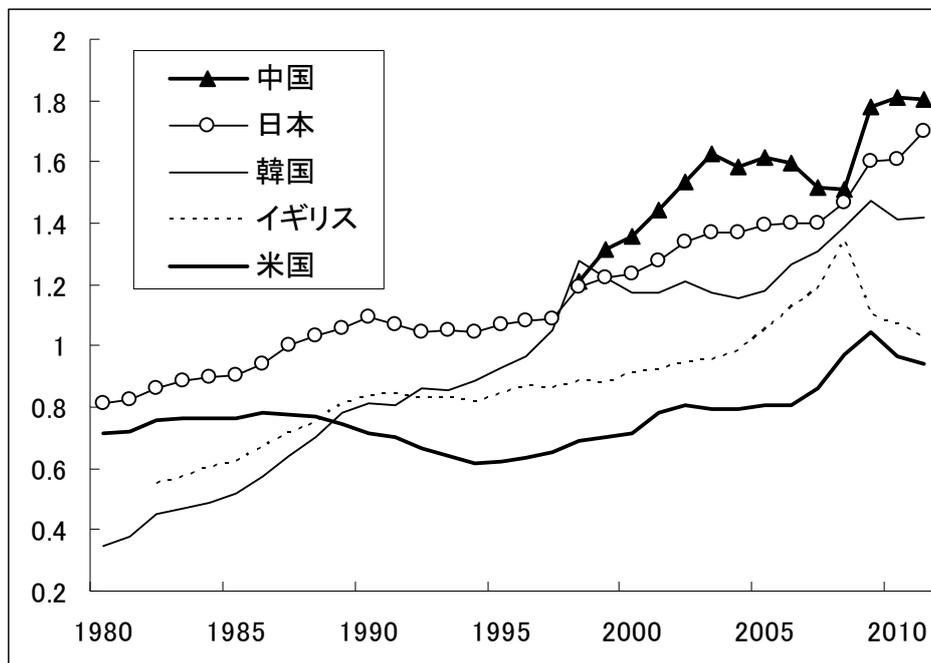
欧州



注： アジア大洋州には日本を含む。欧州は Europe ベース。

出所：米国商務省経済統計局ホームページ「International Transaction」より作成

図表 各国のマーシャルのkの推移



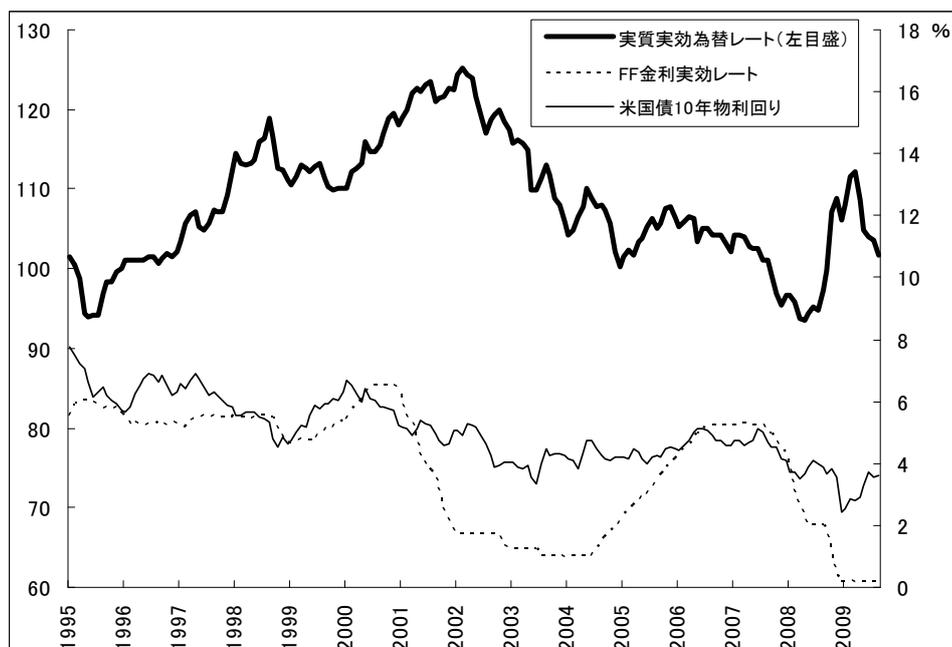
注1： マーシャルのkは、マネー指標÷名目GDPとして計算。

注2： マネー指標は、米国、イギリス以外はM2。米国はM3、イギリスはM4。

注3： 米国の2006年以降のM3にはShadow.statsにおける推計値を用いた。

出所： IMF「IFS」、Shadow.statsより作成

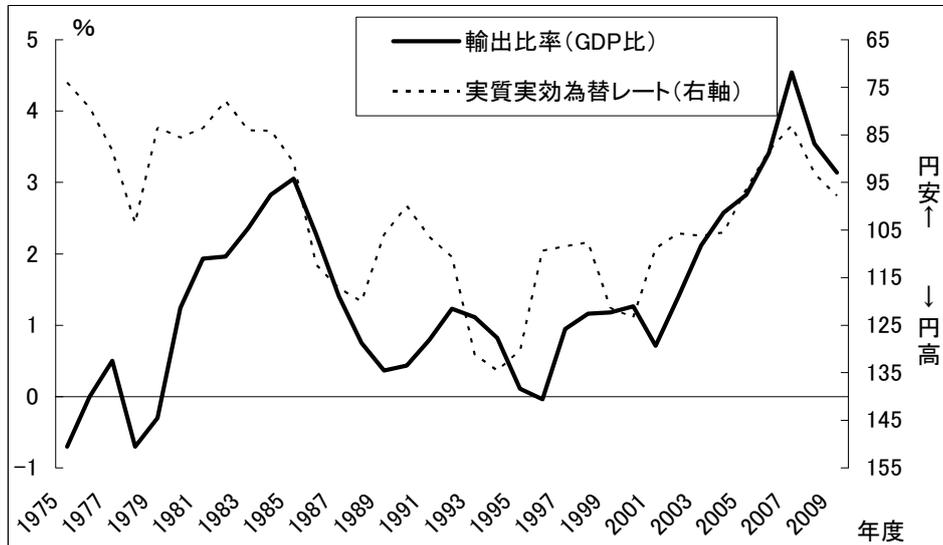
<図表 米国の実質実効為替レートと長期金利>



注： 実質実効レートはBISによるnarrowベース。

出所： BIS「effective exchange rate」、FRBホームページより作成

図表 わが国の輸出比率の推移



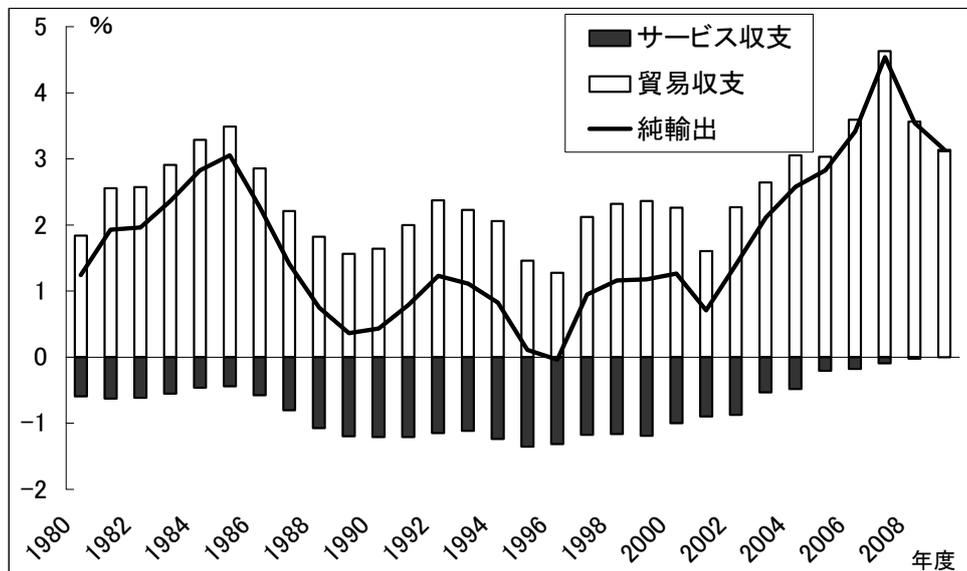
注1：SNA、実質ベース。

注2：1979年までは68SNA（1990年基準）、1980年以降は93SNA（2000年基準、固定方式）。

注3：右軸は上下を反転させている。

出所：内閣府「国民経済計算確報」、日本銀行ホームページより作成

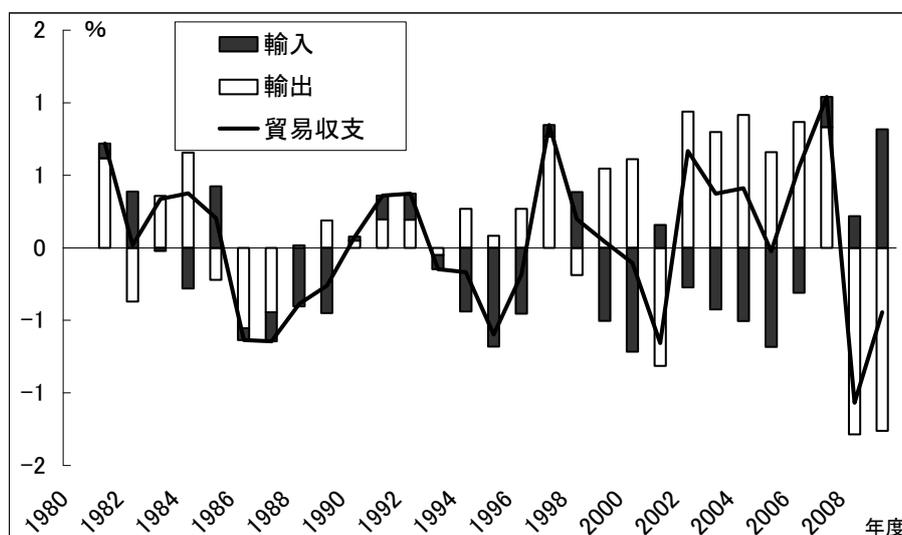
図表 純輸出の GDP 比の推移：貿易収支とサービス収支への分解



注：SNA、実質ベース。1979年以前は68SNA、1990年基準。1980年以降は93SNA、2000年基準固定方式。いずれもGDPに対する比率。

出所：内閣府「国民経済計算確報」より作成

図表 純輸出 GDP 比の前年差：輸出と輸入の寄与への分解



注：SNA、実質ベース。1979年以前は68SNA、1990年基準。1980年以降は93SNA、2000年基準固定方式。いずれもGDPに対する比率の前年差。

出所：内閣府「国民経済計算確報」より作成

図表 輸出比率の変化に関する要因分解

	(単位：%ポイント)		
	1975→85年	85→95年	95→07年
輸出比率の変化	1.66	-0.46	4.17
①輸出ウエイトの変化(within効果)	0.93	-0.57	3.12
①-a 輸出増加	1.83	0.52	3.18
①-b 国内向け減少	-1.01	-1.05	-0.14
②産業ウエイトの変化(between効果)	0.73	0.11	1.05

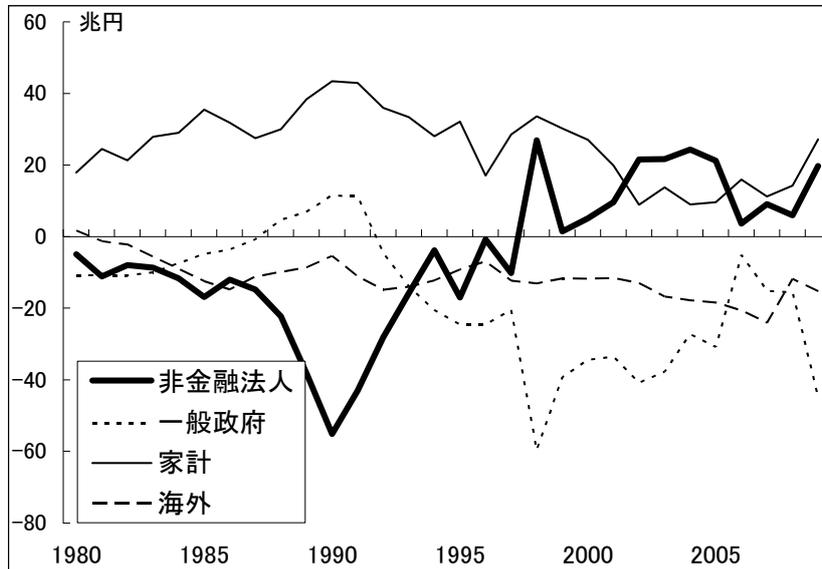
出所：経済産業研究所「JIP2012」をもとにした筆者の計算。

図表 効果ごとにみた寄与度の高い業種（上位10業種）

	①輸出ウエイトの変化(within効果)		②産業ウエイトの変化(between効果)
	①-a 輸出増加	①-b 国内向け減少	
1 卸売業	卸売業	有機化学製品	半導体素子・集積回路
2 自動車	自動車	繊維工業製品	自動車
3 その他の電気機器	その他の電気機器	卸売業	土木業
4 有機化学製品	特殊産業機械	重電機器	電子部品
5 半導体素子・集積回路	自動車部品・同付属品	その他の電気機器	建築業
6 重電機器	電子部品	半導体素子・集積回路	民生用電子・電気機器
7 特殊産業機械	民生用電子・電気機器	電子応用装置・電気計測器	特殊産業機械
8 繊維工業製品	有機化学製品	その他の金属製品	その他の輸送用機械
9 道路運送業	プラスチック製品	非鉄金属加工製品	小売業
10 電子応用装置・電気計測器	その他の輸送用機械	その他運輸業・梱包	水運業

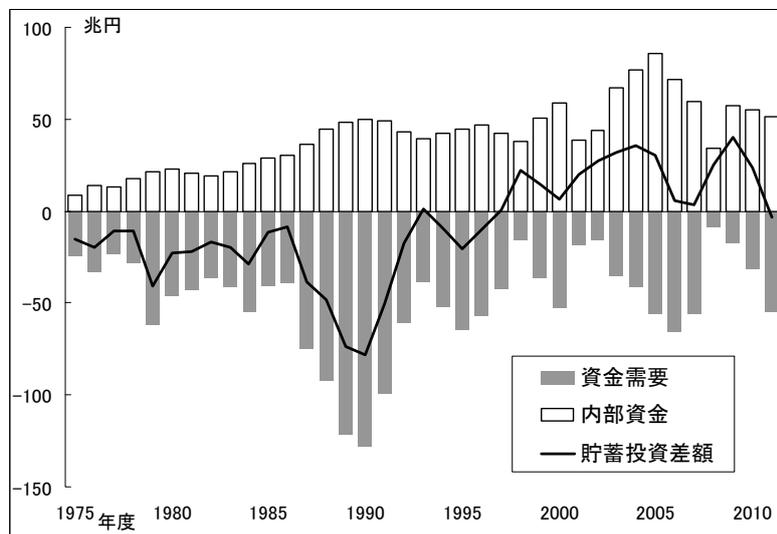
出所：経済産業研究所「JIP2012」をもとにした筆者の計算。

図表 わが国の部門別 IS バランス (SNA ベース) の推移



出所: 内閣府「国民経済計算確報」より作成

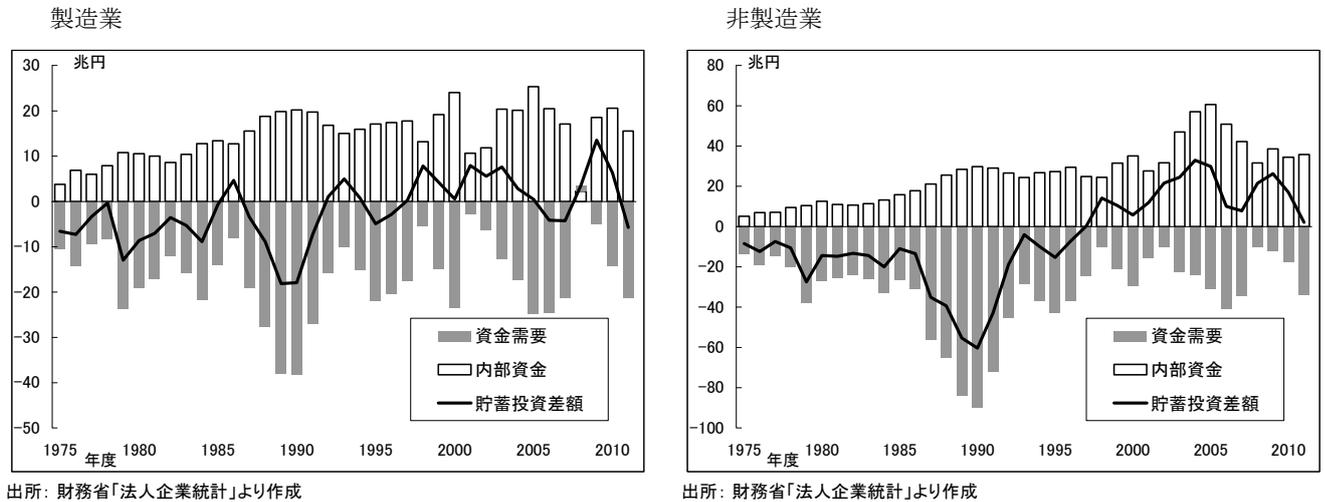
図表 企業部門の貯蓄投資差額 (IS バランス) の推移



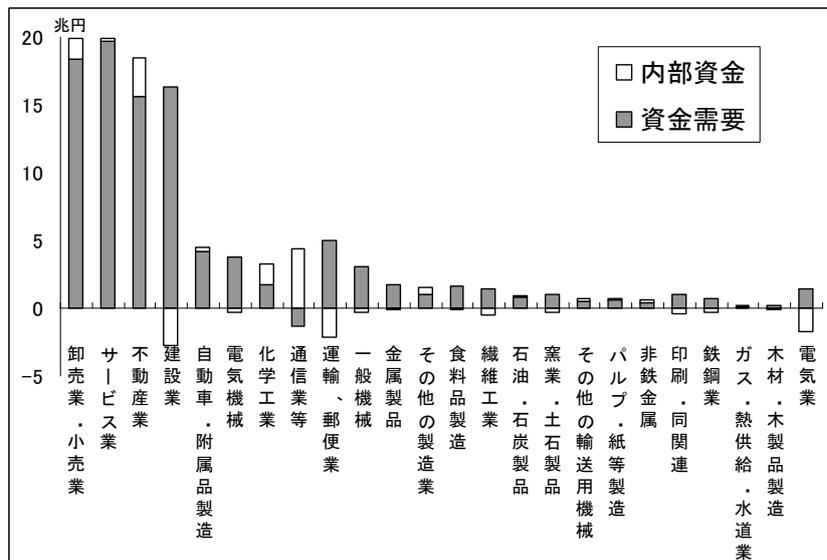
注: 資金需要を構成するのは設備投資、土地、無形固定資産、在庫投資、企業間信用与信、
 その他運転資金の 6 項目、内部資金を構成するのは内部留保と減価償却費の 2 項目。

出所: 財務省「法人企業統計」より作成

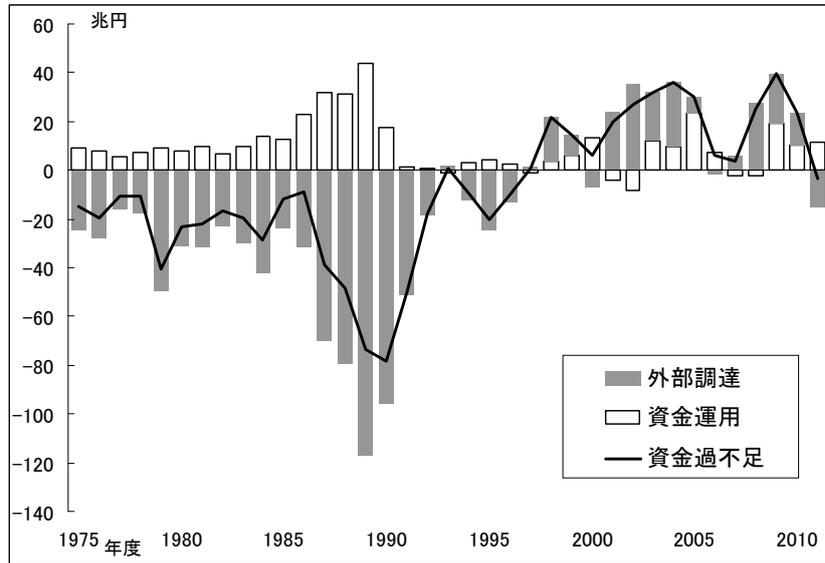
図表 製造業、非製造業別にみた IS バランス



図表 業種別の貯蓄投資差額：1990→2010年の改善幅



図表 企業部門の資金過不足の推移



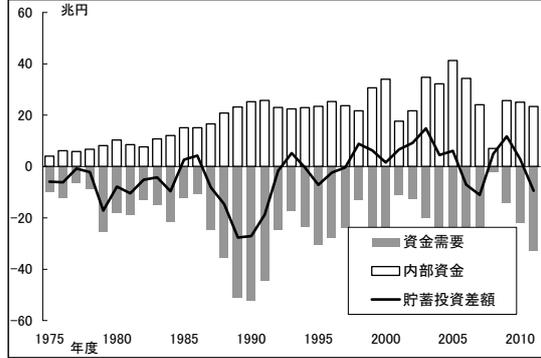
注：外部調達を構成するのは増資、社債、借入金、企業間信用受信の4項目、資金運用を構成するのは現金・預金、有価証券、その他運用投資の3項目。

出所：財務省「法人企業統計」より作成

図表 企業規模別にみた貯蓄投資バランスと資金過不足

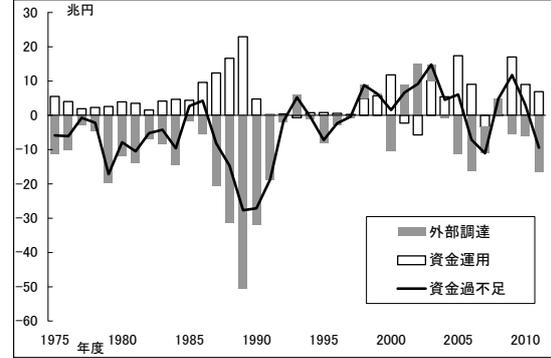
資本金 10 億円以上

貯蓄投資差額



出所：財務省「法人企業統計」より作成

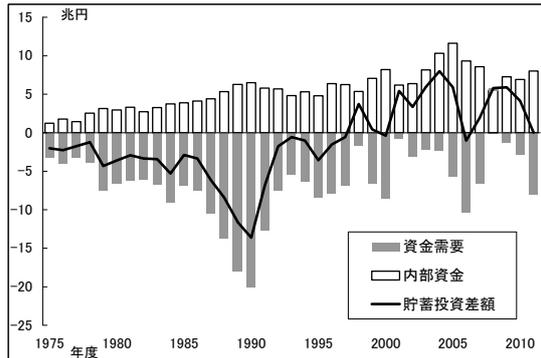
資金過不足



出所：財務省「法人企業統計」より作成

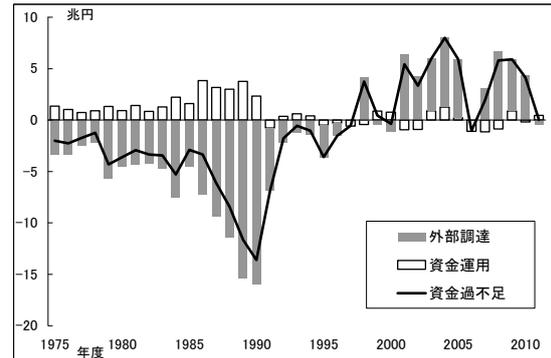
1 億-10 億円

貯蓄投資差額



出所：財務省「法人企業統計」より作成

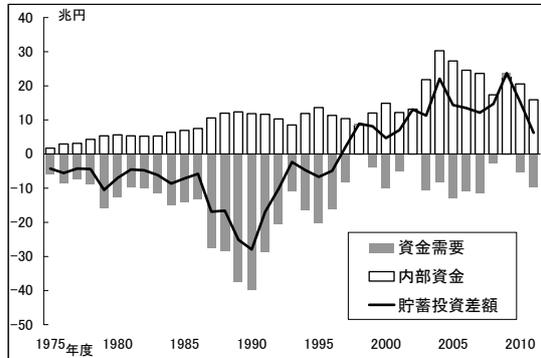
資金過不足



出所：財務省「法人企業統計」より作成

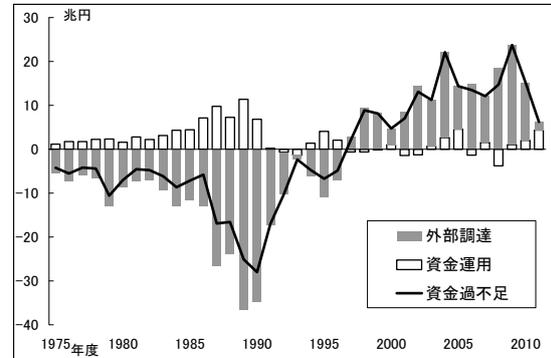
1 千万-1 億円

貯蓄投資差額



出所：財務省「法人企業統計」より作成

資金過不足



出所：財務省「法人企業統計」より作成