

・「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」を開催しています

財務総合政策研究所では、近年の日本経済の資金循環の構造変化を概観し、今後の資金需給の中長期的な変化の方向性や望ましい政策のあり方を展望するため、「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」を開催しています。

本稿では、第1回（2023年11月21日）と第2回（同年12月5日）の模様をご紹介します。

「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」メンバー

○座長

- ・宇南山卓（京都大学経済研究所教授/財務総合政策研究所特別研究官）

○委員（50音順）

- ・古賀麻衣子（専修大学経済学部教授）
- ・佐々木百合（明治学院大学経済学部教授）
- ・田中賢治（帝京大学経済学部教授）
- ・戸村肇（早稲田大学政治経済学術院教授）
- ・松林洋一（神戸大学経済学研究科教授）



本研究会の発表資料等は、財務総研のウェブサイトからご覧いただけます。

<https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2023/junkan.html>

※なお、研究会における報告内容や意見はすべて発表者個人の見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではありません。

1. 第1回：2023年11月21日（火）

「研究会の問題意識」

川本 敦 財務総合政策研究所総務課長

「資金循環」に注目する問題意識について、以下の点をお示しました。

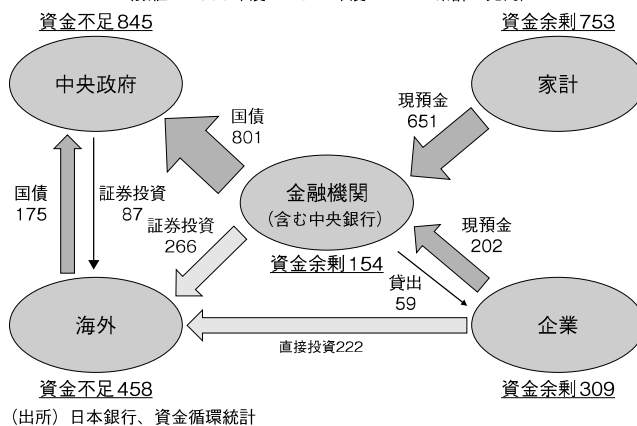
- ・バブル崩壊以降30年超にわたり、家計・企業の資

金余剰が、現預金を通じて政府の資金不足をファイナンスする構図。

- ・この間、(1) 家計では高齢化が進行する下でも資金余剰が続いて現預金が大幅に増加し、(2) 企業でも資金余剰が続き現預金が増加する状況が続いてきた。
- ・企業においては、国内向けの設備投資が低調であった一方、海外直接投資は2010年代から加速し、国内でのリスクテイクが低調だった。

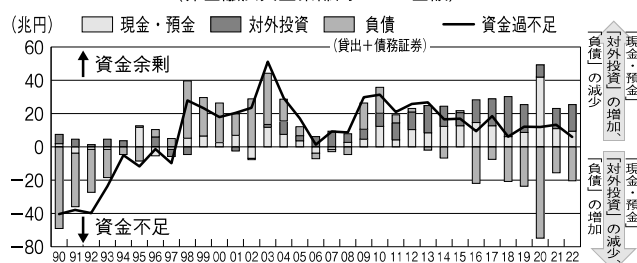
1990年以降の資金需給

（数値は1990年度～2022年度のフロー累計：兆円）



企業の資金余剰

（非金融法人企業部門フロー金額）



（注）対外投資は、対外直接投資、対外証券投資、その他対外債権債務の合計値。
（出所）日本銀行、資金循環統計

その上で、「研究会で議論を期待するポイント」として、以下の点をお示しました。

- ・家計部門：高齢化が進行する中においても、貯蓄率が下がり、資金余剰が継続した背景は何か？人口動態・労働参加等を踏まえ、今後の家計の資金需給の見通しは？
- ・企業部門：中長期的な海外の成長見通しやサプライチェーンの構造が変化の中で、内外の企業投資に変化が生じる可能性はあるか？
- ・政府部門：今後どのような場合に、資金需給が変化し、金利の変動など、政府債務の維持可能性に影響を与え得る事態が生じるか？どのような政策のあり方が望ましいのか？

「2024年主要通貨為替見通し～『強い円』は今度こそ戻ってくるのか?～」

唐鎌 大輔 みずほ銀行チーフマーケット・エコノミスト

ゲストスピーカーの唐鎌様からは、為替相場の変動には、市場における円に対する実際の需要の動向（キャッシュフロー）が重要であり、近年、大きな変化が起きているとのご報告をいただきました。具体的には、以下のご指摘がありました。



- ・経常黒字を構成する所得収支の大部分は海外で再投資されるため円の需要にはならない。
- ・日本企業が海外生産移転を進め、円安でも輸出が増えない中で、輸出企業のドル売り円買い需要が減少している。
- ・サービス収支も、旅行収支の黒字拡大よりも、デジタル関連の赤字拡大の方が大きく、構造的な円買い需要にはつながらない。

2. 第2回：2023年12月5日（火）

「国際通貨としての『円』の賞味期限 日本がアルゼンチンタンゴを踊る日」

河野 龍太郎 BNPパリバ証券経済調査本部長・チーフエコノミスト

ゲストスピーカーの河野様からは、長期金利と名目成長率の関係（ $r < g$ ）などについてご報告をいただきました。具体的には、以下のご指摘がありました。



- ・基軸通貨国や国際通貨国ならば、 $r < g$ を前提に公的債務の膨張をさほど気にせず財政政策をマクロ安定化政策として積極的に利用するのは容認されるかもしれない。

- ・他方で、安全資産を供給できない新興国にはこの議論は適用できない。ゼロ成長が継続する中で、埋没する日本の円がいつまでも国際通貨でいられるのかどうかは大きな疑問。
- ・バックストップとして、信頼に足る長期の財政健全化プランが必要。
- ・なお、クズネッツは「世界には、(1) 先進国、(2) 新興国、(3) 新興国から先進国に移行した日本、(4) 先進国から新興国に転落したアルゼンチンがある」としたが、今のままで行くと、日本がアルゼンチンと同じ経路をたどってしまうことになりかねない。

「日本の貿易収支の要因分析と為替相場のパススルー」

佐々木 百合 明治学院大学経済学部教授

委員の佐々木教授からは、貿易の所得弾力性と為替のパススルー弾力性（為替変動により輸出入価格・国内価格がどれくらい変化するか）の金融危機前後での変化についてご発表いただきました。具



体的には、以下のご指摘がありました。

- ・日本の輸出は、金融危機後に所得や為替レートの変化に対する感応度が小さくなり、輸出価格は下がらなかった。
- ・一方で、日本の輸入は所得や為替レートの変化に大きく反応するようになったことから、今後は恒常的な貿易赤字となる可能性が高い。

・「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」を開催しています

財務総合政策研究所では、「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」を開催しています。

今回は、第3回（1月16日）と第4回（2月13日）の議論の模様をご紹介します。

「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」メンバー

○座長

- ・宇南山卓（京都大学経済研究所教授／財務総合政策研究所特別研究官）

○委員（50音順）

- ・古賀麻衣子（専修大学経済学部教授）
- ・佐々木百合（明治学院大学経済学部教授）
- ・田中賢治（帝京大学経済学部教授）
- ・戸村肇（早稲田大学政治経済学術院教授）
- ・松林洋一（神戸大学経済学研究科教授）



本研究会の発表資料等は、財務総研のウェブサイトからご覧いただけます。

<https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2023/junkan.html>

※なお、研究会における報告内容や意見はすべて発表者個人の見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではありません。

1. 第3回：2024年1月16日（火）

「マクロ経済理論から見た日本経済の資金循環表」

齊藤 誠 名古屋大学経済学研究科教授

ゲストスピーカーの齊藤教授からは、日本経済の資金循環が、実体経済に望ましい影響をもたらさないままに、政府と家計の間で資金が空回りしている背景についてご報告をいただきました。



た。具体的には、以下のご指摘がありました。

- ・政府の債務残高が増加し続けている中で、なぜ金利が上がらないかを考えると、家計が「貸しっぱなし」の状態（一定の金融資産を使わずに持ち続ける状態）があり得るならば、こうした状態が説明できる。
- ・家計は貯蓄を生み出すために消費を抑制していれば、家計が「貸しっぱなし」を続ける状態が生じる。その場合、政府が「借りっぱなし」をしても、金利は上がらず、インフレも生じず、国債残高は発散しない。
- ・財政規律を棚上げにすればインフレが起こるというのは、長い目で見れば正しい主張ではあるが、政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」が四つに組んでいる構図を整理して議論してこなかったため、規律の棚上げと規律の維持をそれぞれ主張する議論がかみあってこなかった。
- ・また、近年、対外資産と対外負債が両建てで増加しており、「日本国債は日本国民が持っている」という状態から離れつつあることに留意が必要。

ディスカッサントの土居丈朗 慶應義塾大学経済学部教授からは、以下のコメントがありました。

- ・「借りっぱなし」の政府と「貸しっぱなし」の家計の状態は、ある種の時限爆弾であり、この状態が成り立たなくなった際に大きな不安定性が生じることになる。財政出動してもGDPギャップは解消しない中で、財政出動が人々の助けになるか、人々の幸福を増大させるかという点、そうではない。



「信用創造過程から考える日本の資金循環構造の変化と政府債務の維持可能性」

戸村 肇 早稲田大学政治経済学術院教授

委員の戸村教授からは、信用創造過程から考える政府債務の維持可能性に関するご報告をいただきました。具体的には、以下のご指摘がありました。

- ・民間向けの与信（貸出）の拡大と、政府による国債発行（国内の銀行による国債



- 購入)は、いずれも信用創造を通じたキャッシュフローの増加をもたらすものである。しかし、1990年代以降は、民間需要の減少の下で財政支出が拡大し、輸入も拡大する一方で円高傾向が続いたため、慢性的な財政赤字の下でも物価上昇は生じてこなかった。
- ・民間向けの銀行与信は、未来を変えるための投資と結びつく健全なキャッシュフローであるのに対して、政府向けの信用は現状維持のための所得移転が大きい。日本経済は財政赤字という点滴を受け続けて生体維持している状況であり、元気がなくなるのは当然といえる。
 - ・日本の公債GDP比率に上限があるかについては、家計の金融資産が国債発行の裏側の動きとして増加しているのに対して、家計の総資産が増えていない。このため、貯蓄全体を見たときに、日本の家計が国債残高の増加をそのまま受容したとは言えず、財政赤字の増加が継続すると、どこかで日本の家計が受け切れなくなって、海外で消化する必要が生じる。

2. 第4回：2024年2月13日（火）

「企業行動から見た資金循環の論点」

田中 賢治 帝京大学経済学部教授

委員の田中教授からは、企業の貯蓄超過と投資を巡る状況に関するご報告をいただきました。具体的には、以下のご指摘がありました。



- ・日本ほど企業の貯蓄超過が一貫して続いている国はほかに見当たらない。貯蓄超過は設備投資の弱さを反映している。
- ・堅調な利益の結果、内部留保は増えており、この間、現預金と投資有価証券・その他投資が増えてきた。純粋持ち株会社による株式保有の影響を除くと、投資有価証券・その他投資は主として対外直接投資であり、日本企業は、海外ではリスクと向き合っていることになる。
- ・日本企業の「社齢」の上昇は、国内での設備投資へ

ネガティブに影響している。成長期待のある海外でのビジネス展開が合理的である一方、日本国内では労働市場が流動的ではないため、雇用維持を優先すると新領域への展開が内部人材スキルの範囲にとどまり、新陳代謝が進まない。

- ・企業の自己変革のためには柔軟な労働市場が必要である。

「日本の賃金変化」

川口 大司 東京大学公共政策大学院・大学院経済学研究科教授

ゲストスピーカーの川口教授からは、日本における賃金の変化と決定要因に関するご報告をいただきました。具体的には、以下のご指摘がありました。



- ・賃金の決定要因として、内部労働市場（企業の中）と外部労働市場（企業の外）の影響がある。日本型雇用慣行に変化が見られており、内部労働市場では、賃金に対して下落する圧力がかかっている。
- ・一方、外部労働市場では、急激な労働力人口の減少、労働時間規制、労働市場の引き締めにより、賃金上昇圧力が生じている。ただし、女性と高齢者の就業率が上がってきたため労働力そのものはそれほど減っておらず、これまでは賃金上昇を抑制してきた。
- ・今後の賃金の変化は、産業、雇用形態、年齢等によって大きく異なることになるだろう。例えば、外部労働市場の圧力が働きやすい若年層やITエンジニアなどの専門職では賃金上昇する一方、多くの産業で大企業正社員の賃金上昇は頭打ちになるのではないかと。

第1回（2023年11月21日）と第2回（同年12月5日）の模様については、ファイナンス2024年2月号に掲載しております。合わせてご覧ください。

https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f10_28_2.pdf



財務総合政策研究所

POLICY RESEARCH INSTITUTE, Ministry Of Finance, JAPAN

過去の「PRI Open Campus」については、財務総合政策研究所ホームページに掲載しています。
https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/index.html

・「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」を開催しています

財務総合政策研究所では、「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」を開催しています。

今回は、第5回（4月23日）の議論の模様をご紹介します。

「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」

メンバー

○座長

- ・宇南山卓（京都大学経済研究所教授／財務総合政策研究所特別研究官）

○委員（50音順）

- ・古賀麻衣子（専修大学経済学部教授）
- ・佐々木百合（明治学院大学経済学部教授）
- ・田中賢治（帝京大学経済学部教授）
- ・戸村肇（早稲田大学政治経済学術院教授）
- ・松林洋一（神戸大学経済学研究科教授）



本研究会の発表資料等は、財務総研のウェブサイトからご覧いただけます。

<https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2023/junkan.html>

※なお、研究会における報告内容や意見はすべて発表者個人の見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではありません。

「高齢化と家計資金余剰」

古賀 麻衣子 専修大学経済学部教授

委員の古賀教授からは、家計の資金余剰は続くのか、特に、高齢化や労働市場の変化によってこの家計貯蓄の蓄積が進むのか、減速するのかという問題意識からのご報告をいただきました。具体的には、以下のご指摘がありました。



- ・家計の金融資産が高齢者に偏在していることを踏まえると、高齢化の進展にともなって、ストックベースでみた家計資金余剰は高水準を維持すると思われる。
- ・労働市場の近年の構造変化が、家計の資金余剰に与える影響については、(1) 賃金カーブのフラット化、(2) 年金の所得代替率低下、(3) 高齢者の就業率上昇、(4) 女性の労働参加率上昇が、それぞれ貯蓄にどう影響を与えるかに分けて考えることができる。
- ・(1) については、教育支出や世帯人員の影響を強く受ける年齢階層ごとの消費水準が、賃金カーブのフラット化にともなってどの程度低下するか次第である。(2) については、厚労省の推計によれば、年金の所得代替率は低下の見通しであり、この傾向が続くとすれば、貯蓄減少につながる。
- ・(3) と (4) については、高齢者・女性とも現状は非正規雇用の比率が高い層であるため、労働参加率の上昇に見られるほど所得形成が力強いものとはならないと考えられる。一方で、高齢者や女性が有業の世帯は消費性向が低い傾向も観察されるため、就業による所得増加は、貯蓄をある程度押し上げる。

「海外直接投資の新たな潮流とマクロ経済：資金循環の視点から見た展望」

松林 洋一 神戸大学経済学研究科教授

委員の松林教授からは、国内へ投資される資金が海外へ移動し、対外直接投資が加速するなどグローバルな資本ストック調整が見られる今日の日本経済において、新たな成長の原動力の



可能性を探る問題意識からのご報告をいただきました。具体的には、以下のご指摘がありました。

- ・これまで蓄積された対外直接投資を国内経済の成長に組み込むメカニズムとして、(1) 海外で稼いだ投資収益が国内に還流して、設備投資や、国内所得・消費を増やす、(2) 海外進出した現地法人向けの輸出による所得の増加、(3) 企業価値の向上という3つのメカニズムが考えられる。
- ・(1) については、米国では2004年の「雇用創出法」で、外国子会社の収益を配当として米国内に還流さ

せた場合、収益の85%を課税ベースから控除できる制度が適用されたが、海外から米国内への還流が大幅に増加したものの、還流した資金が米国内の投資や雇用の増加に貢献したか否かははっきりしないとする研究結果がある。

- ・(2) については、特に技術獲得型M & Aを行った場合、現地でより高付加価値な製品の生産が可能となり、付随する現地法人向け輸出品も高付加価値化していくことが見込まれる。
- ・(3) については、海外での再投資が現地での増収増益に結び付き、連結ベースでの時価総額が上昇することで、グローバル企業としての企業価値向上が実現し、それによる国内設備投資の増加が輸出の増加につながるという好循環が想定される。

た。日本の対外直接投資の残高は、米国・ドイツ・中国・スイスを下回るものの、対内直接投資の残高が各国を大幅に下回ることが背景と考えられる。

- ・政府部門については、日本同様に、高齢化が進む韓国・中国では、政府の支払が対GDP比で増加し、近年、資金不足主体に転じている。他方、ドイツ・スイスでは、高齢化が進む中でも、経常収支黒字の水準がおおむね維持されており、債務ブレーキ制度が導入される中で支払や資金過不足の幅が抑えられている。

※財務総合政策研究所では、2023年11月から2024年5月まで開催した「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」における議論を踏まえた報告書を取りまとめ、2024年6月中旬に、財務総研HPで公表する予定としております。

「資金循環の国際比較」

伴 真由美 財務総合政策研究所主任研究官ほか

財務総合政策研究所の伴主任研究官からは、米国、ドイツ、スイス、中国、韓国の資金需給構造の特徴を整理し、日本と比較し報告しました。具体的には、以下の通りです。

- ・家計部門については、各国とも高齢化が進む中であっても、資金余剰が継続。日本同様に、高齢者・女性の労働参加率が増加傾向にあり、所得の伸びの維持に寄与している可能性。
- ・企業部門については、資金余剰が日本のような規模で生じている国は無い。韓国・スイスでは、国際競争力の高い産業による活発な設備投資などを背景に、多くの期間で資金不足が継続。ドイツでは、年によって資金余剰が生じているが、余剰幅は日本より小さい。
- ・海外部門については、資源輸入国であるドイツ・韓国では、日本同様に、資源価格の高騰により経常収支が縮小。他方で、スイスは資源輸入国であるものの、国際競争力の高い産業を擁することを背景に、経常収支の黒字幅が維持されている。
- ・所得収支の黒字額について日本を上回る国は無かつ



財務総合政策研究所

POLICY RESEARCH INSTITUTE, Ministry Of Finance, JAPAN

過去の「PRI Open Campus」については、財務総合政策研究所ホームページに掲載しています。
https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/index.html