

第1章 資金循環と日本経済の構造変化¹

川本 敦²
鶴岡 将司³

【要旨】

日本の資金循環は、政府の資金不足と企業・家計の資金余剰がバランスしているように見える。個人消費が長期間にわたり低迷する下での「(家計の) 貸しっぱなし」・「(政府が) 借りっぱなし」が「四つに組んだ状態」であり、容易に変化することがない状況として捉える見方もある。

一方で、この状況が今後も長期的に持続可能であろうか。これまで家計は、国債消化を支える金融資産残高を増加させてきた一方、地価を含めた実物資産の価値は縮小してきた。家計の総資産の価値はほぼ一定の水準に保たれてきており、実物資産の価値がゼロにならないことを考慮すると、全ての家計資産が金融資産に置き換わる前のどこかの時点で、国債が海外の資金でファイナンスされる必要性が本格化することを示唆するとの見方もある。

今後の日本経済のあり方を考察するにあたり、こうした資金循環構造の変化の可能性がありうるのか、それが望ましいものなのか検討する必要がある。本稿では、家計や企業などの部門ごとに、資金過不足に影響を与えてきた背景についてファクトを整理するとともに、今後を展望した。

家計部門については、高齢化の進行を背景に家計貯蓄率がゼロ近傍の水準から更に低下するとの見方もあった。実際には、高齢者・女性の労働参加により就業者数が維持された中で、消費の伸びは限定的であり、家計貯蓄率はプラスが継続している。女性の労働参加については、労働参加率が諸外国と比べて既に高水準にある中であっても30代から40代を中心に労働参加が更に増加するとの推計もある。一方、高齢者については、2022年に団塊世代が75歳以上となる中で、高齢者の労働参加による就業者の増加には限度がある。このため、労働参加率の増加により年間70万人ペースで減少する生産年齢人口をカバーしきるのは困難と見られる。今後の家計の資金過不足を見通す上で、労働参加の増加による労働供給の「量的」な拡大のみならず、賃金上昇を伴う労働供給の「質的」な向上により所得形成がなされるか着目したい。

企業部門については、バブル崩壊を境に、資金不足から資金余剰に転じて以降、一

¹ 本稿は、2023年11月から2024年5月までの間、財務総合政策研究所において開催された「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て作成されたものである。本稿の作成に当たっては、第6回の研究会（2024年5月21日）に参加していただいた研究会の参加メンバーの方々から様々な視点からのインプットをいただいた。また、財務総合政策研究所の伴真由美主任研究官、篠原裕晶財政経済計量分析室員、大川隼人研究員、小俣喬尚研究員、上酔尾昂平研究員、佐川明那研究員、西田安紗研究員、野村華研究員から多くの協力を得た。残る誤りは筆者の責任である。

² 財務省財務総合政策研究所総務研究部総務課長

³ 財務省財務総合政策研究所総務研究部総括主任研究官

貫して海外と政府に資金を供給する立ち位置になっているが、他国にこうした例は見られない。その背景として、設備投資が低調な中で、現預金の蓄積が継続するなど、国内での投資行動が低調である一方、対外直接投資が増加する状況にある。なお、2020年前後以降の足元では、海外での設備投資は高水準を維持する中で頭打ちになっている一方、国内での設備投資は増加基調にあり、こうした最近の動きが企業部門の資金過不足に与える影響に着目したい。

対外的な資金需給については、諸外国では対内直接投資と対外直接投資が両建てで増加している中で、日本では対外直接投資のみが増加する例外的な状況にあり、こうした特異な内外バランスが所得収支黒字幅の拡大に寄与している。他方で、家計による外貨建投資信託の保有残高が増加しているなど、家計資産の構成にも変化の兆しが生じている可能性がある。

はじめに — 「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」について

個人消費の伸びが限定的である中で、家計金融資産や、企業の内部留保は過去最高を更新し続けている。経常収支は、貿易収支黒字が縮小する一方で、海外への直接投資からのリターンにより所得収支のウェイトが高まっている。その間、政府の債務残高は累増を続けている。——こうしたバブル崩壊後の日本経済を特徴付ける現象は、日本経済の別個の断面として捉えられ、それぞれ切り離された文脈の中で日本経済の課題として認識される場合がある。これに対して、上記4つの「断面」は、それぞれ家計・企業・海外・政府という4つの部門間の資金の貸借のフロー、すなわち「資金循環」の現象として捉えることもできる。

日本経済を「資金循環」の視点から捉えると、家計・企業・海外・政府のそれぞれで生じている資金の過不足を、その背後にある、所得や消費、投資などの実体的な経済活動の結果として首尾一貫した視点で捉えることができる。こうした視点で日本経済を捉えることで、家計・企業・海外・政府の間の資金需給の連関や、その背後にあるメカニズムについて、深度のある理解が可能になる。

本研究会は、こうした問題意識の下で、近年の日本の家計・企業・海外・政府におけるマクロ的な所得と支出（貯蓄と投資）の規模や経済主体間の資金需給に影響を及ぼしてきた要因を整理し、日本経済の資金循環の構造変化について調査・研究することを目的として開催されたものである。

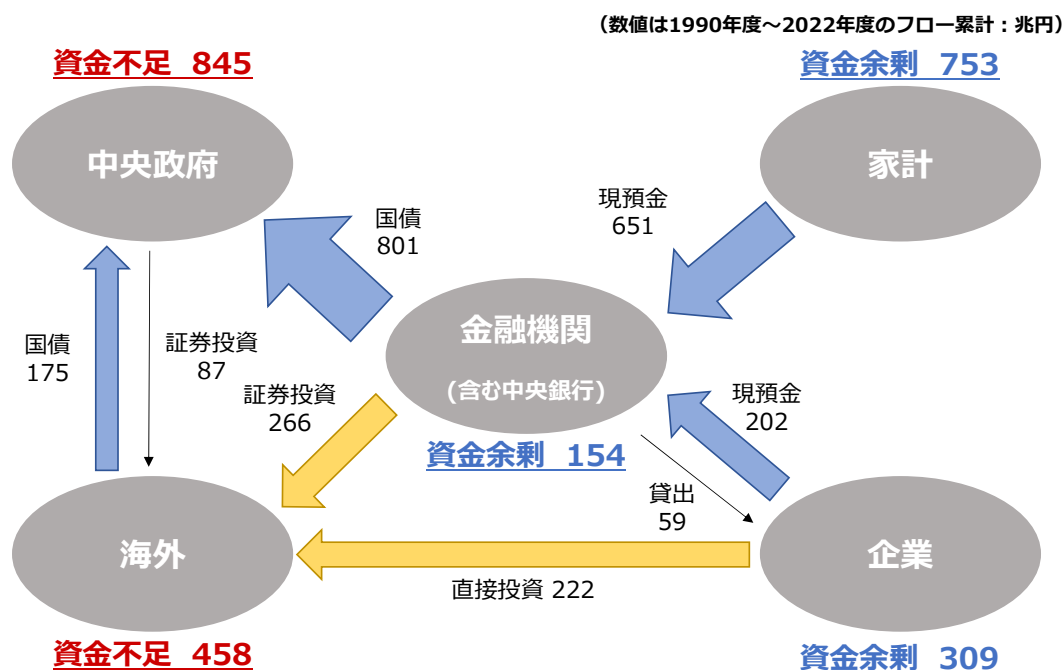
本稿では、まず、家計・企業・海外・政府の間の資金循環について、近年の状況の全体像を概観する。その上で、今後の日本の資金循環を展望する上での論点を整理するとともに、「どのような資金循環の姿が望ましいのか」について研究会で行われた議論を紹介したい。

1. 資金需給の構図

まず、バブル崩壊後過去30年における家計・企業・海外・政府の間の資金循環の全体像を概観する（図表1）。国債の直接的な保有者は時期により変遷があるが、中央銀行を含めた金融機関を銀行システムとして一括して捉えると、政府（一般政府）においてこの間に生じた資金不足（845兆円）の大宗は、この中央銀行を含めた金融機関による国債保有の増加（801兆円）によって資金調達されている。金融機関への資金の出し手を見ると、家計・企業による現預金の増加、それぞれ651兆円、202兆円が原資となっている。

家計を中心に見ると、資金の貸し借りの差分である「資金余剰」が32年間で753兆円蓄積されている。このうち、651兆円が金融機関への預金の増加に対応している。企業については、現預金が202兆円増加する一方で、金融機関からの借入は59兆円に留まっている。預金と金融機関貸出をネットで見たととき、企業が金融機関に、むしろ資金の出し手となる立ち位置にあったことになる⁴。

図表1 資金需給の構図



（注）家計・企業・海外・政府の各経済主体間における資産・負債両面の貸借取引の概要を整理する観点から、中央銀行についても銀行システムの一部として金融機関に含めている。

（出所）日本銀行「資金循環統計」

以下では、部門ごとの資金過不足の背後にある経済活動を見ていくとともに、国内の生産や所得、消費の拡大に向けて、企業における投資や生産性向上、家計においては所得・消

⁴ 補論において、実体的な経済活動である各部門の所得と支出と、資金過不足の関係について詳述する。

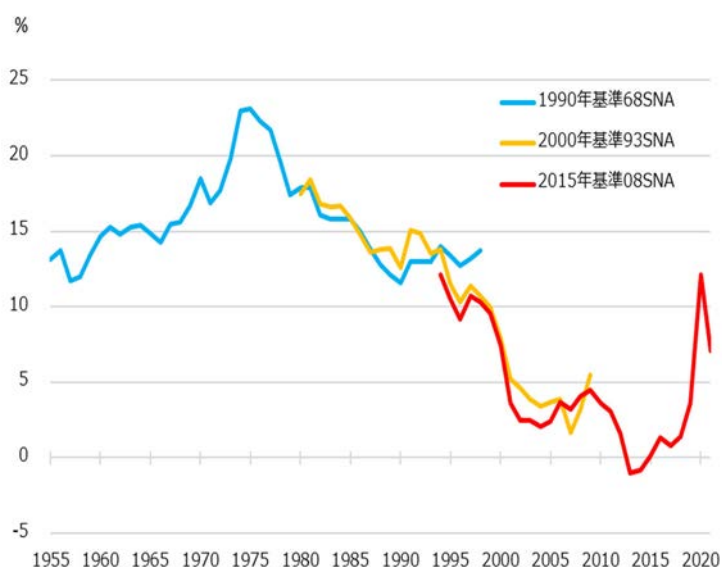
費を支えるには、どのような資金循環が望ましいのか、研究会で議論された内容を紹介したい。

2. 家計の資金過不足

(1) 資金余剰が継続したメカニズム

家計における資金余剰の長期的な推移について、家計貯蓄率の推移を通じて確認すると、1970年代までは20%を越える水準まで上昇傾向で推移していたのに対して、1970年代後半から低下傾向となり、2010年代前半においては一時的にマイナスを記録した年もあった。こうした貯蓄率の低下は、高齢化率の増加に伴うライフサイクル仮説に沿った「貯蓄を取り崩す動き」として理解される見方があり、高齢化が継続する中で、貯蓄率が下降するとの見方もあった⁵。だが、実際には、貯蓄率がマイナスになった年もあったが、マイナスが定着することはなく、2010年代の後半以降は、プラスに反転する動きとなった（図表2）。2020～2021年において、コロナ禍における特別定額給付金による所得増と、行動抑制による消費減の両面により、貯蓄率が大幅に上昇したが、四半期データで直近の動きを見ると、こうした影響が剥落して足元でコロナ前の水準に戻っている状況が確認できる（図表3）。

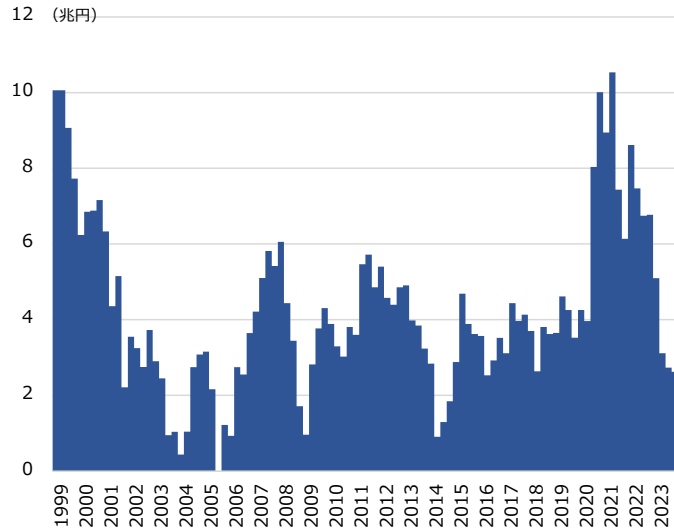
図表2 家計貯蓄率の推移（年次）



(出所) 内閣府「国民経済計算年次推計」各版

⁵ 例えば、財務総研の2009年の研究会報告書では、「日本の家計貯蓄率の今後の動向について占うと、資産価格の下落、老後、金融制度、経済全体、雇用などに関する不安の増大を初め、家計貯蓄率を下支えする要因もあるが、人口の高齢化の加速を初め、家計貯蓄率を引き下げる方向に働く要因の影響の方が大きいため、日本の家計貯蓄率は今後、さらに低下すると考えられる。」とされていた。

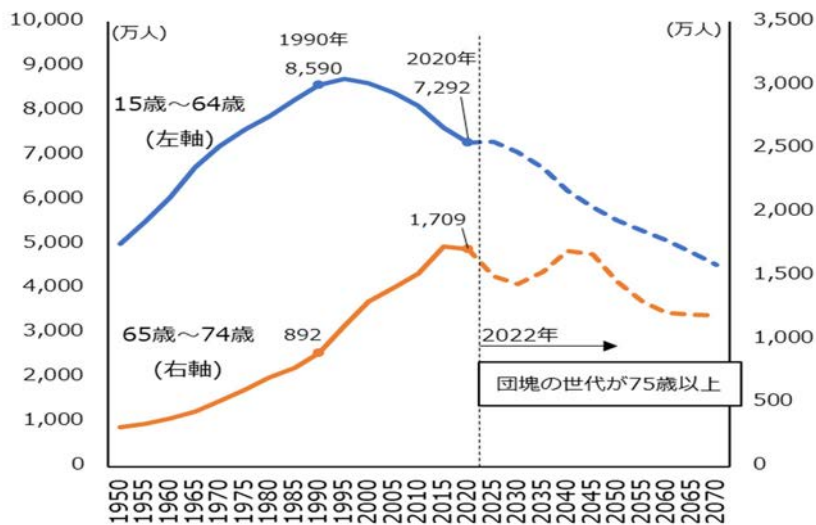
図表3 資金過不足の推移（四半期）



(注) 資金過不足は、4期後方移動平均値。
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」

この間の生産年齢人口は30年前の1995年をピークとして減少に転じており、1990年からの対比で2020年までに、1,300万人もの生産年齢人口が減少した。こうした状況が従来から予測されていたことが貯蓄率が低下するとの見方につながっていたと考えられる。だが、実際には就業者数が1990年以降、6,249万人から6,710万人に、過去30年で減少するどころか、むしろ460万人増加する結果となっている（図表4）。

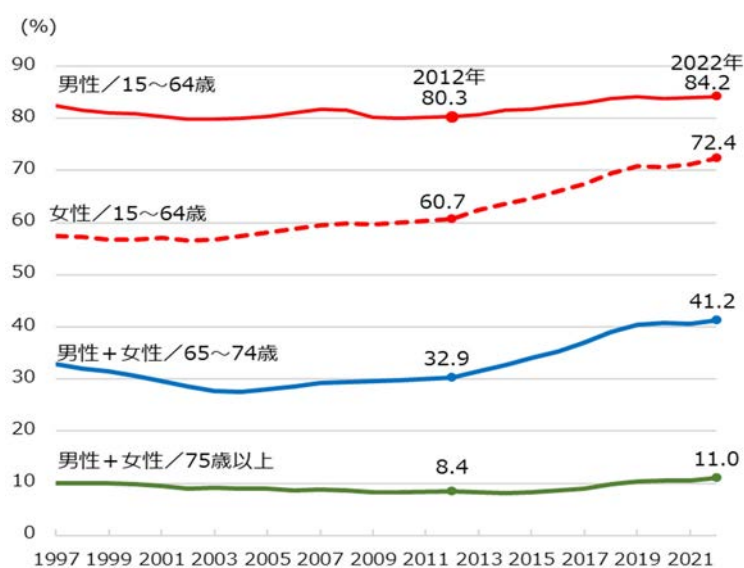
図表4 生産年齢人口と65～74歳人口の推移



(出所) 2020年までは総務省,国勢調査、2025年以降は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）」の出生中位・死亡中位仮定による推計結果。

その背景として、女性や高齢者の労働参加率の増加があった。15歳から64歳の女性、65歳から74歳の男女とも、過去10年で、10ポイント伸びている（図表5）。高齢者の中でも、65歳から74歳の人口の増加が見られたが、過去10年においては、団塊の世代が65歳から74歳の年齢層に該当していたことがその一因で、この年代に該当する人口の増加と、労働参加率の増加が相まって就業者数の増加に寄与していたと考えられる。

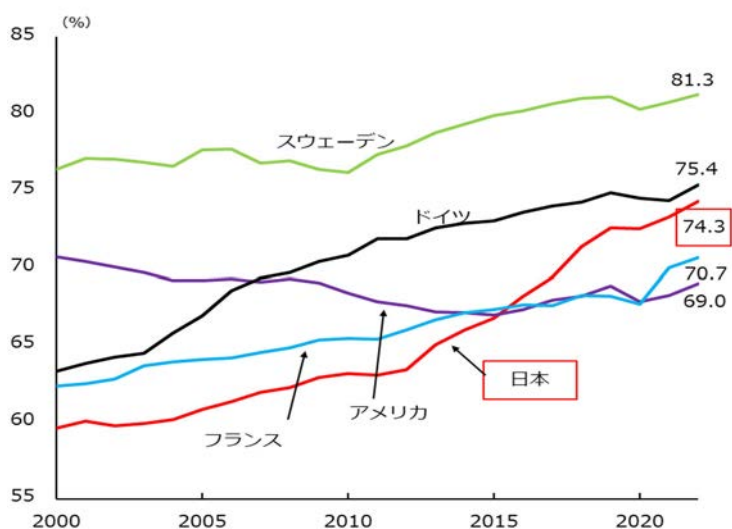
図表5 就業率の推移



(出所) 総務省統計局「労働力調査」

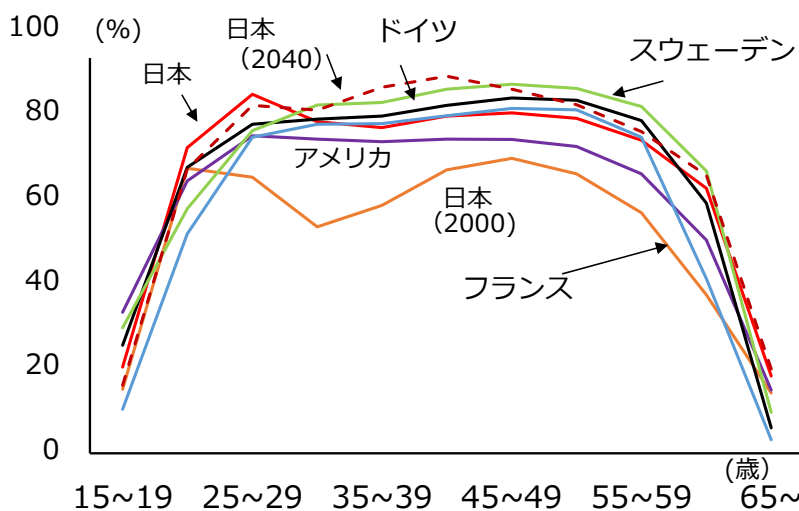
また、この間の女性の労働参加率の伸びについて確認すると、諸外国と比べても際立っていたことが分かる（図表6）。年齢層別の労働参加率を見ても、2000年と比べて、幅広い年齢層で労働参加率が上昇しており、特に20代は80%を越えていて、スウェーデンを含む欧米諸国を上回っている（図表7）。

図表6 女性の労働参加率の推移



(出所) OECD Statistics

図表7 女性の年齢層別の就業率

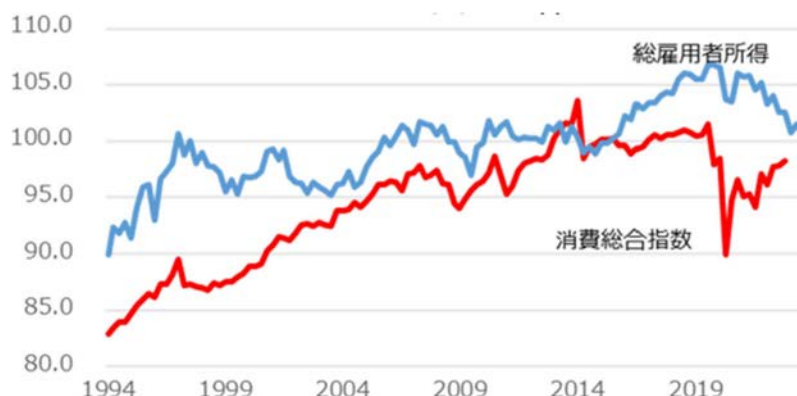


(注) 2040年推定値は、労働政策研究・研修機構「2023年度版 労働力需給の推計(速報)」に基づいて追記。

(出所) OECD Statistics

こうした中で、就業者数増加の増加により雇用者所得は、2020年前後まで増加が継続していたが、消費は2010年代を通じて伸びが限定的であり(図表8)、こうした所得と消費の動きを背景に、貯蓄率のプラスが維持されてきたと考えられる。河野(第4章)は、2000年頃から家計の貯蓄率が上昇している要因として、公的債務残高の膨張による社会保障制度の持続可能性に対する疑念が広がることによる予備的動機があると指摘している。

図表8 雇用者所得と消費の推移



(注) 実質総雇用者所得、消費総合指数いずれも物価の動きを加味した実質指数。
(出所) 内閣府「月例経済報告」

(2) 今後の展望

家計の資金余剰が継続してきた背景として、労働参加が増加する中で就業者数が維持された一方、消費の伸びが限定的であった状況を確認した。

今後の家計の資金余剰を展望する上で、まず、就業者数の推移を展望すると、まず、女性の労働参加については、川口（第6章）は、特に35歳から44歳の女性の就業率は2023年の78.6%から2040年には88%まで上昇するとの推計があり、母親の就業継続の一般化がその上昇要因になっていると考えられ、この世代の供給動向の予測は難しいが、労働力の供給余力は残っているとしている。

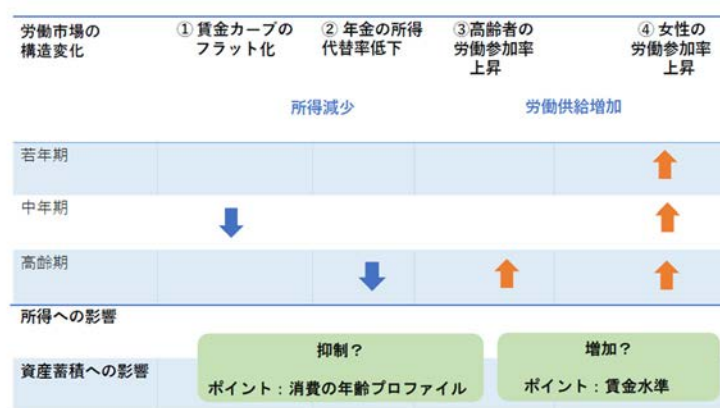
他方で、就業率の維持を支えていた65歳から74歳の男女の高齢者については、2030年にかけて減少していくことが見込まれている。その背景として「団塊の世代」が、2024年以降、全員が75歳以上となることがあげられる。75歳以上の労働参加率は10%程度と、大幅に減少することから、今後、高齢者の労働参加による就業者数の伸びを維持することは困難になり、今後は、生産年齢人口の減少が、就業人口の推移にダイレクトな影響を与える可能性がある。「労働政策研究・研修機構」の将来推計でも、2020年から2040年にかけて就業者が400万人程度減少するとされており、仮にこれが実現すると、2010年代に増加した就業者の増加分が帳消しになるようなインパクトを持つことになり、家計全体で見た所得の動向にも影響が及ぶ可能性がある。

今後の資金余剰を見ていく上でのポイントとして、古賀（第5章）は、上記の高齢者・女性は、現時点では非正規比率の高い層であるため、労働参加率の上昇にみられるほど、所得形成が力強いものとはならず、賃金水準の動向に着目することが重要と指摘した。また、就業によって得られた所得をどの程度消費や貯蓄に振り分けるかについても検証が必要であり、単純な消費性向を見る限りは、高齢者就業や共働きの増加は、資金余剰増加や資産蓄積増加につながるとみられるとしている。このほか、賃金カーブのフラット化や年金の所得代替率の低下も、消費の年齢プロファイル（年齢層ごとの消費水準）の変化次第ではあるが、

資金余剰減少については資産蓄積の縮小につながるとの見方を示した（図表9）。今後の家計の資金過不足を見通す上で、労働参加の増加による労働供給の「量的」な拡大のみならず、賃金上昇や正規雇用の増加を伴う労働供給の「質的」な向上により所得形成がなされるか着目したい。

また、今後の望ましい資金循環のあり方として、研究会で行われた議論の中で、古賀委員から、現在の日本経済では、家計の資金余剰が将来の経済のために必ずしも十分に活かされておらず、資源配分が非効率な経済になっているようにみえること、また、資産形成の将来リターンが高い状況、投資の収益率が高い状況となる経済を実現することによって、家計の資金余剰が将来の経済成長のために活用されることが重要との意見が示された。

図表9 所得・資産蓄積に影響を与える労働市場の要因



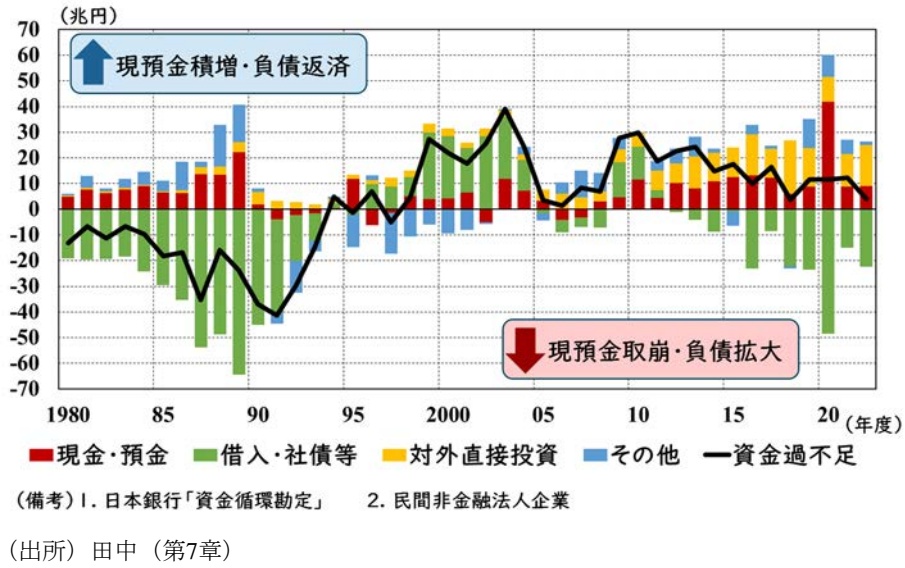
（出所）古賀（第5章）

3. 日本企業の資金需給

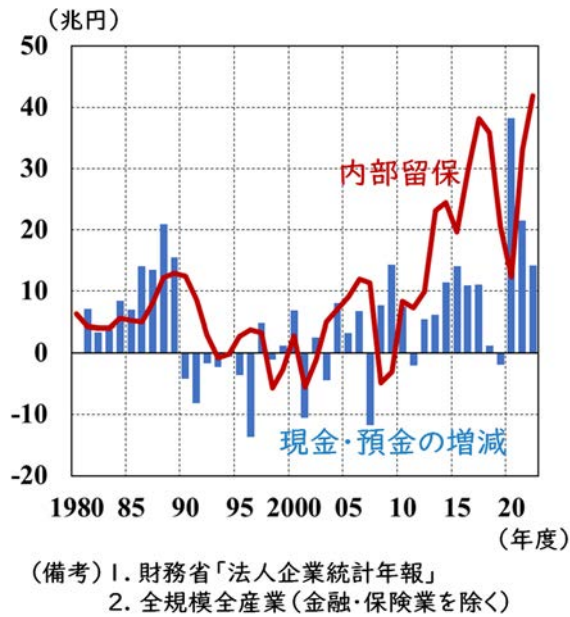
（1）資金余剰が継続したメカニズム

非金融法人企業における各年の資金過不足を見ると、バブル崩壊後の1990年代中ごろを境にして、資金不足主体から資金余剰主体に転じた（図表10、11）。その動きを主導したのは、負債を解消する動きだった。資金余剰自体は、バブル崩壊後、基本的に一貫しているが、その背景にある資金フローの状況は、リーマンショックの前後で変化した。リーマンショック前は、負債を解消する動きが資金余剰を主導したが、リーマンショック後、負債の減少の動きは一服する一方で、資金余剰は、現預金の蓄積や、海外設備投資に充当された。

図表10 企業の資金過不足の要因分解



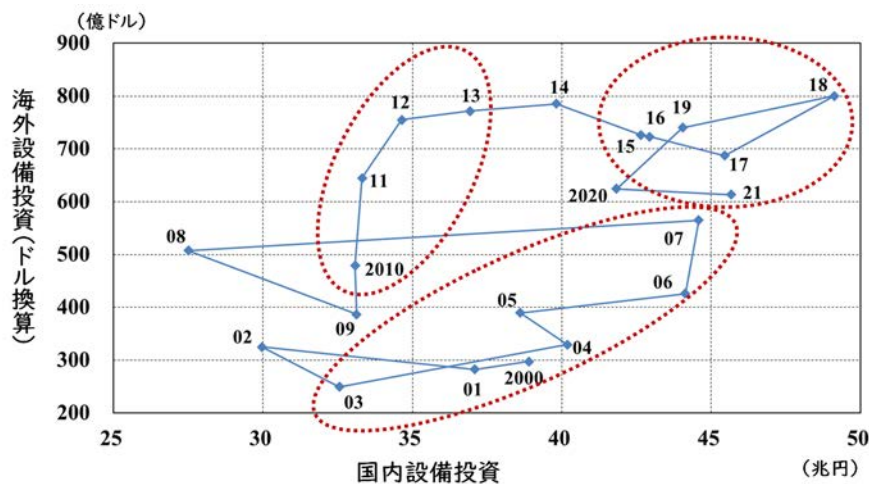
図表11 企業の内部留保と現金・預金の増減



田中(第7章)は、設備投資の推移を国内と海外で比較すると、リーマンショック前の2000～2007年にかけては、国内外ともに設備投資が増加しているが、円高方向に振れた2010年前後は海外設備投資を中心に増加した点を指摘し、国外では積極的なリスクテイクが行われたとしている。他方で、円安方向に振れた2010年代後半以降、海外設備投資の伸びは鈍化しているとしており、国内と海外の設備投資のバランスは為替レートが大きく影響したとし

ている（図表12）。対外直接投資も2010年代以降大きく増加していることが確認できるが、近年では新規投資が頭打ちになる一方で、再投資の占める割合が拡大している（図表13）。

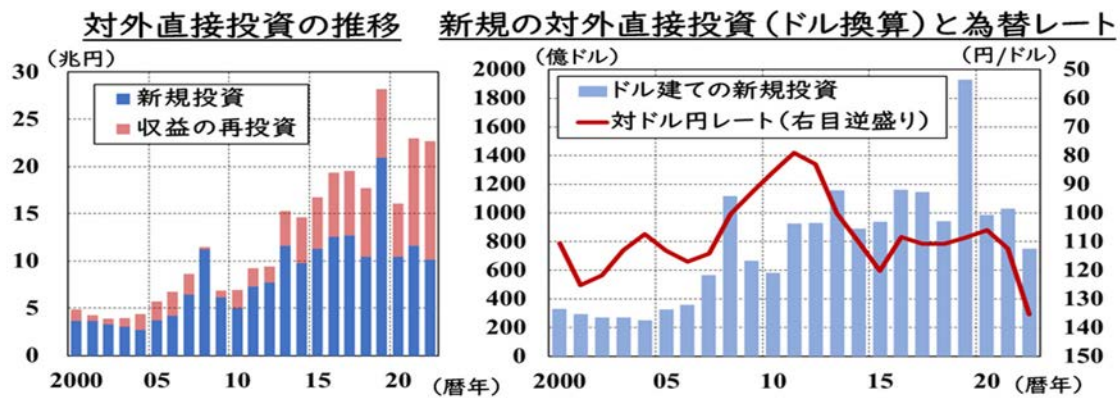
図表12 国内外の設備投資の推移



(備考) 1. 財務省「法人企業統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査」 2. 図内の数字は年度

(出所) 田中 (第7章)

図表13 対外直接投資の推移



(備考) 財務省・日本銀行「国際収支統計」

(備考) 財務省・日本銀行「国際収支統計」

(出所) 田中 (第7章)

また、世界金融危機以降、企業収益が堅調であった中で、設備投資の弱さが継続した要因として、①十分に高まっていない成長期待、②需要の不確実性、③過去の設備投資の失敗経験、④社齢の上昇等を上げ、新陳代謝の悪さや、旧態依然とした企業・産業に労働・資本が張り付いていることが日本企業・産業の問題点であると指摘する。また、戸村 (第11章) は、保守的になった企業経営者は国債発行で発生したキャッシュフローを投資に回さずに債務の削減を進めたことで資金余剰に転じたとしている。

(2) 今後の展望

このように、企業部門については、設備投資の伸びが限定的であった中で、資金余剰が継続し、海外投資と現預金の増加を通じて、政府と海外に資金を供給する立ち位置になっている状況を見た。

研究会で行われた議論の中で、今後の望ましい企業の資金過不足のあり方として、戸村委員から、生産性向上に繋がらない財政赤字を起点とするキャッシュフローではなく、銀行からの借入を伴うような投資活動によって企業が資金不足主体になることが望ましいとの指摘があった上で、銀行借入により生じたキャッシュフローが、家計の給与の増加に、さらには家計消費の増加につながっていき、好循環が生まれることが重要であるとの見方が示された。また、松林委員から、直接投資と、国内での設備投資は必ずしも代替的ではなく、対外直接投資を通じた企業の売上や利益の増加が、企業価値を向上させ、国内での設備投資に結び付いていくことが重要との見方が示された。

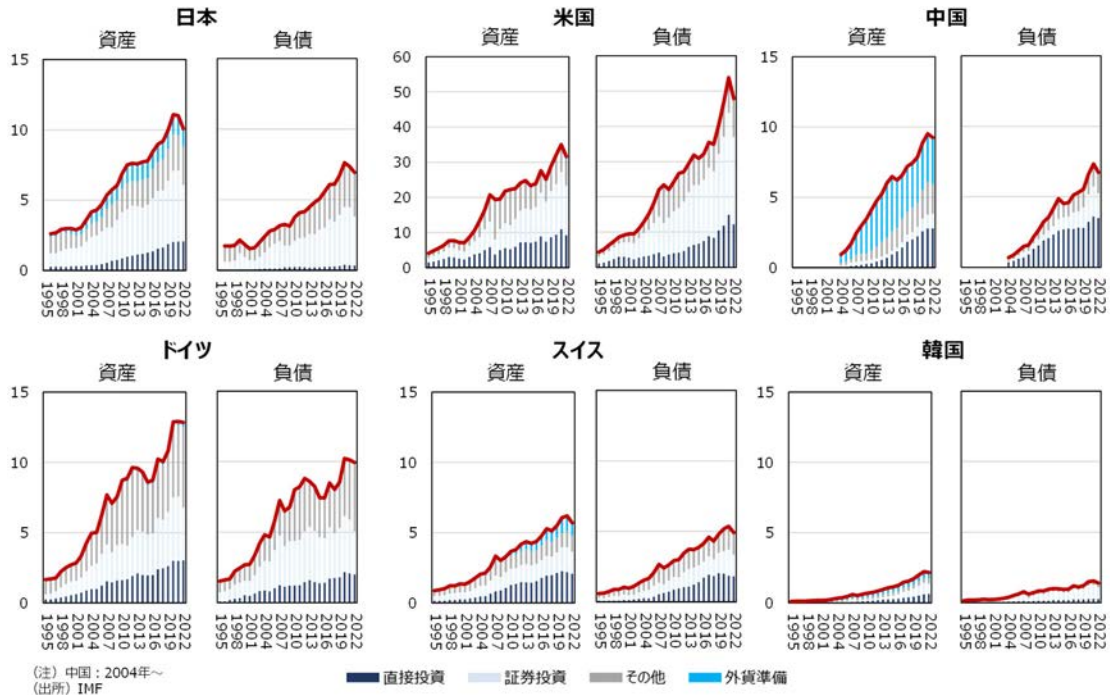
2020年前後以降の足元では、海外投資は高水準を維持する中で頭打ちになっている一方、国内での設備投資は増加基調にあり、上記の見方を踏まえた「望ましい姿」に近づく動きがある。こうした最近の動きが、今後の企業部門の資金過不足に与える影響に着目したい。

4. 海外部門—対外的な資金需給

国内企業により対外直接投資が積極的に行われてきたことを見たが、対外直接投資も含めて、海外との資金貸借の動向について、ストックとフローの両面で確認したい。

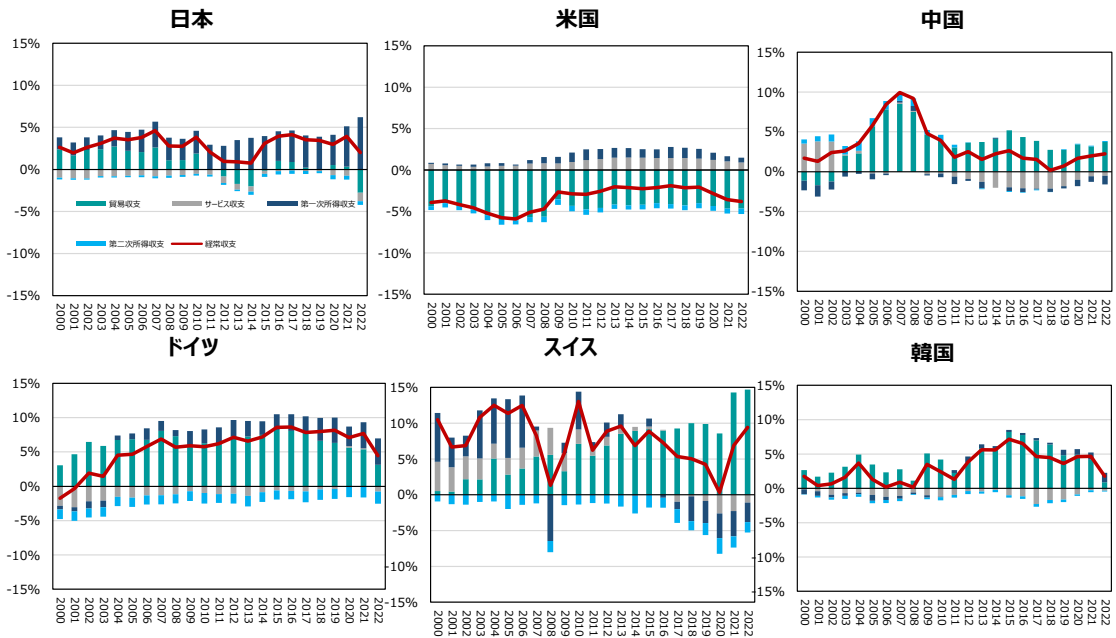
まず、対外資産・負債について確認すると、日本の対外直接投資の残高については、他の先進国と比べて際立って大きいわけではない（図表14）。特徴的なのは対内直接投資の規模であり、諸外国では対内直接投資と対外直接投資が両建てで増加している中で、日本では対外直接投資のみが増加する例外的な状況にある。このことが、所得収支黒字幅の拡大にも寄与していると考えられる（図表15）。

図表14 対外資産・負債の国際比較（兆ドル）



(出所) 伴他 (第3章)

図表15 経常収支の国際比較（対GDP比）



従来、日本の経常収支は貿易収支のウェイトが高く、経常収支は一貫して黒字であるが、

そのウェイトは貿易収支から第一次所得収支に変化している。佐々木（第9章）は日本の輸出は、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、今後も恒常的な貿易赤字となる可能性が高いとしている⁶。

所得収支については、近年、国内に資金が「還流」しない部分があるとの指摘がなされることがある。第一次所得収支の大宗を構成する投資収益は、「直接投資収益」、「証券投資収益」、「その他投資収益」から構成されるが、「直接投資収益」を構成する「配当金・配分済支店収益」・「利子所得」・「再投資収益」のうち、投資先の海外子会社の内部留保である「再投資収益」については、会計上、連結ベースは国内の親会社の収益として計上されうるものの、国内の親会社にキャッシュが還流することはない。

唐鎌（第10章）では、この「再投資収益」に加えて、国内法人が海外の有価証券から得られる債券利子や株式配当金である「証券投資収益」についても、「通例、複利の効果を狙って再投資されることが多い」との判断の下で、「日本円に戻すような行動はあまりとられない」と仮定する。2022年の所得収支のうち、「再投資収益」は4割弱、「証券投資収益」は3割弱を占めることから、「第一次所得収支のうち7割弱の受取が日本に戻ってきていない」と類推できるとする。その上で、経常収支から、この第一次所得収支の7割弱の部分を除いた部分のみを「キャッシュフローベースの経常収支」と捉え、「キャッシュフローベースの経常収支」は2022年と2023年において赤字であるとの推計を示している。これに対して、松林（第8章）は、定義上、海外で再投資されることが確実な「再投資収益」のみを国内に還流しない収益と捉え、「直接投資収益」を除いた金額（「配当金・配分済支店収益」と「利子収益」の合計）から「再投資収益」を除いた金額を「国内還流率」として捉えた上で、近年の国内還流率は5割程度で推移しているとしている。

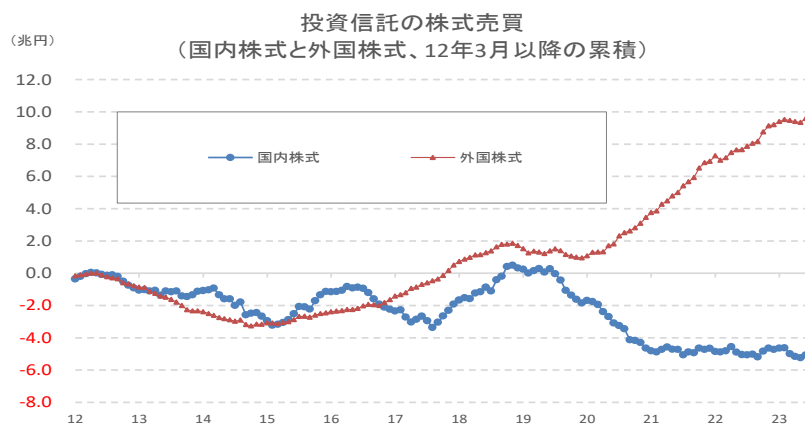
松林（第8章）は、対外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズムを検討している。①2004年の米国の「雇用創出法」等の国内還流の促進策に加え、②製造業で比較優位のある部品・部材を中心とする高付加価値財の生産・輸出の経路を取り上げ、そのために有効なグローバルM&A等を通じた輸出の増加、③海外での再投資により連結ベースで見た企業価値が向上することで日本国内の資本蓄積（国内設備投資の増加）を促進する、という3つのメカニズムを提示している。

また近年着目される家計による海外投資について、唐鎌（第10章）は、家計にも、ホームバイアス解消の動き（投資信託経由の株購入、国内から海外への動きが明確に出ている）が見られるとする。米株投資ブームは1つのキャピタルフライトの形であり、「日本よりも海外

⁶ 佐々木（第9章）は、為替レート変動により輸出入価格がどれくらい変化し輸出入に影響を与えるか（「パススルー」と呼ばれる）に関する分析結果を紹介している。それによると、パススルーは金融危機前後で構造変化が見られ、日本の輸出は金融危機後に為替レートの変化に対する感応度が小さくなったとし、例えば2012年～2015年にかけて円相場は下落したにも関わらず、輸出先の輸出価格が下がらなかったのは、日本の輸出の伸びが鈍化したことに部分的に影響していることを明らかにしている。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。こうした違いから、かつて恒常的だった日本の貿易黒字は、今後は恒常的な貿易赤字となる可能性が高いと分析している。

の成長に賭けたい」という合理的な思惑があるとしている（図表16）。河野（第4章）も、「インフレによって実質価値が目減りすれば日本の預金者はゼロ金利の続く円預金を手放し、ドルや他の国際通貨の預金を徐々に保有し始めるのではないだろうか」と指摘し、円の実需が弱まる可能性を示している。

図表16 投資信託の株式売買



(資料) 投資信託協会、※2023年9月までのデータ。

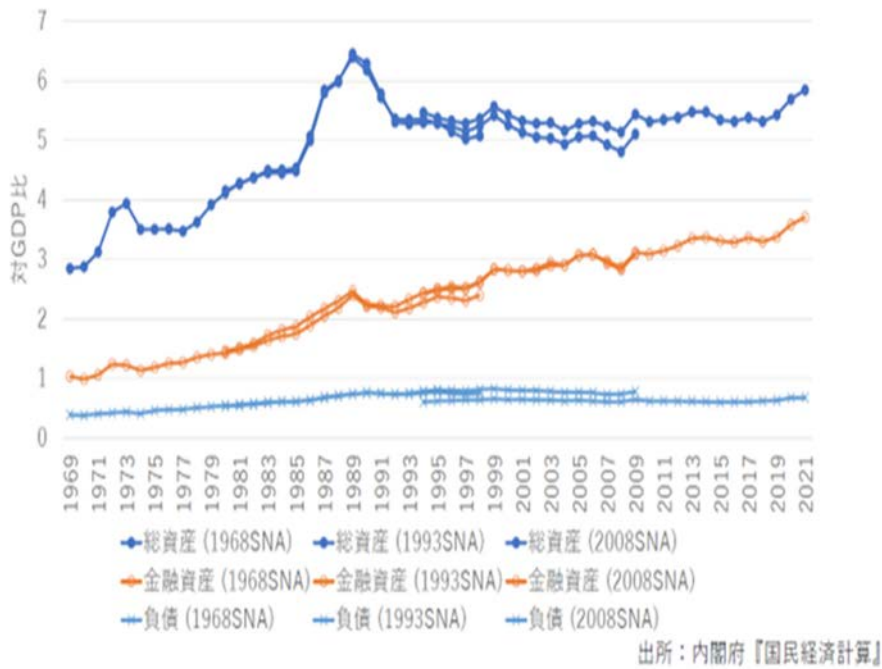
(出所) 唐鎌（第10章）

5. むすびにかえて — 「資金循環」から何を読み取るか

各部門の資金需給を確認する中で、資金循環全体の中で、家計・企業の資金余剰と海外・政府の資金不足がバランスしている状況を確認した。このうち、特に、政府の資金不足と企業・家計の資金余剰の関係について、齊藤（第2章）は、金利がゼロに収斂する「マイルドなデフレ過程」にある中で、個人消費が長期間にわたり低迷する下での「(家計の) 貸しっぱなし」・「(政府が) 借りっぱなし」が「四つに組んだ状態」であり、容易に変化することがない状況として捉える見方を示している。

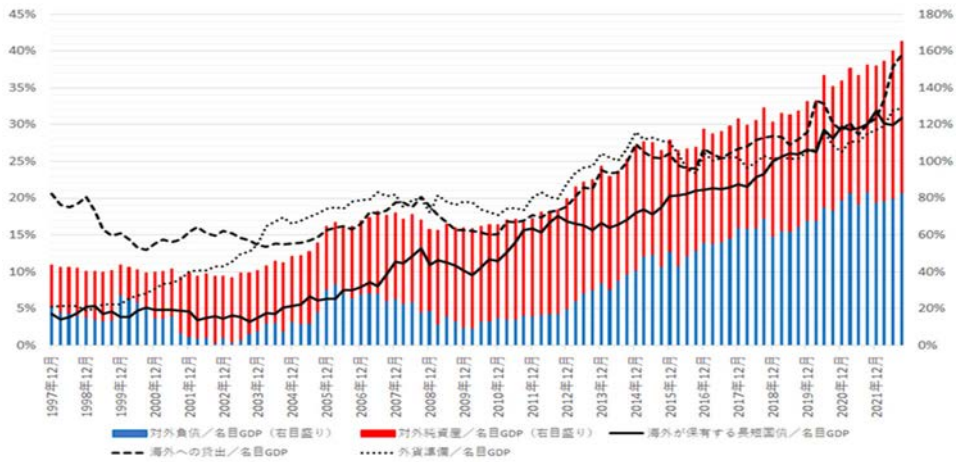
他方で、戸村（第11章）は、家計の金融資産と実物資産を合計した家計の総資産は実質金利の水準に照らして合理的に決定されているとの見方を示す。実際、マクロ的な収益率が低位に安定してきた中で、国債消化を支える金融資産残高が増加する一方、地価を含めた実物資産の価値が縮小してきたことで、家計の総資産の価値はほぼ一定の水準に保たれてきた。この見方では、実物資産の価値がゼロにならないことを考慮すると、全ての家計資産が金融資産に置き換わる前のどこかの時点で、国債が海外の資金で消化される必要性が本格化することが示唆される（図表17、18）。

図表17 日本の家計資産の推移



(出所) 戸村 (第11章)

図表18 日本経済の対外ポジション



(出所) 齊藤 (第2章)

その上で、研究会で行われた議論の中で宇南山座長から、家計・企業の資金が政府部門に貸し出されるという現在の資金循環の構造は、制度部門ごとの課題を反映して容易には変わらず、変えることも難しい状況である一方で、この状況は長期的には維持不可能であることも確実な情勢であり、将来の資金循環構造の破局的な変化を回避するためには、制度部門ごとの課題の解決が不可欠であるとの見方が示された。

家計の資金余剰の蓄積が減る状況が生じた場合の資金循環への影響についても研究会の中で議論が行われた。古賀委員から、仮に、家計の資金余剰の蓄積が減る状況では、政府の資金不足が減る必要があり、これは高齢化が進んでも社会保障費が膨らまない状況を意味するとの見方が示された。また、そのためには、家計に対する給付と負担のバランスを変化させる必要があり、そうした中でも、消費が維持されるには、所得形成が盤石である必要があり、その起点となりうるのは「労働市場」であるとの見方が示された。

この点を踏まえると、これまでのように労働参加により労働供給が「量的」に維持されることに期待するというより、賃金上昇を伴う形で労働供給が「質的」に向上していくことが重要である。こうした家計の所得環境の向上には、企業による積極的な投資が必要であるが、海外収益により向上した企業価値を国内投資に繋げることの一つの契機として、日本経済を「望ましい資金循環」の姿に近づけることができると考えられる。

参考文献

チャールズ・ユウジ・ホリオカ（2009）「日本の貯蓄率：高齢化の影響」『我が国の経済・地域の構造変化に関する研究会』報告書、財務総合政策研究所

補論 資金の過不足と実体的な経済活動の関係について

資金余剰および資金不足は、各部門における所得と支出の差によって生まれるが、2021年の単年で見たベースで、各部門で資金過不足が生じる構造について、所得と支出と関連づけて確認する（図表19）。

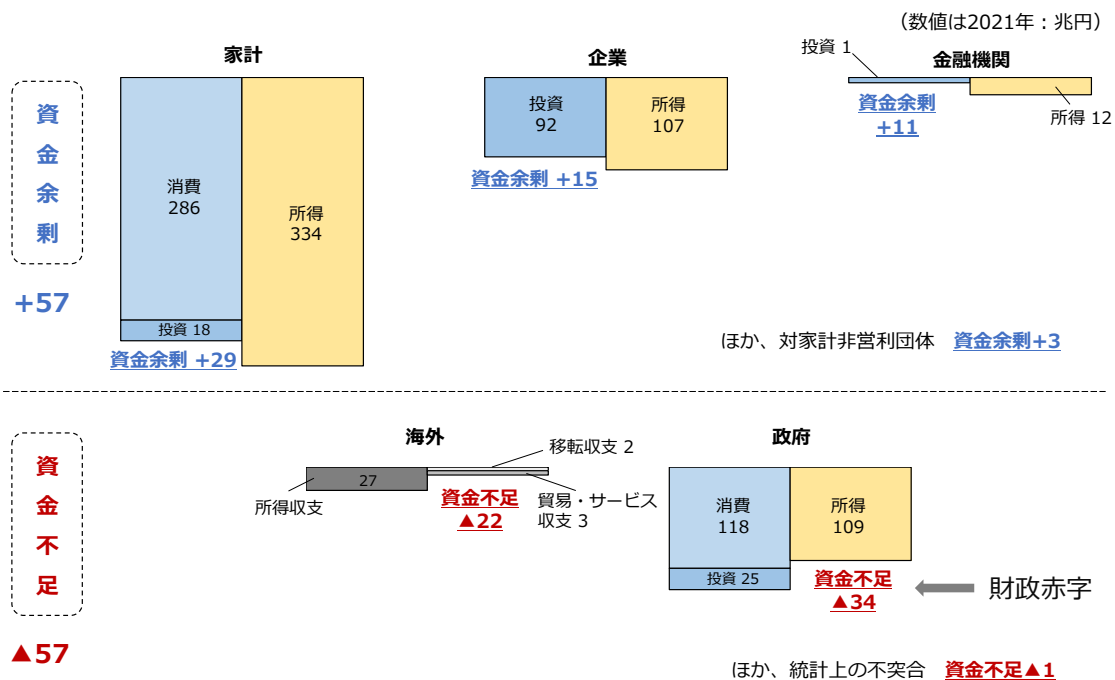
まず家計については、2021年における可処分所得334兆円であり、これと、消費286兆円と、住宅投資等の投資18兆円の合計を対比すると、所得が29兆円上回っており、これが、他の部門への資金供給する原資となっている。

企業と金融機関の「所得」も「可処分所得」を示しているが、国民経済計算（SNA）では、当期純利益から配当の受払を差し引いた金額、おおむね内部留保の増加額に相当する金額を、企業と金融機関の「可処分所得」と観念している。この「所得」から、国内向けの実物投資を差し引いた金額が、企業と金融機関それぞれについて15兆円、11兆円生じており、資金余剰として、企業と金融機関が他部門に資金供給を行う原資となっている。

資金不足主体に目を転じると、海外については、いわゆる所得収支がネットで見ると27兆円海外から日本へ支払われたのに対して、日本から海外への支払いとしては、ODAなどに伴う移転収支が2兆円、貿易サービス収支の赤字に伴う支払いが3兆円あり、ネットで見ると22兆円が海外から日本への支払い超過、海外にとっての資金不足、すなわち、日本から資金調達を行う金額となっている。

政府については、政府消費118兆円、政府投資25兆円に対し、税・社会保険料の受け取りと給付をネットで見ると所得は109兆円に過ぎず、差し引きした資金不足34兆円が財政赤字、すなわち、政府以外の主体から資金供給を受ける必要があり、統計上の不突合もあわせて、合計57兆円の資金不足、すなわち資金需要が生じることになる。

図表19 資金過不足の発生



(注)「所得」は、可処分所得を示している。なお、企業・金融機関については、当期純利益から配当金の受払を差し引いた金額、政府については、税・社会保険料から給付・移転等を差し引いた金額に概ね相当する。

(出所) 内閣府「国民経済計算」を用いて作成。