

第10章 財政赤字と金融市場

- オープン・マクロ経済における財政政策の効果 -

福田 慎一

(東京大学経済学部助教授)

1. はじめに

近年の大規模な財政支出拡大の結果、現在の日本経済はきわめて深刻な財政赤字の累積を経験することとなった。これは、かつて膨大な財政赤字をかかえていたアメリカやイタリアなど他の先進国が近年着々と財政赤字の削減に成功しているのとは好対照であり、長期的な視野から日本経済の将来を考えた場合、21世紀初頭における財政政策をめぐる状況はきわめて深刻といえる。

一般に、財政赤字の拡大が内外のマクロ経済に及ぼす影響は多岐にわたり、それぞれが密接に関連していることは事実であろう。しかし、本稿では特にオープン・マクロ経済という観点から、財政赤字の拡大が日本の経常収支および為替レートに及ぼす影響を及ぼすかを、金融政策の効果と比較しながら考察する。

近年、各国経済の国際化が進むにつれて、輸出や輸入という財の取引ばかりでなく、株式や債券といった金融資産の取引が国際間で非常に活発になってきている。したがって、資本の国際間の移動が存在する場合に、金融・財政政策の有効性がどのように変更を受けられるかは、今日の日本経済の問題を考える上で非常に重要な問題となってきている。ただし、国際資本移動が存在するオープン・マクロ経済において、財政赤字の拡大が今後の日本の経常収支および為替レートに及ぼす影響を及ぼすかは、どれくらいのタイム・スパンで問題を考えるかによってその結論が大きく異なる。そこで本稿では、短期と中長期の両方の視野からこれらの問題を考察することにする。

もちろん、経常収支や為替レートの動きは、自国だけでなく外国の経済事情によっても大きく変化するものである。たとえば、米ドルの金利が上昇すれば、為替レートはドル高・円安となるであろうし、それによって日本の経常収支の黒字幅は増加するかもしれない。

また、アメリカの景気が今後失速するようなことがあれば、アメリカへの輸出は減少し、日本の経常収支の黒字は減少するであろう。逆に、アメリカの景気がさらに過熱し、インフレが顕在化してくれば、日本の経常収支の黒字は増価する一方、為替レートは円高・ドル安になるであろう。

したがって、以下での議論される今後の経常収支および為替レートに関するシナリオは、これら外的な要因が大きく変化すれば必ずしも成立しなくなるものである。また、国内的な要因に議論を限定した場合でも、今後のシナリオは、これから日本の景気がどれくらいのスピードで自立的な回復を示し、それによって現在はゼロとなっている国内金利がどのように上昇していくかにも依存することになる。このため、外的な要因がそれほど大きく変化しない場合であっても、以下で述べる議論は、特に短期的な経常収支および為替レートの動向に関してはかなり不確定要素が強いと考えられる。

2. 短期的な視野からの考察

(1) マンデル・フレミング・モデル

オープン・マクロ経済学において財政政策の短期的な効果を考察する上での1つの標準的なモデルは、「マンデル・フレミング・モデル」である（Mundell (1963)およびFleming(1962)）。そこで本節では、まず、マンデル・フレミング・モデルを用いて、比較的短期的な視点から、財政赤字の拡大が日本の経常収支および為替レートにいかなる影響を及ぼすかを考察することにする。

このモデルの1つの大きな特徴は、為替レートの変動が経常収支に与える影響を考慮する一方で、マクロ政策の国際的連関を金利差がもたらす資本収支への影響を通じてとらえているところにある。このため、今日のように国際間で資本が自由に移動する状況においては、マンデル・フレミング・モデルは開放マクロ経済における政策の効果を考える上で、もっとも広く受け入れられている分析の枠組みの1つとなっている。

ただし、このモデルは物価水準や名目賃金が硬直的であることを仮定し、有効需要の変動によって総生産量が変動するケインズの状況が想定されている。このため、マンデル・フレミング・モデルは、完全雇用がほぼ実現し、インフレが顕在化している経済では、妥当性をもたない。しかし、現在の日本経済では、大きな需給ギャップがあり、非自発的失業が存在していると考えられる。したがって、この点でマンデル・フレミング・モデルは

現在の日本における需給ギャップを埋める経済政策の効果を考える上で1つの有用な分析の枠組みと考えられる。

(2) 財政政策

はじめに、国際資本移動が自由な変動相場制のもとで、財政支出が拡大されたときにどのような効果が現れるかを、IS-LM 曲線を使った図表1によって検討してみよう。まず、初期時点において経済が図表1のA点にあり、日本の利子率(i)と外国の利子率(i^*)が同じ水準にあったとしよう。一般に、為替レートの期待変化率がゼロであると仮定すると、資本収支の均衡を示す曲線は図のBP線となるので、A点では資本移動は存在しない。¹

この状況のもとで、財政支出が増大した場合、IS曲線が一時的に右へとシフト (IS → IS') する結果、IS曲線とLM曲線の交点はA点からF点へと移動し、日本国内の生産量を増大させると同時に、国内の利子率を上昇させる。しかし、国内利子率の上昇は外国から日本への資金の流入を生み出すので、円に対する需要の増大によって為替レートは増価し、円高・ドル安となる。したがって、為替レートの調整メカニズムが働くことを仮定すれば、以上のような為替レートの増価は日本の経常収支を悪化させ、日本の利子率が外国の利子率と等しくなるまでIS曲線を左へシフトさせることになる (F点 → A点)。すなわち、マンデル・フレミング・モデルでは、財政支出が総生産量に与える効果は、外国の利子率が一定に保たれている限り、為替レートの増価 (円高・ドル安) と経常収支の悪化によってちょうど打ち消されてしまう形となり、日本国内の生産量および利子率は、財政支出が増加する以前と以後では結果的に同じとなるのである。

(3) 金融政策

これに対して、マンデル・フレミング・モデルでは、金融緩和が経済に及ぼす効果は、財政政策とは大きく異なる。このことを見るため、同様の変動相場制のもとで、マネーサプライが増大したことによる効果を、図表2を使って考えてみよう。図表2では、初期時点は資本収支が均衡しているA点にあり、日本国内の利子率(i)と外国の利子率(i^*)が同じ水準にある状況が描かれている。

この状況のもとでマネーサプライが増大した場合、まずLM曲線がLMからLM'へと右へシフトする。このため、経済はA点からH点へと移動し、国内の国民所得は Y_0 から Y_3 へ増加、利子率も一時的に下落する。しかし、この国内利子率の下落は自国から外国への

資金の流出を生み出すので、資金は少しでも高い利子率を求めて海外へ流出する。その結果、国内利子率が外国の利子率と等しくなるまで、日本の為替レートは減価する。

為替レートの減価（円安・ドル高）は、日本の経常収支を改善させ、有効需要の増大を通じてIS曲線を右へシフトさせる（IS→IS'）。このIS曲線の右へのシフトは、経済が国内利子率と外国の利子率が等しくなるK点まで移動するまで続き、その有効需要の増加の効果を通じて国内の生産量は Y_1 まで大きく増大する。すなわち、国際間の資本移動が自由な変動相場制では、金融政策は、為替レートの減価による経常収支の改善を伴うことによって、国内の国民所得を増加させる上では非常に強力なものとなる。

3. 不完全な金利裁定

(1) マンデル・フレミング・モデルの限界

以上のようなマンデル・フレミング・モデルから導かれる結果は、大きな需給ギャップが存在する現在の日本経済における経済政策の効果を考える上では、1つの有用な分析の枠組みとなりうるものだ。しかしながら、後に見るように、現実には為替レートの変化に対する輸出・輸入の反応はきわめて鈍く、マンデル・フレミング・モデルで前提となっているような経常収支に対する為替レートの調整メカニズムは、短期的のみならず、中長期的にも十分には機能していないのが現状である。

また、モデルでは、国際資本移動が完全に自由な変動相場制が想定されており、2国間で金利差が発生すると、金利差がなくなるまで無限の資本移動が発生することが仮定されている。確かに、今日では資本収支に計上される各国通貨の金融取引が飛躍的に増大し、その額は経常収支に計上される輸出入の額をはるかに凌ぐまでになってきている。しかし、現在の日本経済は、短期金利はほぼゼロ、長期の国債金利も2パーセントに満たない低金利であるにもかかわらず、より高い金利をもとめて無限の資本移動が発生しているという状況にはない。そこで、より現実に即した分析を行うために、ゼロ金利下の日本経済の現状を踏まえた上で、前節で説明したマンデル・フレミング・モデルを再検討していく必要がある。

(2) 変動相場制のもとでの金利裁定

まず、日本経済の現状に即した分析をする前に、変動相場制のもとでの（カバーなし）

金利裁定の議論を簡単に振り返ってみよう。一般に、変動相場制のもとでは、裁定にもとづく国際間の資金移動は、2 国間の金利差ばかりでなく、為替レートの変化率に依存して行われる。

たとえば、現在の（円建て）為替レートを e 、将来の（円建て）為替レートを e^* とし、資金を日本とアメリカで運用した際の収益率を比較してみると、資金を運用する際の収益率が日本とアメリカで等しいという金利裁定が働く限り、

$$1 + i = (1 + i^*)(e^*/e) \quad (1)$$

が成立する。これが、変動相場制のもとでの「カバーなし金利裁定式」である。

人々の円高・ドル安期待が平均的に存在する場合、日本と海外との金利差の存在は、変動相場制のもとではカバーなし金利裁定式（1）と整合的である。また、リスク・プレミアム、とりわけ為替変動に伴うリスク・プレミアムの存在を考慮すれば、現在の日本経済がゼロ金利であるにもかかわらず、無限の資本移動が発生していないという状況は、金利裁定式でもある程度説明できる。

（3）ホーム・バイアス・パズル

確かに、現在の日本経済は依然として多くの分野で過剰設備や過剰雇用を抱えており、国内資金の需給をバランスさせる実質利子率は非常に低いと考えられる。したがって、国際間の資本移動の問題を考えなければ、好景気のアメリカと景気低迷下の日本との間に、かなりの金利差が生まれることは事実であろう。しかし、仮に資本移動が完全であれば、資金は高い収益率を求めて日米間を移動するはずであり、それが中長期的にも非常に緩やかな形でしか起こらないとすれば、やはり不自然なことといえる。このため、現在の日米の金利差は、人々の円高・ドル安期待やリスク・プレミアムを考慮したとしても、カバーなし金利裁定式（1）を満たすにはやはり大きなものであると考えられる。²

このことは、少なくとも制度上の制約は完全に取り払われた日本においても、国際間の資本移動には、何らかの理由で依然として不完全性が存在していることを意味している。実際、日本人の金融資産構成を調べてみると、その大半は国内の金融資産、とりわけ国内の預貯金で占められていることがわかる。このような国内の金融資産に偏った資産保有は、必ずしも最適なポートフォリオ理論と整合的でないため、「ホーム・バイアス・パズル」と

呼ばれている。ホーム・バイアス・パズルは、日本に限らず多くの先進国で見られる共通した現象である。その原因としては情報の非対称性や取引費用の存在などさまざまな可能性が指摘されているが、これまでのところ十分に解明されていない問題である。³

4. ゼロ金利下の経済政策

(1) 流動性のワナ

伝統的なマクロ経済学でも、マネーサプライを変化させたときの効果は、LM曲線が水平な場合には全く無効になることも知られている。これはLM曲線が右へシフトした場合であっても、それが水平である限り、LM曲線に変化がないからである。LM曲線が水平に近くなるケースは、貨幣需要の利子弾力性が非常に大きい場合であり、ケインズはこのようなケースを「流動性のワナ」と呼んだ。しかし、通常は貨幣需要の利子弾力性は小さいと考えられており、このような流動性のワナが生まれることはきわめてまれである。

しかしながら、完全雇用のもとで国内貯蓄が国内投資を大きく上回っているケースでは、IS曲線は一般に左方に大きくシフトしている。このため、図表3で示されるように、名目利子率が0%以下にはならないという制約（ゼロ金利制約）のもとでは、もはやIS曲線とLM曲線は交わらなくなる。その結果、ゼロ金利制約が成立するもとでは、国民所得はIS曲線が横軸（ゼロ金利）と交わる Y_0 に決定され、LM曲線で表される貨幣市場は国民所得の決定に何らの役割も果たさないこととなる。

これが「現代版の流動性のワナ」であり、この状況のもとでは、LM曲線をシフトさせるような金融政策は有効でなく、IS曲線をシフトさせる政策のみが有効となる。もちろん、国際間の資本移動が完全で金利裁定が十分に働いているケースでは、国内で大幅な貯蓄超過が発生している場合でも、国内金利はゼロにならない。しかし、前節で見たように、現状ではこのような金利裁定は十分には機能しておらず、短期金利が実質的にゼロとなった1999年2月以降の日本経済は、現代版の流動性のワナにきわめて近い状況に陥ったと考えられる。

(2) 財政政策

はじめに、ゼロ金利制約のもとで、財政支出が拡大されたときにどのような効果が現れるかを、IS-LM曲線を使った図表4によって検討してみよう。まず、ゼロ金利制約のもと

でも、財政支出が増大した場合、IS 曲線は右へとシフト (IS → IS') する。しかし、図表 4 から明らかなように、IS 曲線が LM 曲線と交わる点まで移動しない限り、国内の生産量は Y_0 から Y' へ増大するが、国内の利子率は上昇しない。

このため、ゼロ金利制約が有効である限り、変動相場制のもとでも、財政支出の拡大は、金利上昇を通じては為替レートには影響を与えることはない。もちろん、国内金利が上昇しない場合でも、国民所得の増加に伴って海外からの輸入が増加すれば、日本の経常収支は若干悪化するであろうし、それによって為替レートも影響を受けるだろう。しかし、その変化は相対的には小さく、財政支出拡大による乗数効果は大きなものとなる。

したがって、財政支出の拡大が為替レートや経常収支、それに国民所得に今後どのような効果を与えていくかは、今後、ゼロ金利の状態がどれだけ持続していくかに依存することになる。すなわち、ゼロ金利制約が有効な限り、財政政策はマンデル・フレミング・モデルとは大きく異なり、為替レートや経常収支には小さな効果しか与えない一方、乗数効果を通じて総生産量に大きな効果を与え、少なくとも景気の下支えには寄与することになる。⁴

(3) 金融政策

これに対して、金融緩和が総生産量に及ぼす効果は、財政政策とは大きく異なる。このことを見るため、まず、同様のゼロ金利制約のもとで、マネーサプライが増大した時の効果を考えてみよう。ゼロ金利制約のもとでも、マネーサプライが増大した場合、LM 曲線は LM から LM' へと右へシフトする(図表 2)。しかしながら、経済全体の大幅な貯蓄超過によって IS 曲線と LM 曲線は交わることがないため、LM 曲線のシフトは国内の総生産量を増加させることができない。すなわち、LM 曲線のシフトは、ゼロ金利制約が続く限り、マクロ経済に何らの効果ももたらさず、国内の総生産量ばかりでなく、国内利子率、為替レート、それに経常収支も何らの影響を受けることはない。

ただし、Krugman(1998)が主張するように、「流動性のワナ」のもとでの金融政策は、LM 曲線をシフトさせるだけの一時的な金融緩和は有効ではないが、中央銀行が中長期的な金融緩和にコミットすることによってインフレ期待を高めることができれば有効となりうる。なぜなら、設備投資に影響を与えるのは名目金利ではなく、実質金利であるため、インフレ期待を高めて実質金利を下げる事ができれば、IS 曲線も右方へシフトするからである。フィッシャー方程式から、「実質金利 = 名目金利 - 期待インフレ率」が成立する

ので、名目金利 = 0 のもとでは、金融政策によって期待インフレ率さえ高めることができれば、実質金利が低下する。したがって、設備投資が実質利子率の減少関数であることに注目すれば、「流動性のワナ」のもとでの金融政策も、期待インフレ率を高めるようなターゲットを設定することができれば、IS 曲線をシフトさせることによって有効となりうるのである。

(4) インフレ・ターゲット論の問題点

財政赤字が累積し、財政政策にこれ以上の景気下支え効果が期待できないなか、第 11 章の齊藤（誠）論文にもみられるように、以上のような「インフレ・ターゲット」は、現在の日本の金融政策において 1 つの有力な代替案である。⁵ また、かりにインフレ・ターゲットによってインフレが発生すれば、それによって為替レートは円安・ドル高となり、日本の経常収支の黒字は増加するであろう。しかしながら、期待インフレ率を高めることを目的とした「インフレ・ターゲット」の考え方には、いくつかの問題点がある。

一つは、日本銀行が期待インフレ率を適切にコントロールできるかという点である。現在の日本経済は、徐々に景気回復の前兆がみられるものの、民間の資金需要は活発とは言えず、国内の民間貯蓄投資バランスは大幅な貯蓄超過にある。したがって、日本銀行がオペレーションによって民間に資金を供給しようとしても十分に需要されず、その結果、インフレ率もゼロの近傍からは上昇していないのである。⁶

もちろん、公的部門が大幅な赤字をかかえている現在、日本銀行が大幅に国債の買い切りオペを拡大したり、新規に発行された国債を大量に引き受けたりすれば、インフレを起こすことは可能であろう。⁷ また、Krugman が主張するように、日本銀行が今後数年間にかけてインフレを起こすことに大きくコミットすれば、人々の期待は変化し、インフレが発生するかもしれない。しかし、それらによって実現されるインフレ率は、今後の日本経済にとって必ずしも望ましい水準であるとは限らない。場合によっては、それまでゼロの近傍にあったインフレ率が突然 2 ケタ台へと上昇し、收拾がつかなくなってしまう状況にもなりかねない。

また、仮に日本銀行が期待インフレ率を適切にコントロールできたとしても、それによって設備投資が本当に大きく増加するかどうかも疑問である。これまでの実証研究では、設備投資の利子弾力性は必ずしも大きくないことはよく知られている。実際、日本の長期金利（利付国債 10 年物）は 1990 年代を通じて 6 % 台後半から 1 % 台へと大きく下落し、

その結果として実質金利も 5%近く下落したが、その間、日本の設備投資は大きく増加することはなかった。したがって、他の条件を所与とすれば、期待インフレ率を金融政策によって 5%程度まで高めたからといって、設備投資が刺激され、IS 曲線が右方へ大きくシフトするとは考えにくいことになる。

5. 財市場における乗数効果

(1) 為替レートを通じない影響

これまでも述べたように、現実には為替レートの変化に対する輸出・輸入の反応はきわめて鈍く、経常収支の調整メカニズムは、短期的のみならず、中長期的にも顕著には機能していないからである。このため、現実の財政政策や金融政策の影響も、3 節のマンデル・フレミング・モデルで導かれた結論とは逆となることがしばしば観察されている。

たとえば、変動相場制のもとで金融緩和が行われ、自国の利子率が下落した時の効果を考えてみよう。このような利子率を引き下げる金融緩和政策は、為替レートの期待変化率が一定のもとでは自国から外国への資金の流出を生み出し、自国の為替レートを減価させる。マンデル・フレミング・モデルでは、この為替レートの減価の結果として、自国の経常収支が改善し、有効需要の増大を通じて国内の生産量は大きく増大することになる。しかし、為替レートの調整メカニズムを前提としない「アブソープション・アプローチ」では、金融緩和政策の経常収支に対する影響はマンデル・フレミング・モデルの結論とは全く逆になる。すなわち、金融緩和による利子率の下落は国内の投資を刺激し、国内アブソープションを増加させるので、経常収支が悪化し、金融緩和の有効需要に対する影響を弱めることになる。

(2) アブソープション・アプローチ

一般に、「アブソープション・アプローチ」の基本的な考え方は、財市場の均衡条件から導かれる。すなわち、国民所得を Y 、消費支出を C 、投資支出を I 、政府支出を G 、輸出を X 、輸入を M でそれぞれ表すと、財市場の均衡条件は、 $Y = C + I + G + X - M$ である。したがって、この財市場の均衡式を変形すると、

$$X - M = Y - (C + I + G) \quad (2)$$

という式を導くことができる。ここで、国内の総支出 ($C + I + G$) は、「国内アブソープション」と呼ばれている。

上の均衡式は、 $X - M$ に対応する経常収支の黒字が、国内総生産 Y とこの国内アブソープションの差として決定されることを表している。すなわち、アブソープション・アプローチのもとでは、経常収支の黒字とは、国内で生産したものの一部が国内では需要されず、代わりに海外の需要に吸収される状況を指している。また、経常収支の赤字とは、逆に、国内で生産したものの以上の国内需要が存在するため、海外で生産されたものの一部が国内需要で吸収される状態を表しているのである。

このような景気変動と経常収支を結びつけるアブソープション・アプローチの考え方は、少なくとも短期的には経常収支の変動をかなり説明しているものと思われる。実際、日本のこれまでの短期的な経常収支の変動をみると、それは日本や最大の貿易相手国であるアメリカの景気変動と密接な関係があることを観察することができる。

(3) 複数均衡アプローチ

伝統的な乗数理論が成立するもとでは、アブソープション・アプローチにおける財政政策が経常収支に与える影響ははっきりしている。すなわち、財政支出の拡大は乗数過程を通じて国内アブソープション ($C + I + G$) を増加させるので、アブソープション・アプローチでは輸入が増加し、その結果、経常収支は悪化することになる。

しかしながら、財政支出の拡大を通じた景気回復を主張するエコノミストのなかには、財政政策に伝統的な乗数理論以上の効果を期待しているものも多い。実際、少なからぬエコノミストは、「景気回復が軌道に乗るまで財政支出を持続的に拡大する必要性」を主張している。おそらく、その考え方の背後には、財政政策が単に景気を下支えするだけでなく、それによって GDP を恒常的に増加させる効果を期待するものが読み取れる。

近年の経済学でも、外部性が存在する結果として均衡が複数存在する場合、このような考え方が正当化されることが知られている。⁸ たとえば、図表5では、標準的な乗数理論が成立する場合と最近の「Big Push モデル」の2つのケースに関して、「ケインジアン・クロス (45度線分析)」が描かれている。いずれのケースでも、財政支出 G の拡大は有効需要を表す直線を上方にシフトさせる。しかし、標準的な乗数理論では、乗数効果により総生産 Y は増加するが、その増加幅は Y_0 から Y_1 へと限定的だ。

これに対して、需要サイドに外部性が存在すると考える Big Push モデルでは、有効需要線がある所得水準 Y_b を境に屈折しているため、財政支出 G が小さいもとでは、有効需要線と 45 度線が交わる均衡は、 E_0 と E_1 など複数存在する。いうまでもなく、 E_1 は E_0 に比べて総生産水準が高いので望ましい均衡だ。しかし、有効需要線と 45 度線が交わる場合、 E_0 と E_1 のどちらが実現するかはわからない。したがって、なんらかの事情で E_0 が実現してしまった場合、経済は生産水準が低い望ましくない状況に陥ってしまうことになる。

ところが、財政支出 G を十分に拡大して有効需要線を上方に大きくシフトさせると、有効需要線と 45 度線が交わる均衡は、 E_2 のみとなる。 E_2 は、望ましい均衡 E_1 よりもさらに総生産水準が高いという点で、もっとも望ましい均衡だ。したがって、図で示されている状況下では、経済がなんらかの事情で望ましくない均衡 E_0 が実現してしまった場合、財政政策は財政支出 G を十分に拡大することによって経済を生産水準が低い望ましくない状況から脱却させることができることになる。

(4) 複数均衡アプローチの妥当性

複数均衡が存在する場合、アブソープション・アプローチにおいても財政政策が経常収支に与える影響は、外部性が需要サイドと供給サイドのどちらで大きく働くかに依存して、必ずしもはっきりしなくなる。すなわち、「Big Push モデル」のように需要サイドの外部性が重要な場合には、財政支出の拡大は乗数過程を通じて国内アブソープションを大きく増加させるので、経常収支は悪化することになる。しかし、供給サイドに大きな外部性が存在する場合、経済の拡大は国内アブソープションよりも国内総供給を大きく拡大させることとなる。その結果、この場合には、財政支出の拡大は国内アブソープションよりも国内総供給を大きく増加させるので、経常収支は改善することになる。

もっとも、Big Push モデルなど複数均衡アプローチが、現在の日本経済に妥当するかは必ずしも明らかではない。とりわけ、1990 年代を通じてなされてきた財政支出の拡大は、日本経済を下支えすることには役立ってきたことは事実であったとしても、Big Push モデルが想定するように経済の総生産量を飛躍的に上昇させるには至っていない。したがって、現状では、財政政策に乗数効果以上の成果を期待することは難しいものと思われる。

6. 貯蓄・投資バランス・アプローチ

(1) 中長期的な視点

これまでの節で説明してきたマンデル・フレミング・モデルやアブソープション・アプローチに代表される理論の特徴は、為替レートの調整や国内外の景気の差が直接、経常収支を変化させるものとしてとらえることにあった。しかし、各国通貨の需給を一致させるように為替レートが調整された後では、資本収支と経常収支はコインの裏表の関係にあり、事後的には経常収支の黒字は資本収支の赤字に対応し、経常収支の赤字は常に資本収支の黒字に対応する。

そこで、最近では、構造的な経常収支の黒字や赤字は、資本収支が赤字や黒字である結果として発生しているとする考え方が有力となっている。その考え方の代表的なものが、「貯蓄・投資バランス・アプローチ (IS バランス・アプローチ)」である。マンデル・フレミング・モデルやアブソープション・アプローチが経常収支の短期的な動きを説明するのに役立つのに対し、貯蓄・投資バランス・アプローチは経常収支の中長期的な動きを説明する上で有益であることが知られている。したがって、このアプローチは、これから10年、20年のタームで、日本の経常収支が構造的にどのように推移していくかを考える上では最も適した理論である。⁹

(2) 貯蓄・投資バランス・アプローチ

「貯蓄・投資バランス・アプローチ」の基本的な考え方は、アブソープション・アプローチと同様、財市場の均衡条件をベースに導かれる。すなわち、民間の貯蓄を S 、租税を T で表すと、民間の貯蓄 (S) は、可処分所得 ($Y - T$) から消費 (C) を引いたものとして、 $S = Y - T - C$ となる。したがって、この式を使って財市場の均衡式 $Y = C + I + G + X - M$ を変形すると、 $X - M = (Y - T - C) - I + (T - G)$ であることから、貯蓄と投資のバランス式は、

$$X - M = (S - I) + (T - G) \quad (3)$$

と書き表せる。

この均衡式は、経常収支の黒字 ($X - M$) が、民間の貯蓄・投資差額 ($S - I$) と財政黒字 ($T - G$) の和として決定されることを表している。貯蓄・投資バランス・アプローチは、この均衡式をもとに、民間の貯蓄率や政府の財政収支が経常収支の構造的な変動の

原因となっていると考えるものである。

(3) 貯蓄・投資バランスと経常収支

このような貯蓄・投資バランス・アプローチは、最近の経常収支の動きを説明する上では非常に有用である。たとえば、アメリカの経常収支の大幅な赤字は、かつては財政赤字が大きく膨らんだことによって（ $T - G$ ）の項目が大きくマイナスとなったことが大きく寄与していたが、近年では民間の貯蓄投資差額（ $S - I$ ）が大幅にマイナスになったことがもっとも重要な要因となっていると考えることができる。

一方、1980年代前半から今日にいたるまでの日本の大幅な経常収支の黒字も、日本が現在の先進国の中ではもっとも貯蓄に余裕があり、（ $S - I$ ）の項目が大幅にプラスであったという点に注目すれば、かなり説明をつけることができる。しかしながら、日本の経常収支の持続的な黒字をより踏み込んで説明するには、なぜ民間の貯蓄投資差額（ $S - I$ ）が構造的に大幅な黒字を続けているかを明らかにする必要がある。¹⁰

7. 日本の構造的な経常黒字の原因

(1) 国際収支の発展段階説

貯蓄・投資バランス・アプローチを一国の発展段階に関連づけて、経常収支の問題が国の発展段階に依存すると考えるのが「国際収支の発展段階説」である。この理論は、家計の消費パターンを説明するためのライフサイクル仮説の考え方を一国の消費と貯蓄のパターンを説明するのに適応したもので、一国の消費の水準を一定に保つためにはどのような投資と貯蓄のバランスが発展段階に応じて実現されるかを明らかにしたものである。¹¹

たとえば、ある国が発展途上にある場合、その国の生産水準は低く、消費水準を一定に保つためには、現在国内で生産できる以上の財を海外から需要する必要がある。特に、今後経済成長を達成していくためには資本ストックを蓄積する必要があり、そのためにも投資にまわす資金を海外から調達する必要がある。したがって、このような発展途上国では、今後の経済発展が見込まれる限り、国内投資が国内貯蓄を上回ることとなり、その結果経常収支は赤字となる。

これに対して、経済発展を達成した先進国の場合には、国内には豊富な貯蓄があるが、国内の資本ストックはすでに十分に蓄積されているためにその資金のすべてを活用できる

ような投資機会がない。そこで、国内投資は国内貯蓄を下回ることとなり、その結果そのような先進国では経常収支は黒字となる。

もちろん、現実のデータをみると、経済の発展段階とその国の経常収支の間にはそれほどきれいな相関関係が観察されているわけではない。しかし、一般的な傾向として、資金を大量に必要とする発展途上国の経常収支は赤字に、また資金に余裕のある先進国の経常収支は黒字になっていることは少なくない。

(2) 高齢化が及ぼす影響

前節で見たように、日本経済では、民間家計部門の大幅な貯蓄超過の結果、財政赤字にもかかわらず、1980年代初頭から今日に至るまで大幅な経常収支の黒字が続いている。おそらく、民間家計部門の大幅な貯蓄超過が続く限り、この傾向は当面は持続すると考えられる。しかしながら、国際収支の発展段階説の視点から、10年、20年のタームで問題を考えた場合、民間家計部門の貯蓄をめぐる状況はかなり大幅に変化する可能性が高い。

その1つの大きな理由は、高齢化の進展である。消費のライフ・サイクル仮説のもとでは、壮年期には人々は若年期の借入れを返済すると同時に、老後に備えて積極的に貯蓄をするのに対し、老年期には壮年期の貯蓄を取り崩す形で消費を行う。したがって、一国全体として、総人口に占める壮年期の人口が多い場合には貯蓄率が高くなるのに対して、総人口に占める老年期の人口が多い場合には逆に貯蓄率は低くなる。

これまでの日本経済では、まさに総人口に占める壮年期の人口が多かったため、一国全体として民間家計部門の大幅な貯蓄超過が続いていた。しかし、今後の高齢化の進展は、総人口に占める老年期の人口比を飛躍的に高めることになるため、やがては一国全体としても民間家計部門の貯蓄超過は解消され、むしろ貯蓄過小の時代へと向かっていくものと考えられる。

そうした中で、今後も財政赤字が持続するとすれば、これまで大幅な黒字が続いていた日本の経常収支も赤字へと転じていくことになるだろう。それがいつ頃訪れるかは、今後貯蓄率がどれくらいのスピードで減少していくのか、あるいは国内投資がどれくらい回復していくかに依存するため、予測は容易でない。しかし、少なくともそれまでに財政赤字の解消に対して何らかの有効な手段を講じなければ、やがては長期金利の大幅な上昇や過大なインフレが発生する可能性は否定できない。その意味で、現在の日本における財政赤字の累積は、中長期的な観点からはきわめて深刻な要素を含んでいるといえる。

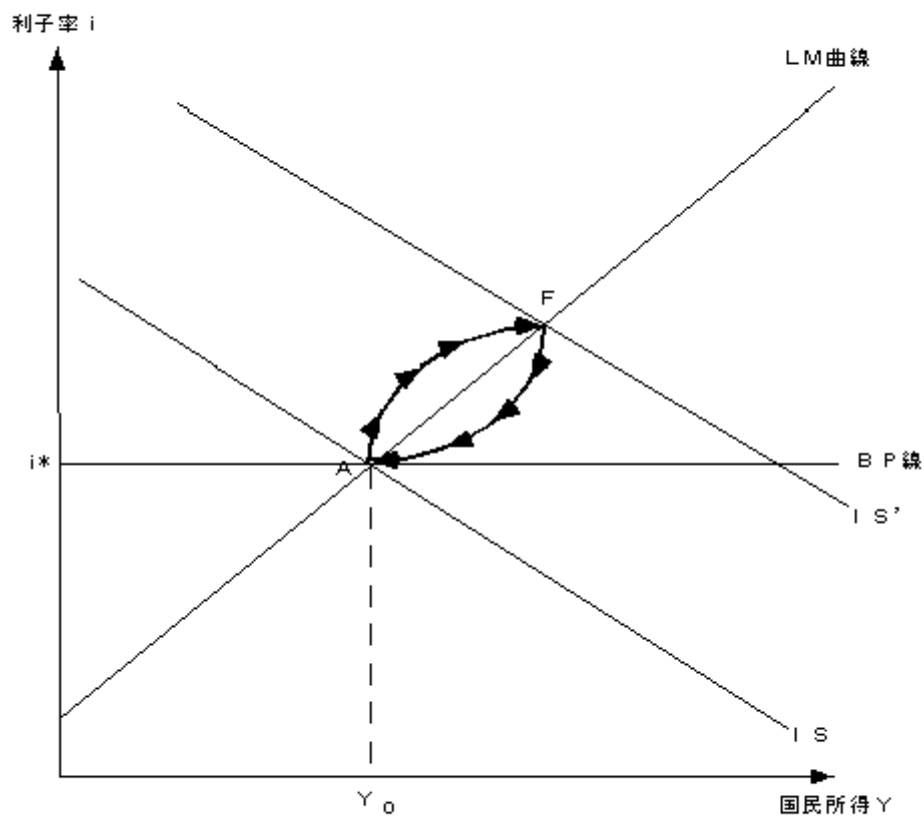
(参考文献)

- 岩田一政・上田路子、(2000), 「金融の国際化とホーム・バイアス・パズル」 福田慎一・堀内昭義・岩田一政編 『マクロ経済と金融システム』 東大出版会、pp.127-161。
- 植田和男、(1992)、『国際収支不均衡下の金融政策』 東洋経済新報社。
- 鬼塚雄丞、(1985)、『資本輸出国の経済学』 通商産業調査会。
- 須田美矢子編、(1992)、『対外不均衡の経済学』 日本経済新聞社。
- Azariadis, C., and A. Drazen, (1990), “Threshold Externalities in Economic Development,” Quarterly Journal of Economics 105, pp.501-526.
- Fleming, J. A., (1962), “Domestic Financial Policies under Fixed and Under Floating Exchange Rates,” IMF Staff Papers 9, pp.369-379.
- Hayashi, F., (1986), “Why Is Japan’s Saving Rate So Apparently High?” NBER Macroeconomic Annual 1986, pp.147-210.
- Krugman, P. R., (1991), “History Versus Expectations,” Quarterly Journal of Economics 106, pp.651-667.
- Krugman, P. R., (1998), “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” Brookings Papers on Economic Activity 2, pp.137-187.
- Matsuyama, K., (1991), “Increasing Returns, Industrialization, and Indeterminacy of Equilibrium,” Quarterly Journal of Economics 106, pp.617-649.
- Mundell, R. A., (1963), “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates,” Canadian Journal of Economics and Political Science 29, pp.475-485.
- Murphy, K. M. A., A. Shleifer, and R. W. Vishny, (1989), “Industrialization and the Big Push,” Journal of Political Economy 97, pp.775-791.
- Romer, C., (1992), “What Ended the Great Depression?” Journal of Economic History 52, pp.757-784.

(注)

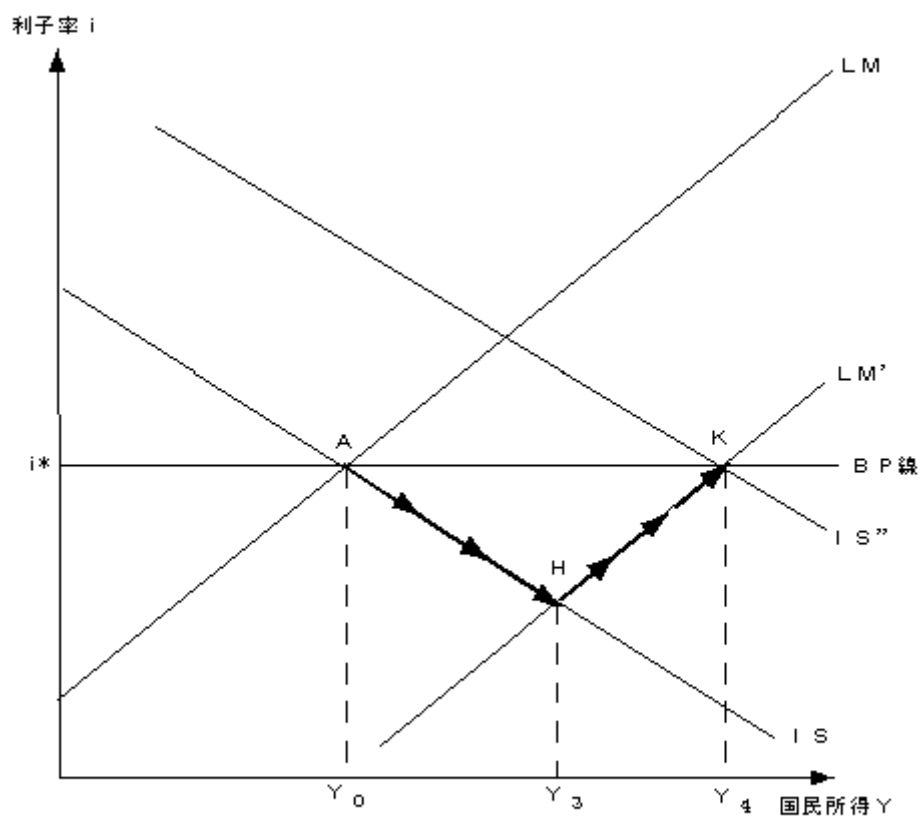
- 1 後にみるように、変動相場制での資本移動は、金利差ばかりでなく、為替レートの変化率にもとづいて行われる。このため、資本収支の均衡を示す曲線は一般には図のBP線とは異なる。しかしながら、これまでの研究では、厳密な金利裁定式を用いてマンデル・フレミング・モデルを考え直しても、本質的な結果は変わらないことが知られている。
- 2 ただし、カバー付の金利裁定は、今日ではほぼ完全に成立している。
- 3 この点に関しては、たとえば、岩田・上田(2000)を参照のこと。
- 4 もっとも、以上の結論は、分析の枠組みが伝統的なIS-LM分析にもとづいていることに大きく依存している。たとえば、かりにリカードの中立命題が成立する世界では、将来の増税を予想する人々は、財政支出が拡大した場合、消費支出を減らすので、本文中で議論した乗数効果は打ち消されてしまうことになる。
- 5 Romer (1992)は、大恐慌期のアメリカ経済の景気回復が、財政支出の拡大よりも、インフレによる実質利子率の下落によってもたらされたという実証結果を示している。
- 6 実際、インターバンク市場への過大な資金供給は、短資会社に大量の資金が積み上がるという現象を引き起こした。
- 7 為替レートに円高圧力が強い場合には、円売り為替介入資金を不胎化しない方法もハイパワードマネーを増加させる方法として考えられる。しかし、介入資金は限定的であるため、その効果はかなり大きくないと考えられる。
- 8 たとえば、Azariadis and Drazen (1990), Murphy, Shleifer, and Vishny (1989), Krugman (1991), Matsuyama (1991)などを参照。
- 9 貯蓄・投資バランス・アプローチの視点から、日本の経常収支の問題を考察したものとしては、植田(1992)が代表的である。
- 10 日本の貯蓄率に関しては、Hayashi (1986)が詳しい。
- 11 国際収支の発展段階説に関する代表的な研究としては、鬼塚(1985)や須田編(1992)などがある。

図表1 マンデル・フレミング・モデルにおける財政政策の効果



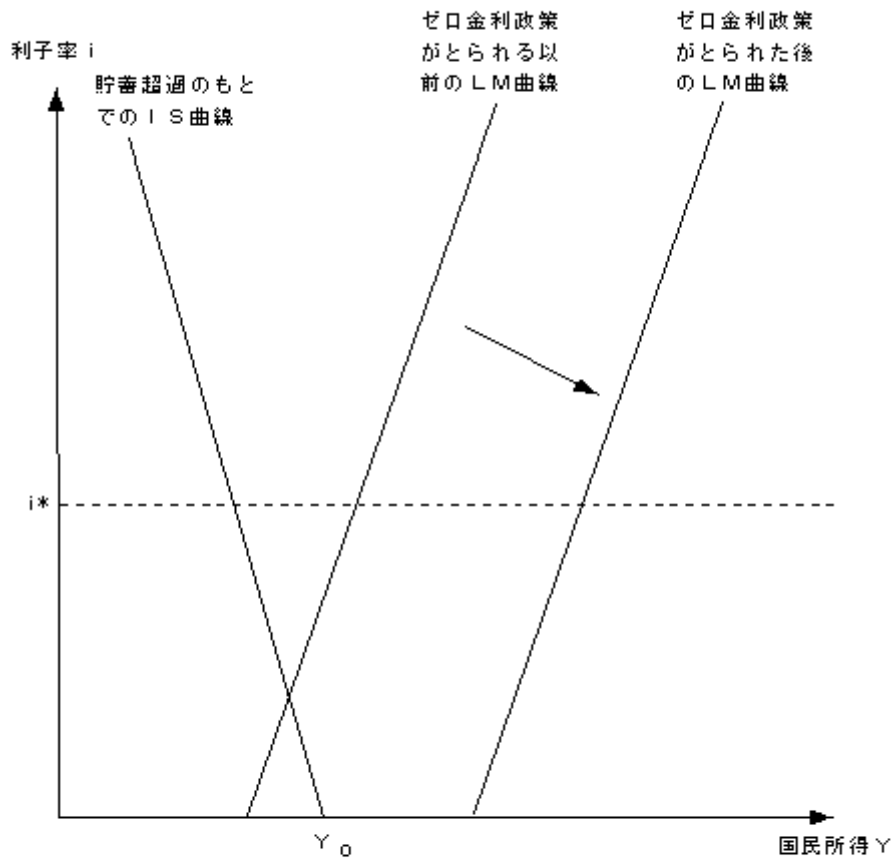
注) 国際間の資本移動が自由な変動相場制のもとでは、財政政策は無効である。

図表2 マンデル・フレミング・モデルにおける金融政策の効果



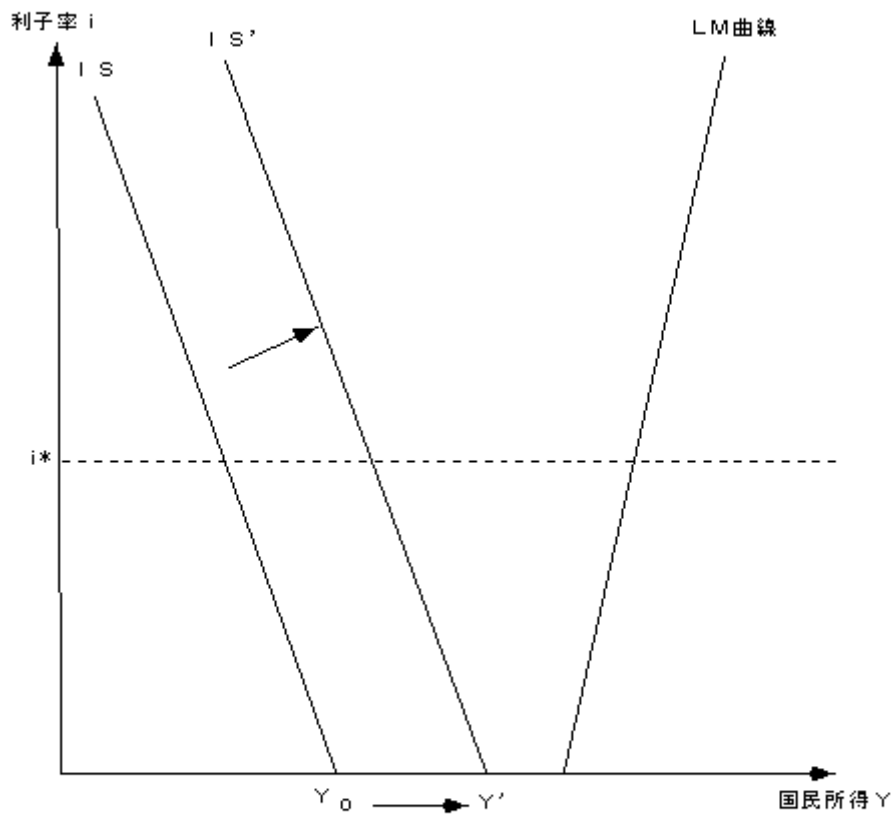
注) 国際間の資本移動が自由な変動相場制のもとでは、金融政策は国民所得を増加させる上で強力である。

図表3 ゼロ金利制約による現代版流動性のワナ



注) 金利がゼロになるまで金融を緩和した場合、現代版流動性のワナが発生する。

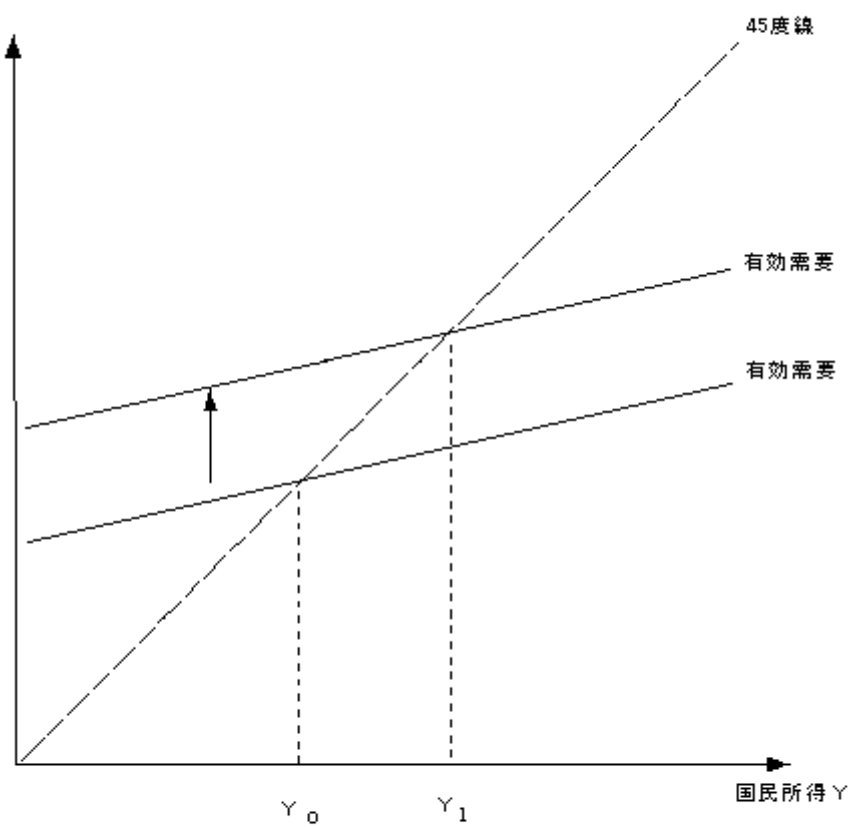
図表 4 現代版流動性のワナにおける財政政策の効果



注) 現代版流動性のワナのもとでは、財政政策は有効である。

図表5 財政支出拡大の効果

(1) 通常の乗数プロセス



図表5 財政支出拡大の効果

(2) 複数均衡が存在するもとの乗数プロセス

