

・「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）の様態をご紹介します。

「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」

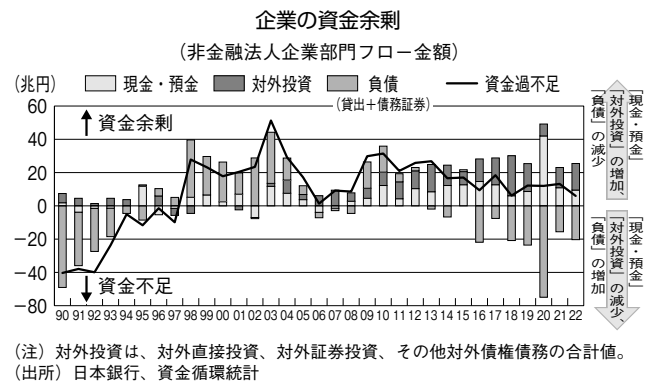
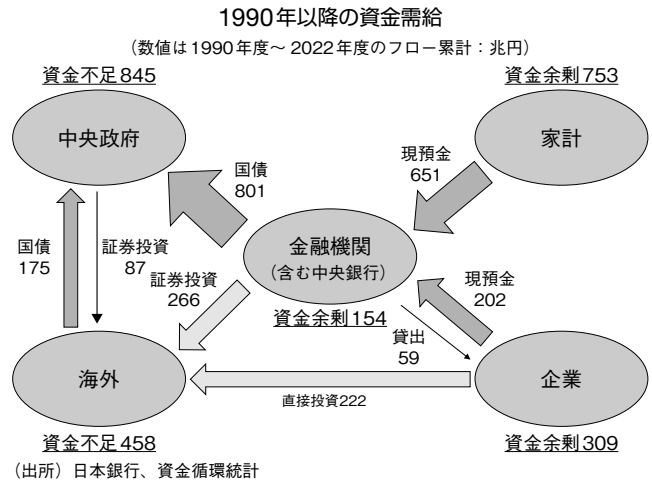
川本 敦 財務総合政策研究所総務課長

「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。



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、貯蓄率が下がらず、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する中で、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。