

第11章 最近の国際資本移動について

東京大学大学院経済学研究科教授 福田 慎一 氏

ISバランスという観点から、国際資本移動はどのように考えれば良いかということを説明します。

1. 国際資本移動と資本収支

国際資本移動を捉える統計は資本収支であり、国際収支統計では「資本収支」は「投資収支」と「その他の資本収支」に大きく分かれます（図表1）。「投資収支」の中には「直接投資」、「証券投資」および「その他の投資」が含まれ、さらに最近「金融派生商品」という項目が加わっています。「その他の投資」の内容は、銀行貸出等です。「その他の資本収支」は、いわゆる資本移転です。

最近の日本の資本収支の動向を図表2に示しました。基本的に、資本収支は赤字になっています。これは日本から海外に資金が流出していることを反映しています。その大きな内訳は、投資収支の赤字であり、例えば、直接投資はマイナスになっています。最近、日本への直接投資も増えていますが、それを大きく上回る日本から海外への直接投資が相変わらず続いています。また、証券投資についても最近では日本に投資する外国人投資家が増えていますが、それを上回る海外への投資が依然として日本から続いています。従って、トータルの資本収支は一貫して赤字ですが、2003年だけが外国為替市場での大規模な介入が行われた影響で例外になっています。

図表3の「国際収支の理論」に關係式を示しました。基本的には、経常収支＝（外貨準備高の増減）＋資本収支となり、外貨準備高の増減がない場合には、経常収支は資本収支と裏腹の關係にあります。すなわち、経常収支が黒字である場合には資本収支は赤字に、経常収支が赤字である場合には資本収支は黒字になっています。日本は経常収支が黒字ですので資本収支は赤字になっており、米国は経常収支が赤字で資本収支が黒字である典型的な国です。ところが、2003年は外国為替市場での介入が巨額であったため、外貨準備高の増加が非常に大きくなり、経常収支も資本収支も黒字という非常に珍しい年になりました。ただし、最近では、このようなことがアジアの国でも生じています。つまり、経常収支が黒字であるにもかかわらず、外国為替市場への介入をかなり巨額に行った結果、資本収支も黒字になった国が現れています。なお、国際資本移動についても資本収支でみる立場と経常収支でみる立場がありコインの表と裏の関

係ですが、どちらを見るかによって考え方、視点は違ってきます。ただし、上記の式の上では、外貨準備高の増減の部分を除けば、ほぼ同じようなことを見ていることになります。

2. 経常収支の現状と理論

次に、経常収支を見てみます。図表4に、日本の経常収支の推移を示しました。経常収支もずっと黒字が続いています。それを支えているのが貿易収支の黒字であり、輸出が輸入を大幅に上回っている状況を反映しています。ただ、サービス収支については一貫してマイナスが続いています。「サービス収支」の内容としては、伝統的には運輸・サービス等ですが、最近は幅広いサービスが入っています。また、最近は所得収支が比較的大きくなっています。「所得収支」は海外からの利子収入や配当等ですが、日本が過去に海外投資したりターンが最近はかなり増加しており、貿易収支の黒字に近づいています。

以上のように日本は経常収支が黒字で資本収支は赤字ですが、どちらに原因をみるかという見方の違いがあります。1つは、経常収支の黒字、資本収支の赤字の原因がそもそも経常収支にある、つまり輸出が輸入を上回っていることにみる立場があります。もう1つは、経常収支の黒字、資本収支の赤字である原因を、資本収支が赤字になる要因つまり日本が海外に投資するインセンティブが高いことがこのような結果を生み出しているという考え方です。伝統的には前者の立場つまり経常収支の黒字、資本収支の赤字である原因を貿易収支にみる立場が主流でした。それは、経済学がISバランスの考え方を十分認識していなかったことと同時に、かつては国際資本移動が規制されていたため、国際間の取引では資本取引よりも財の取引の方が重要な役割を示していると考えられていたからです。このようなアプローチが全体的を外れていたとは必ずしも言えませんが、後ほど議論しますように、最近は国際資本移動の自由化が進んだことにより財の取引額を大きく上回る資本取引が行われているため、少なくとも中長期的にはISバランスにより経常収支や資本収支の問題を考える方法が、最近の経済学ではほぼ通説になっています。

図表5に経常収支の理論を示しました。1つは弾力性アプローチです。かつては為替レートの調整により経常収支の黒字・赤字が均衡に向かう、とかなり長く考えられていました。すなわち、経常収支が黒字であれば円高・ドル安になり輸出が減少、輸入が増大して経常黒字は減るであろうと考えられました。もう1つはアブソープション・アプローチで、需要サイドに注目しています。すなわち財市場で生産は、消費されるか、投資されるか、政府支出に回るか、または海外部門で純輸出に回るかという関係がありますので、輸出マイナス輸入は国内生産と国内需要の差額ととらえることができます。生産は需要よりも変動が少ないので、国内アブソープションと呼ばれる国内需要の変動が経常収支の変動につながるという考え方です。以上が

経常収支が黒字、資本収支が赤字であることの原因が経常収支自体にある、すなわち輸出・輸入という財の取引自体にあると考える代表的な見方です。

これらの考え方で最近の事象をどのように説明できるか、**図表6**に日本の経常収支（対GDP比）の推移を示しました。1960年代の前半は依然として経常収支が赤字でしたが、後半から徐々に経常収支が黒字化し、1970年代初めにはかなり大きな経常収支の黒字を経験しました。1970年代から1980年代にかけて2回にわたる石油ショックがあり、この経常収支のトレンドは一時的には赤字を経験しますが、1980年代の前半以降は巨額の経常収支の黒字がずっと続いています。

これに対して為替レートの調整がどのようなものであったかということを図表7の「日本の為替レートとの推移」は示しています。デイリー（日次）ではなく年ベースの平準化された為替レートですが、トレンドはよくわかります。ニクソンショックまでは1ドル＝360円が続き、その後スミソニアン合意で一時的な措置がありましたが、変動相場制に移行しました。そして、例えば1980年代前半のように一時的に円安ドル高に振れるようなことはあっても、基本的には円高に進んできました。ところが、経常収支は一貫して黒字が続いています。すなわち、弾力性アプローチが考えたように為替レートが円高になれば輸出が減少して経常収支の黒字が解消されるという、かつての伝統的な考え方は、もはや中長期的な経常収支の動向を考える上で有効ではなくなっていると考えられます。もちろん、経常収支の黒字基調を続けながらも若干のアップダウンはあり得ます。このような点は上記のアブソープション・アプローチがアップダウンのある状況を比較的説明し得ます。例えば日本の経常収支の黒字は、バブル期には国内の需要が大きく増大したことを反映して減少しています。また、1996年から翌1997年の初めにかけて比較的景気がよかった時期には、経常収支の黒字は減少しました。このようなことがありますので伝統的な経常収支の理論が全く成立していないわけではありません。場合によっては、短期的動きは伝統的理論でも、ある程度は説明できます。しかし、かつては赤字基調であった経常収支が20年を越えて黒字を続けている長期的なトレンドは、経常収支の黒字・赤字に注目し原因を経常収支のコンポーネントである輸出・輸入の財の取引に求めるアプローチでは説明することが難しいものです。今日では資本の取引の方が財の取引をはるかに上回っており、経常収支の動向を考える上でも資本の取引の動向が適切ではないかと考えられています。日本では1980年12月に外国為替法が改正されて海外との資本取引が原則可能になり、それ以降日本の国際資本取引は大幅に拡大しました。そして、それに呼応する形で日本の経常収支の黒字は大幅に増大しているという状況も、そのような考え方に帯同するでしょう。

以上のことをまとめたのが**図表8**の「経常収支の理論」です。日本だけに限らず国際資本移動の自由化が世界各国で進展し、資本移動の額が貿易額を大幅に上回っている状況の下で、経常収支の動向を貿易収支の観点からではなく資本収支の観点から考える立場です。すなわち、経常収支の黒字は資本収支の赤字に対応するもので、資本収支が赤字なので経常収支が黒字に

なっているというような考え方が、今日では支配的になっています。

3. 貯蓄・投資バランス・アプローチ

その代表的な考え方が「ISバランス・アプローチ」とも呼ばれる「貯蓄・投資バランス・アプローチ」です。貯蓄・投資バランスは、基本的に財市場の関係を使って導かれ、**図表9**に示すように輸出マイナス輸入は民間の貯蓄マイナス民間投資プラス財政黒字ということになります ($X - M = [(Y - T - C) - I] + T - G$)。($T - G$)は税収マイナス政府支出であり、($Y - T$)は所得マイナス税金で可処分所得になります。従って ($Y - T - C$)は可処分所得マイナス消費で民間貯蓄になります。 $[(Y - T - C) - I]$ は民間の貯蓄と民間投資の差額になり、($T - G$)は財政黒字になりますので、この合計が経常収支の黒字・赤字あるいは資本収支の黒字・赤字を規定していると考えられます。そして、貯蓄が投資を上回っている時に経常収支が黒字、資本収支が赤字になり、貯蓄が投資を下回っている時に経常収支は赤字、資本収支は黒字になります。つまり貯蓄が投資を上回っているということは、日本の国内で投資する以上に海外で貯蓄をしていることになり、資本収支の赤字を意味します。従って経常収支は黒字になります。ただ、貯蓄・投資バランスは民間の貯蓄と政府の貯蓄の両方から成り立っていますので、どちらがドミネイトするかということでバランスが変わる可能性もあります。日本の場合は明らかに民間の貯蓄と資産の方が大幅な黒字になっていますので、経常収支が黒字である原因になっていることが分かります。財政は赤字ですので経常収支を赤字にする要因ですが、それをはるかに上回る形で民間の貯蓄が投資を上回っています。

4. 貯蓄率の低下

その要因として、かつては高かった日本の貯蓄率の問題があります。**図表10**に先進7ヶ国の貯蓄率比較を示しています。国民所得統計でみた国民貯蓄率ですが、1990年代初めまでは日本は先進7ヶ国の中でも突出して貯蓄率が高かったですが、1990年代を通じて早いスピードで低下しました。最近では他の先進国と同じような低い水準と推定されます。国内の民間投資も低迷していましたので経常収支には反映されませんでした。今後国内の投資が回復してくると少しずつ顕在化する可能性があるでしょう。

図表11は、より長期的な日本の国民貯蓄率とそのうちわけの推移を示しています。国民貯蓄率は、1960年代の終わりから1970年代にピークを迎えた後、長期的に低下を続け1990年代に急速に低下しています。その要因を考えますと、家計の貯蓄が1970年代の半ばをピークと

してずっと低下してきています。法人貯蓄は、かつては借入が多くマイナスの時期もありましたが、最近では政府貯蓄のマイナス、財政赤字が国民貯蓄の低下に大きく影響しています。

家計の貯蓄率は、国民所得統計でみると長期的なトレンドとして低下していますが、家計調査でみると必ずしも低下してしない、というパラドックスを**図表12**の国民経済計算の家計貯蓄率と家計調査の家計貯蓄率のグラフは示しています。この点については第2回委員会でホリオカ教授が説明されましたので詳しい説明は割愛しますが、どの統計を見るかによっても家計貯蓄率が本当にどの程度低下しているかは多少議論の余地があります。それでも、直近の家計調査では家計貯蓄率は低下に転じています。どちらが正しいかについては色々議論がありますが、カバレッジの広さ等から国民経済計算の方が信頼できるのではないかという考え方が有力です。そのような意味では、家計調査で家計貯蓄率が低下していなくても、国民経済計算が示唆するように、家計貯蓄率はかなり低下しているとみる方が妥当であり、貯蓄・投資バランスの観点からも、経常収支を赤字にする方向に日本は動いてきていると言えます。

5. 国際収支の発展段階説

貯蓄率低下の原因に関する標準的な考え方として**図表13**に示した国際収支の発展段階説があります。この説はライフサイクル仮説を応用し、国を人の一生のようにとらえています。つまりライフサイクル仮説では、若いときには所得は少ないが、働けば所得が増加することを期待して借金をして消費する。働き盛りになると所得も増加するので借金を返済し、さらに老後の為に蓄える。そして、退職して老後になると、貯蓄を取り崩して生活する。これが消費のライフサイクル仮説と言われていますが、国際収支の発展段階説では同様のことが国に関しても適応されるのではないかと考えています。つまり低開発国は所得が低いが、今後発展が見込まれるとすれば借入をしても発展すれば返済ができるので、開発のため借入をする。この結果、資本収支は黒字になると共に経常収支は赤字になる。国が次第に発展すれば、それほど借入を必要としなくなり経常収支の赤字も縮小する。そして先進国の仲間入りをするようになれば経常収支が黒字に転じるようになり、海外からの借入を返済するようになる。さらに先進国として発展を続けると借入の返済を終了し、将来に向けて貯蓄のフェーズに入るようになる。最後には、成熟した先進国として成長率が低下してくると過去の貯蓄を取り崩す、ということで資本収支が黒字になり経常収支は赤字になる。このような国際収支の発展段階説に基づけば現状の日本は先進国の最終段階にあり、過去20年間ぐらい将来のために貯蓄をしてきましたが、そろそろ貯蓄を取り崩す必要があるフェーズ、すなわち成熟した先進国として経常収支が赤字になるような段階に入るのではないかと考えられます。

次に、日本の低開発国から中進国への流れを簡単に見るため、**図表14**以降のグラフを用意

しました。図表14のグラフは、1875～1900年の日本の経常収支の推移を示しています。発展途上の日本では、実際に経常収支は赤字であったことがわかります。1890年代の初めや日清戦争の直後など例外的に経常収支が黒字の時期はありましたが、基本的に経常収支は赤字でした。図表15は20世紀前半の日本の経常収支の推移を示していますが、情勢が少し変わってきています。相変わらず赤字基調ですが、第一次世界大戦後など部分的に黒字になった時期も増えています。図表16は終戦から高度成長の終わりまでの戦後の日本の経常収支の推移です。戦後になると、ようやく経常収支の黒字と赤字を交互に繰り返す時期になっています。しかし1960年代の後半ぐらいまでは赤字の不安は消えず、金融政策の実施等においても国際収支の制約が常に存在しました。そういう意味では、日本は高度成長を通じて少しずつ経済発展を遂げてきましたが、その時期を通じてまだ赤字基調が続いていたと言えます。ただ、1960年代後半以降は黒字基調にかなり転じ、ようやく借金を返済するフェーズに入ることになりました。図表17の高度成長期から現在までの日本の経常収支の推移を見ますと、1970年以降の2度の石油ショックの時期を除けば経常収支は黒字基調を続け、将来に向け巨額の資産を現在蓄えているという状況にあります。

ただ、今後の日本は成熟化が予想され、潜在成長率も低下していく可能性があります（図表18）。急速な高齢化が主な要因ですが、高齢化自体が貯蓄率の大きな低下要因と考えられます。その他の貯蓄率の低下要因として、元来高齢者は貯蓄率が低いはずであるにもかかわらず日本の高齢者は伝統的にあまり貯蓄を取り崩さない傾向がありましたが、最近の高齢者は貯蓄を取り崩すことが多く、高齢化の影響がダブルで及んでいます。また、高齢化が進むと、働く世代は平均寿命の伸長に合わせて貯蓄を増やす必要がありますが、最近の日本の働く世代は貯蓄をそれほど増やしていません。さらに、最近は所得格差の拡大により無貯蓄世帯が増加しています。このような要因に加えて成熟化を考えますと、いまだ時期は特定できなくても早晚、日本の経常収支も黒字から赤字へ転じていくことが予想されます。

一方、高齢化した国が常に経常収支が赤字化するとは必ずしも言い切れません。図表19および図表20に先進国の経常収支の推移を示しましたが、この中の先進国で米国、ドイツ、英国、イタリア、オーストラリアなど多くの国は経常収支の赤字基調が続いています。ところがスウェーデン、オランダ、ベルギー、ノルウェーおよびスイスは経常収支が黒字です。これら経常収支が黒字の国の中には、高齢化が進んだ国も含まれています。従って、高齢化が進んだ成熟国であっても経常収支が必ず赤字で、貯蓄を取り崩しているとは限りません。そういう意味では、国によって様々な要因が存在します。国際収支の発展段階説はある程度の目安ではあり、それですべてが説明できるとは限りません。そして日本に関しても、基本的な基調として経常収支が黒字から赤字へ転じていくことが考えられても、様々な特殊要因が存在することは無視できません。以上のことを図表21にまとめています。

6. 米国の経常収支

経常収支の問題を考える上でもう1つ重要な点は、米国の経常赤字が絶対額の上では世界経済の中で突出していることです。その赤字額は1990年代の末以降、大幅に増加しています。図表22の先進国（G7）の経常収支のグラフがその状況を示しています。米国の経常収支を示す最も下側の線は、赤字を表す下方に突出して伸びています。一番上側の線が日本の経常収支であり、その下の線がドイツです。米国は、1991年頃を除き1980年代からずっと赤字ですが、1990年代末期より一層赤字幅が拡大しています。すなわち図表23に示したように、米国の経常赤字額は、1990年ぐらいいまでは日本とドイツの経常黒字額とほぼバランスし、1990年にドイツが東西統合し経常黒字国ではなくなってから1997～98年ぐらいいまでは日本の経常黒字額とほぼバランスしていましたが、1997～98年以降は日本の黒字がほぼ同じレベルで続き、他の先進国に大きな変化が見られないにもかかわらず米国だけが突出して赤字幅を拡大しています。

米国の大幅な経常赤字の原因は、国際収支の発展段階説と同様の観点から米国の成熟国化として考えられていましたが、あまりに経常赤字幅が大きいです。もう1つの考え方としては、ITを始めとする新たな産業が米国に成長し、発展途上国と同じように今後の成長性が高いことを見込んで経常赤字が拡大したという説明も有力でしたが、1990年代末頃からの急速な赤字幅の拡大は別の観点で説明せざるを得ないだろうと考えられています。

結局、基軸通貨としての米ドルの役割が歪んだ資本移動あるいは貿易黒字・赤字を生み出しているのではないかという考え方が有力視されてきています。すなわち1998年以降、米国の経常赤字は先進国の黒字ではなく発展途上国の黒字で賄われている状況です。そして、発展途上国の中でも東アジア諸国が重要な役割を果たしており、そのような東アジア諸国の動向が重要になってきています。財の観点でも全く説明できないわけではなく、例えば、中国の米国に対する大量の輸出が原因であるという発想もあります。経常収支や資本収支の黒字・赤字を考える際に、財に注目する見方もあれば貯蓄・投資バランスに注目する見方もありますので、短期的には財に注目する見方もある程度妥当であると考えられます。米国の経常赤字が大幅に増大している時期に中国の米国に対する輸出が拡大している時期も対応しており、財という観点からも全く説明できないわけではありません。しかし中長期的な視点に立つと資本移動という観点から考える必要があり、その場合には基軸通貨としての米ドルの役割が重要になる。例えば、1997～98年にかけて発生したアジア通貨危機を考えると理解できます。1997年7月にタイバーツが大暴落しアジア各国に大きく波及した結果、1997年11月には韓国で通貨危機が起これ、1998年の初めまでアジア通貨は大幅に下落しました。その際にアジア各国は、外貨準備の不足が大きな不安定要因になることを認識しました。当時、アジア各国の海外債務は少ないわけではありましたが、非常に多いわけでもありませんでした。ただ、短期の借入が

比較的多く、それを外貨準備で賄いきれなかったことが通貨危機の大きな原因になったと言われています。その結果、通貨危機の再発を防ぐ方策として外貨準備を潤沢に確保するようになったと考えられます。そして最近では一部をユーロや円で保有する動きもあるものの、相変わらず大部分の外貨準備は基軸通貨としてのドルで保有されているため、このような影響が生じています。

発展途上国の経常収支（対GDP比、%）の推移を**図表 25**および**図表 26**に示しました。

先ほどの日本の過去の例のように、発展途上国の経常収支は通常は赤字です。**図表 25**のようにラテンアメリカの国は赤字基調の国が多い。ラテンアメリカの国でも最近では経常黒字となる国が生じていますが、1998年以降の米国の大幅な経常赤字拡大を説明する要因としては弱い。ところが、**図表 26**に示すアジア各国の経常収支の推移を見ますと、米国が急速に経常赤字を拡大した時期に経常黒字が増大した傾向が観察されます。アジア各国の中でもシンガポールは例外的に昔からかなり経常黒字がありましたが、その他の国は、国際収支の発展段階説が指摘するように、発展途上国として慢性的な経常赤字を続けていました。ところが1997年を境として、これらのアジア各国は大幅な黒字基調に転じています。これらの国々の経常黒字が、先進国の黒字では賄いきれない部分の米国の経常赤字を賄っています。厳密には、さらに石油輸出国が少し補っていますが、大きな基調としてはアジアの国々の経常収支の動向であると言えます。財の市場からみれば中国の米国に対する輸出超過とも見えますが、貯蓄・投資バランスの観点からはアジア各国が外貨準備を蓄積していることの裏返しと言えます。日本も外貨準備を着実に増大させていますが、他のアジア各国は1997～98年を境として急速に外貨準備を蓄積させています（**図表 27**）。外貨準備の蓄積がなぜ経常収支の黒字につながるかといいますと、それらの国々で基軸通貨である米ドルに対する需要が高まり、その国の通貨に対して米ドル高をもたらしますので経常収支の黒字に跳ね返ることになります。外貨準備を大幅に蓄積する以前は、それらの国々の通貨に対して米ドルがオーバー・バリュースされる方向に為替レートは働き難いものでしたが、通貨危機の後にそれらの国々の外貨準備の需要を通じて米ドルのオーバー・バリューが進み、経常収支の黒字につながっていったと考えられます。

以上のことを**図表 28**にまとめました。すなわち、ISバランスで1990年代の終わり頃まではある程度説明できましたが、アジア通貨危機以降は基軸通貨である米ドルに対する需要が外貨準備を通じて大幅に増加し、そのことが米国の巨額な経常赤字にもかかわらず米ドルの価値をオーバー・バリュースさせ米国の経常赤字をさらに拡大させると共に、世界の貯蓄・投資バランスを歪めている可能性が最近の世界の経常収支の動向として指摘できます。

そして、このような状況がどこまで続くのかというリスク要因があります（**図表 29**）。欧州ではユーロが台頭して、米ドルに替わる基軸通貨になる可能性が生じています。アジア各国で外貨準備を米ドルからユーロへと変える動きが発生しますと、米ドルのオーバー・バリューが解消され米ドルの暴落という不安要因につながります。そのような意味で、最近の米国の大幅

な経常赤字は世界経済全体への大きな不安定要因になる懸念があります。

(2006年1月24日開催 第5回山本委員会ご講演)

図表 1 国際資本移動を捉える統計

- 資本収支
= 投資収支 + その他の資本収支
- 投資収支
= 直接投資 + 証券投資 + 金融派生商品
+ その他の投資
- その他の資本収支 = 資本移転

図表 2 最近の日本の資本収支（単位：億円）

年	資本収支							
	投資収支	投資収支				その他の資本収支		
		直接投資	証券投資	金融派生商品	その他投資	資本移転		
1995	-62,754	-60,609	-21,249	-30,772	---	-8,585	-2,144	-2,144
1996	-33,425	-29,888	-25,235	-37,084	-8,012	40,442	-3,538	-3,876
1997	-151,323	-146,444	-27,547	41,403	-7,165	-153,132	-4,879	-4,004
1998	-170,821	-151,507	-27,438	-57,990	1,035	-67,117	-19,313	-17,665
1999	-62,745	-43,655	-11,393	-30,020	-3,306	1,063	-19,087	-15,653
2000	-94,234	-84,287	-25,039	-38,469	-5,090	-15,688	-9,947	-9,162
2001	-61,726	-58,264	-39,001	-56,292	1,853	35,177	-3,462	-2,931
2002	-84,775	-80,559	-28,891	-131,486	2,631	77,189	-4,216	-3,372
2003	77,341	82,012	-26,059	-114,731	6,075	216,727	-4,672	-2,636

図表 3 国際収支の理論

- 経常収支 = 外貨準備高の増減 + 資本収支
⇒ 外貨準備高の増減 = 0 のとき、
経常収支 = 資本収支
- 経常収支の黒字 ⇔ 資本収支の赤字
- 経常収支の赤字 ⇔ 資本収支の黒字
- 例外：2003年（巨額なドル買い為替介入）

図表 4 日本の経常収支（単位：億円）

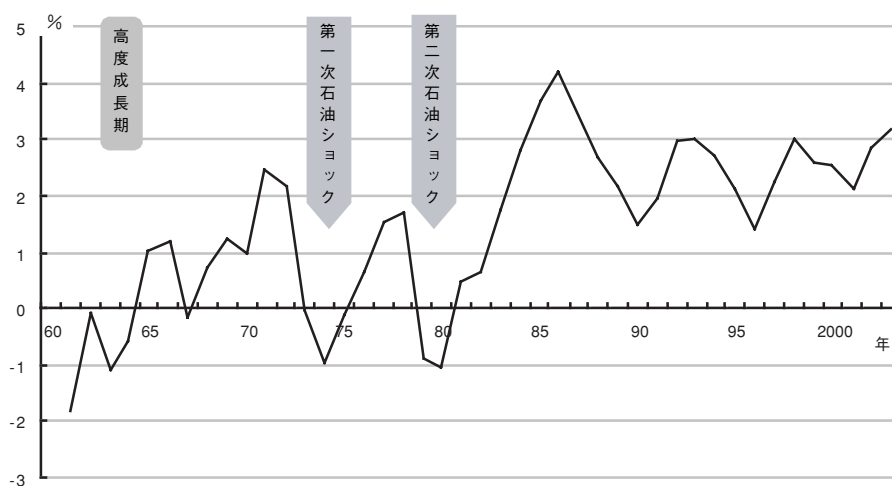
年	経常収支								
	貿易・サービス 収支	貿易収支					サービス 収支	所得収支	経常移転 収支
		輸出	輸入	貿易収支					
				輸出	輸入				
1995	103,862	69,545	123,445	402,596	279,153	- 53,898	41,573	- 7,253	
1996	71,533	23,174	90,967	435,660	344,694	- 67,791	58,134	- 9,775	
1997	117,337	57,680	123,103	495,190	372,088	- 65,424	70,371	- 10,714	
1998	155,277	95,298	159,843	488,663	328,820	- 64,547	71,445	- 11,464	
1999	130,522	78,651	140,155	457,948	317,794	- 61,504	65,743	- 13,867	
2000	128,754	74,299	125,634	495,256	369,622	- 51,337	65,052	- 10,595	
2001	106,524	32,120	85,270	465,835	380,564	- 53,151	84,005	- 9,604	
2002	141,397	64,691	117,332	494,797	377,464	- 52,643	82,666	- 5,958	
2003	157,668	83,552	122,595	519,341	396,746	- 39,044	82,814	- 8,698	

図表 5 経常収支の理論

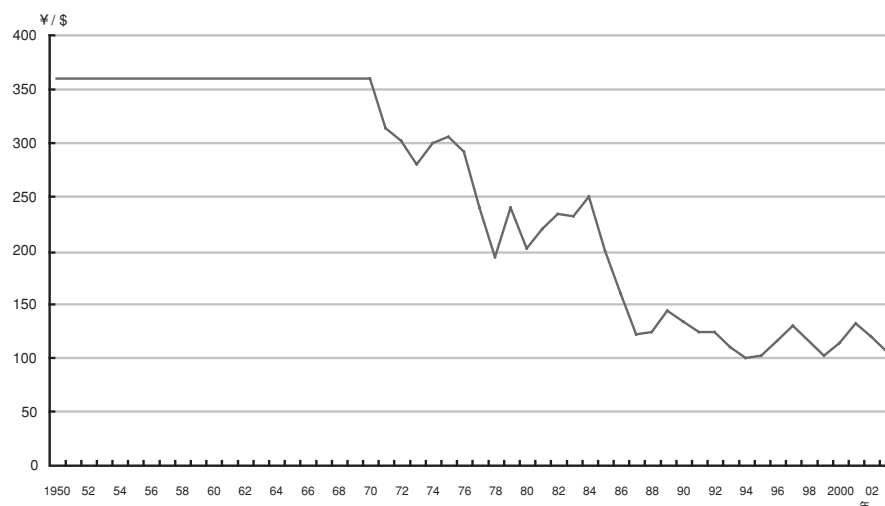
- 弾力性アプローチ
為替レートの調整メカニズムを重視
- アブソープション・アプローチ
財市場： $Y = C + I + G + (X - M)$
 $\Rightarrow X - M = Y - (C + I + G)$

ただし、 Y = 総生産、 C =民間消費、 I =民間投資、
 G =政府支出、 X =輸出、 M =輸入

図表 6 日本の経常収支（対 GDP 比）



図表 7 日本の為替レートとの推移（円ドルレート）



図表 8 経常収支の理論

- 国際資本移動の自由化が世界各国で進展
⇒ 資本移動の額が貿易額を大幅に上回る
- 経常収支の動向を、貿易収支の観点から考える弾力性アプローチやアブソープション・アプローチは説明力を失う
- 経常収支の動向を、資本収支の観点から考えるアプローチが説明力を高める！

図表 9 貯蓄・投資バランス・アプローチ

$$\text{財市場： } Y = C + I + G + (X - M)$$

$$\Rightarrow X - M = [(Y - T - C) - I] + (T - G)$$

Y - T - C：民間貯蓄、I：民間投資

T - G：財政赤字

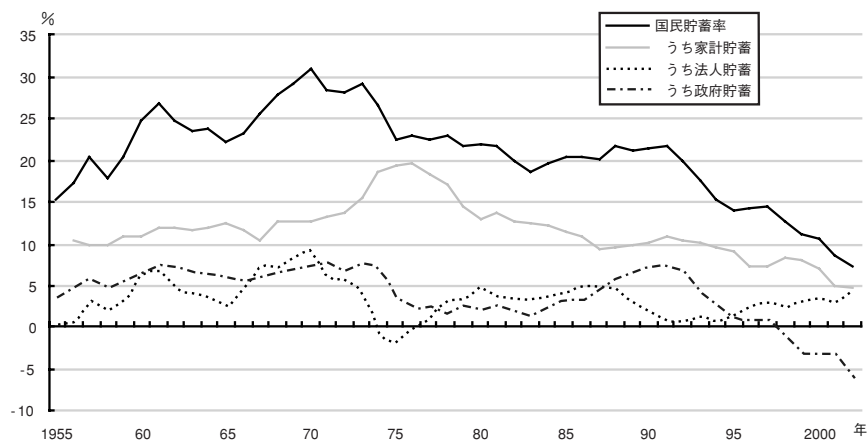
貯蓄 > 投資 ⇒ 経常収支の黒字

貯蓄 < 投資 ⇒ 経常収支の赤字

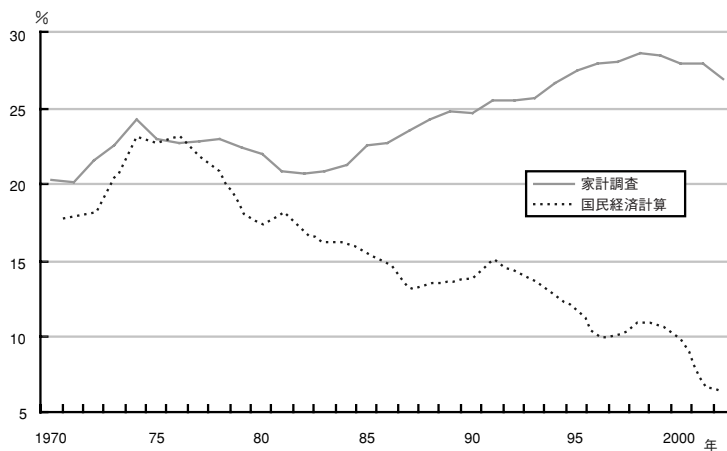
図表 10 先進7カ国の貯蓄率比較

暦年	国民貯蓄率						
	日本	アメリカ	カナダ	ドイツ	イギリス	フランス	イタリア
1991	21.6	5.0	2.6	10.7	3.1	7.8	8.0
1992	20.0	3.9	0.8	10.2	1.7	7.2	6.3
1993	17.8	4.0	1.4	8.2	1.2	5.2	6.9
1994	15.4	4.7	4.0	8.4	3.4	5.7	7.6
1995	14.1	5.5	6.5	8.3	4.2	6.2	9.9
1996	14.2	5.9	6.8	7.7	4.5	5.7	10.4
1997	14.5	6.9	7.8	7.7	6.1	7.2	10.1
1998	12.7	7.6	7.1	8.0	7.3	8.6	9.6
1999	11.2	6.9	9.2	7.3	5.2	8.9	8.9
2000	10.6	6.3	12.8	7.5	5.1	9.0	8.7
2001	8.4	---	---	---	---	---	---

図表 11 国民貯蓄率とそのうちわけ



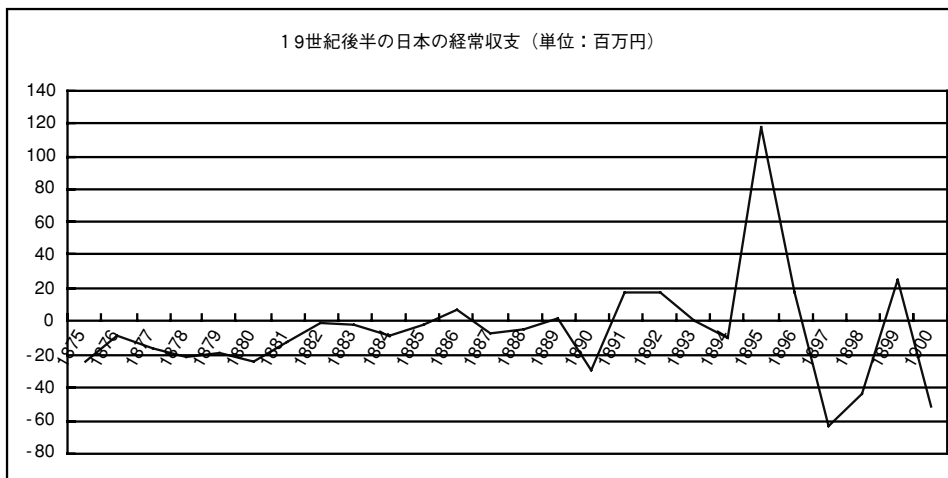
図表 12 国民経済計算の家計貯蓄率と家計調査の家計貯蓄率



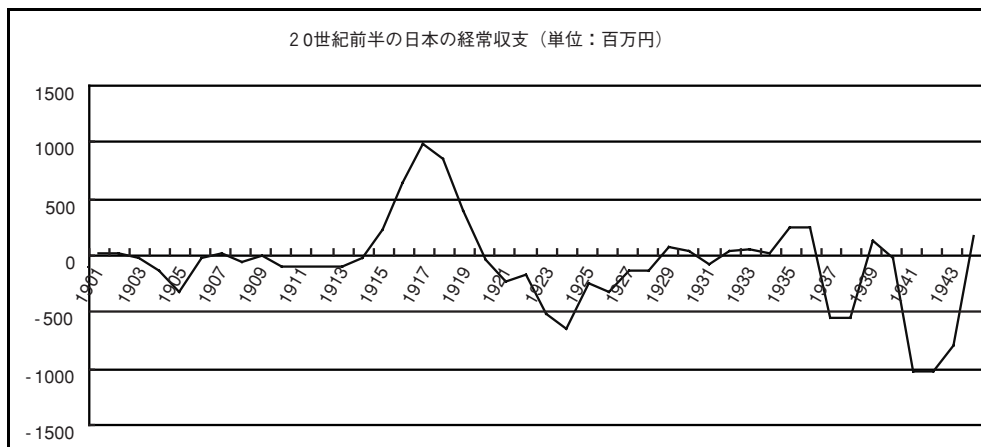
図表 13 国際収支の発展段階説： ライフサイクル仮説の応用

- 低開発国⇒借り入れ⇒経常収支赤字
- 中進国⇒借り入れ⇒経常収支赤字の縮小
- 若い先進国⇒借り入れ返済⇒経常収支黒字
- 先進国⇒貯蓄⇒経常収支黒字
- 成熟国⇒貯蓄の取り崩し⇒経常収支赤字

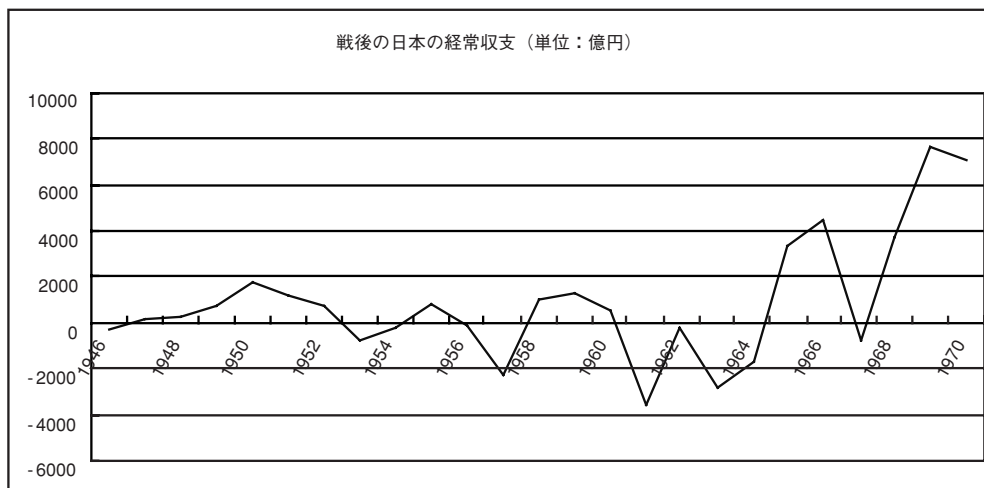
図表 14 戦前の日本の経常収支 I (19世紀後半)



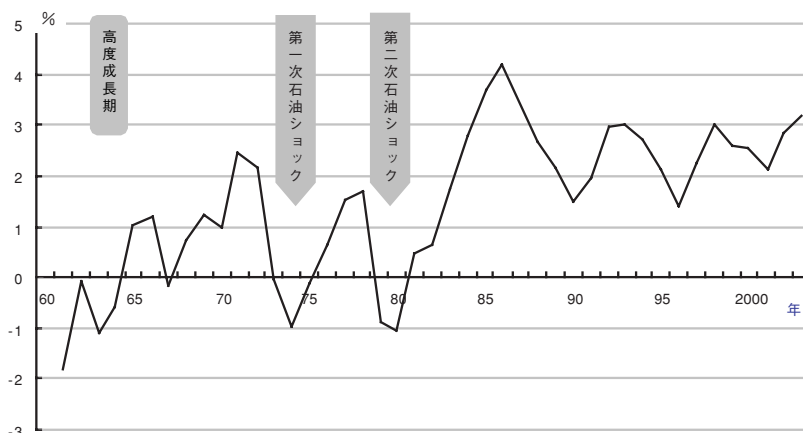
図表 15 戦前の日本の経常収支 II (20世紀前半)



図表 16 戦後の日本の経常収支（終戦から高度成長終わりまで）



図表 17 戦後の日本の経常収支（対GDP比）（高度成長期から現在まで）



図表 18 これからの日本の経常収支：黒字から赤字へ

原因

- 成熟国化：潜在成長率の低下
- 急速な高齢化 ⇒ 貯蓄率の急速な低下
- その他の貯蓄率低下の要因：
 - ◆ 高齢者の貯蓄率低下
 - ◆ 働く世代の貯蓄率の安定
 - ◆ 無貯蓄世帯の増加

図表 19 先進国の経常収支 I (対 GDP 比、%)

	米国	ドイツ	英国	カナダ	イタリア	オーストラ リア	スペイン
1986	-3.51	4.52	-0.63	-3.10	0.36	-6.01	1.71
1989	-1.89	4.80	-4.58	-4.00	-1.34	-6.45	-2.87
1992	-0.81	-0.81	-1.71	-3.74	-2.40	-3.86	-3.76
1995	-1.57	-0.86	-0.54	-0.79	2.29	-5.62	0.04
1998	-2.49	-0.21	-0.01	-1.84	1.83	-4.91	-0.26
2001	-3.83	0.09	-2.25	2.30	-0.09	-2.25	-2.80
2003	-4.85	2.28	-1.86	2.00	-1.43	-5.71	-2.81

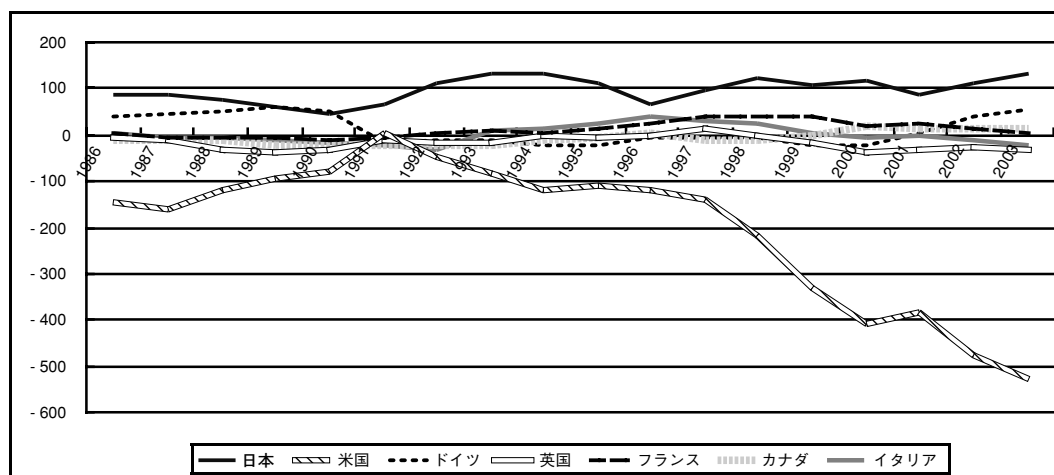
図表 20 先進国の経常収支 II (対 GDP 比、%)

	フランス	スウェーデ ン	オランダ	ベルギー	ノルウェー	スイス	日本
1986	0.33	0.00	2.45	2.69	-6.75	5.10	4.36
1989	-0.48	-1.64	4.20	1.70	-0.11	3.95	2.25
1992	0.36	-3.03	2.12	2.56	3.90	6.30	3.07
1995	0.72	3.08	6.55	4.23	3.35	6.99	2.17
1998	2.64	2.75	6.36	4.12	-1.29	9.82	3.17
2001	1.66	4.42	1.95	3.91	15.50	7.99	2.15
2003	0.40	6.43	2.95	4.21	12.90	13.24	3.15

図表 21 先進国の経常収支

- 先進国では、経常収支が赤字の国が多い
- しかし、高齢化が進んだ成熟国でも、経常収支が黒字の国もある
- 絶対額で見ると、米国の経常赤字が突出
- その赤字幅は、1990年代末以降、大幅に拡大

図表 22 先進国（G7）の経常収支（単位：10 億ドル）



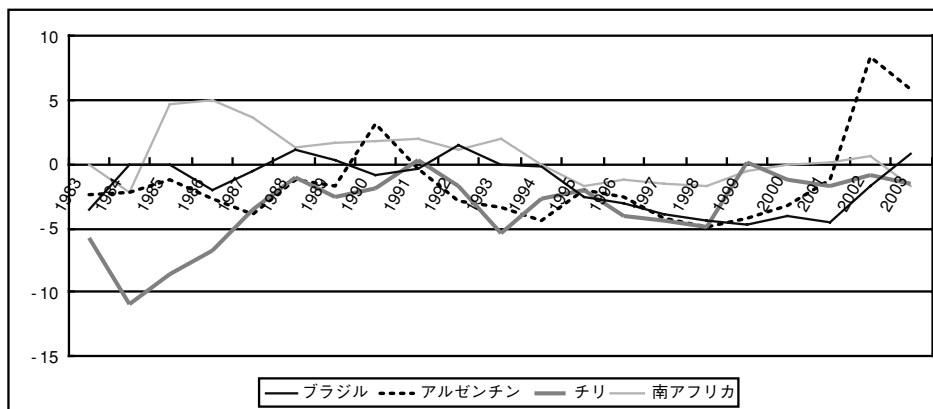
図表 23 米国の経常収支

- 1980年代：米国の経常赤字
 - ～日本の経常黒字＋西ドイツの経常黒字
- 1990年代（除く1998年以降）：
 - 米国の経常赤字～日本の経常黒字
- 1998年以降：
 - 米国の経常赤字 ≫ 先進国の経常黒字

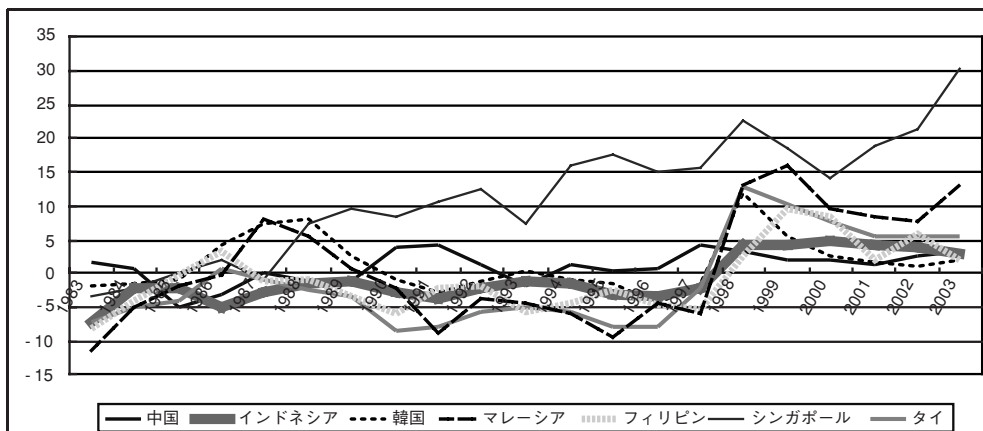
図表 24 なぜ米国の経常赤字は大きいのか？

- 「国際収支の発展段階説」の観点
 - ◆ 成熟国
 - ◆ 発展途上国
- 基軸通貨ドルの役割
- とりわけ、最近のアジアを中心とした発展途上国の動向
 - ⇒ 近年の米国の経常収支赤字の大幅な拡大を説明する上で有益！

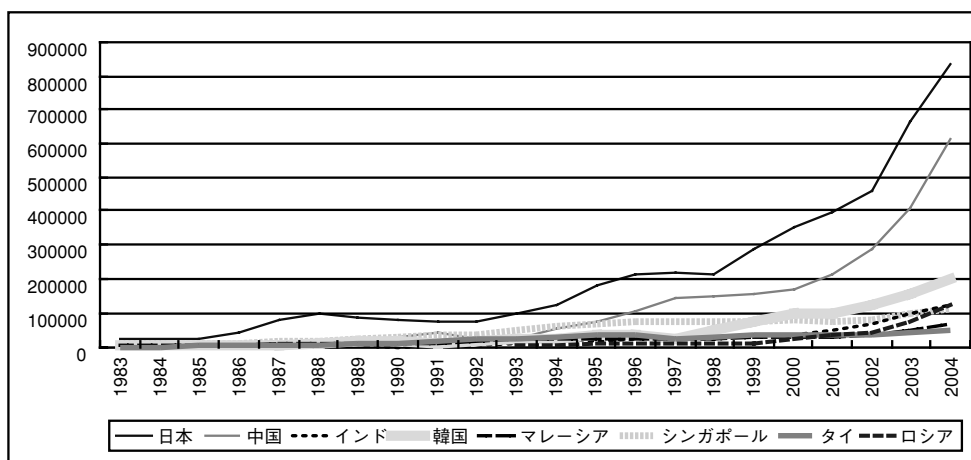
図表 25 発展途上国の経常収支 I (対GDP比、%)



図表 26 発展途上国の経常収支 II (対GDP比、%)



図表 27 外貨準備高の推移 (単位：百万ドル) Total Reserve minus Gold



図表 28 最近の世界の経常収支の動向

- 部分的には経常収支の発展段階説で説明が可能
 - しかし、アジアの通過危機以降、基軸通貨・米ドルに対する需要が外貨準備で増加
 - 米国が巨額の経常赤字を抱えているにもかかわらず、米ドルの価値は下落せず
- ⇒ 米国の赤字はむしろ拡大
- ⇒ 世界的な貯蓄・投資バランスを歪めている可能性

第12章 日本を取り巻く資金の流れ

慶應義塾大学経済学部教授 吉野 直行 氏

本日は北京講演の英文資料を利用して「日本と海外、特にアジア、中国との資金の流れ」について説明します。さらに、「資金循環表を用いた日本経済の資金の流れ分析」という資料に基づき、韓国から博士課程修得のため留学中のHYUN SUK氏が行った資金循環分析について説明します。

1. 日本と海外、特にアジア、中国との資金の流れについて

(1) 日本から海外への資金の流れの推移

図表1-1のグラフは、日本から海外への資本移動と海外直接投資（FDI）の推移を示しています。棒グラフの上方（プラス）は日本への流入、下方（マイナス）は日本からの流出を表し、白抜き部分は銀行貸出、濃色部分は証券投資、淡色部分は直接投資です。

1997年までは日本から相当資金が流れていましたが、1999年に貸出が大きく減退しました。そのため1997年のアジア通貨危機の後、日本の金融業が引いたという批判が生じましたが、実際は通貨危機の直後に引いたわけではなく、日本で不良債権問題や北海道拓殖銀行の破綻などの金融不安が生じた後に引いています。最近証券投資の比率が圧倒的に大きく、直接投資の比率は小さくなっています。直接投資は安定的に海外に出て行っているのが特徴です。

図表1-2のグラフは、日本からの証券投資の地域別推移を示しています。アジアへの証券投資は2004年と1996年に少しありますが総じて非常に少ない。一方、タックス・ヘイブンのケイマン諸島を含む中南米地域への証券投資は、時期によって大きくなっています。また、1998～2000年、2003～04年は欧州、北米、中南米への証券投資が多い。やはり、日本の証券投資は北米、欧州、タックス・ヘイブンのある中南米が多いことが特徴でしょう。

(2) 日本から中国への直接投資の流れ

図表1-3のグラフは、日本から中国への資本移動と直接投資の推移を示しています。図表1-1のグラフと同様に、白抜き部分が銀行貸出、濃色部分が証券投資、淡色部分が直接投資です。貸出は1998年までは伸びていましたが、日本の不良債権問題等の金融不安により1999～2000年に減退しました。2001～04年は直接投資が拡大しています。2003年以降は、他のアジア諸国と異なり、中国に対しては証券投資も相当伸びています。

図表1-4にJETROの日系企業に対するアンケートの結果を示しています。中国企業をライバルとみるかを2001年にアンケートしていますが、20%の企業が現在の脅威と考えており、30%の企業が将来の脅威と考えています。合計33%の企業は、現在そして将来とも中国企業を競争相手とは考えていませんが、半数の企業は競争相手と考えています。そして、回答企業の68%が現在、中国企業と競争関係にあると回答しています。

図表1-5は中国の経済成長に対して直接投資の及ぼした影響についてまとめています。まず1番目に中国に対する直接投資が拡大した時期には、後で詳しく説明しますが1990年代と2001年以降の2つの流れがあります。2番目に、中国の輸出の拡大は多国籍企業および外資系企業に支えられています。これは日本の高度成長期の輸出拡大パターンとは大部異なります。つまり、日本は独自技術を育成して生産品を米国等に輸出しましたが、中国の場合は多国籍企業等の中国における生産拡大に支えられ輸出を拡大しています。また、自動車産業やエレクトロニクス産業のように生産のネットワークをアジアで構築している事例が見られます。機会があれば製造業の関係者の方に詳しい説明を伺えればと思いますが、日本から直接輸出すると日米貿易摩擦等が生じましたが、生産のネットワークを構築しアジアから輸出あるいは日本から輸出するということが輸出の分散化をもたらし、日米貿易摩擦を減少させたと思います。さらに、中国に対する技術支援、技術移転は相当進展しています。3番目に、中国の全般的マクロ指標の水準、賃金率の低さ、効率性の良さというような点が日本の直接投資をもたらしていますが、詳しくは後で説明します。

図表1-6は日本から中国への直接投資額と件数を時期別に示しました。1990年には165件、511億円程度でしたが、1995年には770件、4,319億円と約8倍に拡大しました。また、日本以外の海外からの中国への直接投資も1995～2005年で約5,250億米ドルと非常に拡大しています。

図表1-7は日本から中国への直接投資額の推移をドル円為替レートの推移と共にグラフで示しています。1999～2001年の期間を除けば、直接投資額はドル円為替レートの変動と相関が高い。例えば、1990～95年は円高の動きの中で直接投資額が拡大しています。そして、1998年にかけて円安に動く中で直接投資額は減少しています。1999～2001年の期間はアジア通貨危機と日本の不良債権問題で動きが異常になっていますが、2002年以降は円高に動く中で再び直接投資額が拡大しています。従って、円の進行と直接投資額の拡大には非常に強い相関が考えられます。また、直接投資額の内訳をみると製造業の比率が圧倒的に高く、非製造業の比率は低い。

図表1-8は日本から中国への産業別の直接投資額の推移を示しています。2003～04年はトヨタや日産が中国に工場を設置したことを反映して、自動車の輸送用機械の比率が急激に高まっています。また、一般機械、電気機械は従来から一定の比率を占めており、2004年は加えて化学工業や金属工業の比率も高まっています。

(3) 日本の海外直接投資におけるアジア、中国の位置付けと特徴

図表1-9は日本からアジアへの直接投資額の国別の推移を示しています。2004年は中国が過半を占めています。一方、1989年では香港、シンガポール、タイなどの比率が高く1997年ぐらいまではこのような状態が続いていました。アジア通貨危機以降に徐々に変化が現われ、最近では中国の比率が圧倒的になっています。つまり、1997年頃までは東南アジアを中心としたネットワークでしたが、2000年ぐらいから日本の直接投資は中国を中心に動いています。

図表1-10は日本から世界各地域への直接投資額の推移を、アジアとの比較の意味で、示しています。1989～99年位までは、貿易摩擦回避のため自動車を中心に北米への直接投資額が大きいものでした。欧州への直接投資額も大きいですが、欧州への直接投資額の推移が比較的安定しているのに対して北米への直接投資額は2000年ぐらいから減少しています。これは日本の製造業が生産ネットワークをアジアに構築しながら対米輸出をしているため、貿易摩擦があまり目立たなくなってきた影響ではないかと考えています。この結果、2004年では中国とその他のアジア地域を合わせた全アジア向けの直接投資額が北米向けの直接投資額を上回っています。

図表1-11は日本の自動車産業の世界各地域への直接投資額の推移を示しています。1997年ぐらいまでは北米向けの直接投資額が大きな比率を占めていますが、1999年からは欧州向けの直接投資額の比率が伸びています。また、最近では2003～04年で中国向けの直接投資額の比率が拡大しています。中国以外のアジア地域も含めると、2003年で全体の投資額の約半分、2004年では6～7割を占めるまでに伸びています。

図表1-12は日本の自動車産業の直接投資額の推移をアジア地域の中だけで示しています。1990年頃はインドネシアの比率が高く、アジア通貨危機の頃まではタイの比率も高いものでした。1995～97年頃は他に台湾やマレーシアにも少し投資されていましたが、2002年頃からはタイ、インドネシアは依然としてありますが、2002年はインドへの直接投資が増え、中国が断然大きくなっています。

(4) 日本からの直接投資の経済的影響

図表1-13は直接投資によりもたらされた経済成長を分析しています。数式が示されていますが、左辺は経済成長率であり、右辺は直接投資のGDP比率がどの程度貢献しているかということを表しています。図表中「1.」は中国だけの場合であり、同じく「2.」は中国を含めたASEAN7カ国で分析しています。係数を見ると中国だけの場合は0.864であり、ASEANでは0.259です。つまり、中国の場合では直接投資による実質経済成長率への貢献が0.864%と、ASEAN平均の0.259%よりも相当高い。

図表1-14は中国が日本からの直接投資受入れに成功した経済的背景をまとめています。まず、1979年に海外直接投資受入れに政策転換をしました。次に、1992年に鄧小平主席が経

済構造を改革し外資系企業の受入れを示しました。3番目は、低コスト労働賃金です。1990年で日本の労働コストの30分の1、韓国と比べても14分の1という低コスト賃金でした。また、内陸部の地方から沿海部の都市に絶え間なく労働力が流入しました。4番目は、生産ネットワーク（プロダクション・ネットワーク）の中で中国における生産を考えたことです。5番目は、中国の将来的な消費需要を考えて現地に生産拠点を配置したことです。

図表1-15は中国からの輸出に対する外国企業の寄与についてまとめています。まず、中国の輸出総額7,621億米ドルのうち、外国企業が約60%の4,673億米ドルを占めています。次に、ハイテク産業の輸出では、この比率がさらに高くなっています。3番目に、貿易黒字における割合ではハイテク産業の寄与が大きく、外国企業が83%程度を占めています。4番目に、1980年代の日本の海外直接投資は、日米貿易摩擦の影響を受けて北米中心でしたが、アジアにおけるプロダクション・ネットワークを構築したことにより貿易摩擦が解消され、北米への直接投資が大部減少した面があるのではないかと考えられます。

図表1-16はJETROが中国の日系企業に対して中国において現地生産を始めた理由をアンケート調査した結果をまとめています。1番目は、中国のWTO加盟などにより中国市場の自由化が進みビジネスチャンスが拡大することを期待したということで18%の回答がありました。2番目は、親会社の中国進出に合わせたという理由で17%の回答がありました。3番目は、中国の労働力や原料素材の質が向上して現地生産が可能になったという回答で21%ありました。4番目は、中国の将来の成長に期待しているということで28%の回答がありました。最後に、労働賃金が低いという理由で78%と圧倒的多くの回答がありました。

図表1-17は日本の中国からの輸入品の内訳比率の推移を棒グラフで示しています。1990年代は冷蔵庫などのシンプルな家電機器の輸入が多かった。最近はコンピューターおよびコンピューター部品の輸入が増大しています。また、テレビ・ラジオの部品、IC等の輸入もあります。結局、かつてはシンプルな電気機器の輸入が太宗を占めましたが、徐々に複雑な機器が増大していることがわかります。

図表1-18は日本から中国への輸出品の内訳比率の推移を棒グラフで示しています。輸出は輸入と比べて内容が安定しており、一般機械やその部品、自動車やその部品、IC半導体、電気機器などが太宗を占めています。

図表1-19は海外直接投資と貿易関係についてまとめていますが、ここではアジア諸国に対する証券投資の拡大策について説明します。先に図表1-2の日本からの証券投資の地域別推移で説明しましたように、日本からの証券投資は北米、欧州、タックス・ヘイブンのある中南米が多く、アジアへの証券投資は少額にとどまっています。図表1-20では東アジア地域に対する国際的証券投資の拡大を提起していますが、第1に東アジアへの証券投資の31.5%が米国へ、34.1%が欧州へと動いています。結局、この資金が再びアジアに還流して米国や欧州に稼がせています。これがアジア域内で資金が循環できないかという現在行われている議論に

つながります。第2に、東アジア8ヵ国では東アジアの資産をわずか4.9%しか保有していません。ちなみに、欧州では58%の資産が欧州域内で保有されています。一方、アジアでは域内の資金が米国や欧州の金融機関を経由して域内に還流しています。第3に、日本は東アジアの資産をわずか1.3%しか保有していません。今後の議論では、このようなアジアにおける資金の流れについても考えてみたい。また、直接投資や海外のネットワークは市場の力で実現したと思いますが、金融についてはいまだ進展していません。日本の金融業がアジアで活躍できる可能性があるのではないかと考えています。

また、本日は日本と中国を中心に説明しましたが、韓国や東南アジアについても逐次分析し説明できればと考えています。

2. 資金循環表を用いた日本経済の資金の流れ分析

日本経済の資金循環についてシミュレーションを始めましたので、資料に基づき難解な数式は除いて図表を中心に概要を説明します。

(1) 日本の資金フローの変化

図表2-1は1984年度から1990年度までの資金の流れ（バブル期）、図表2-2は1990年度から2000年度までの資金の流れ（バブル後）、そして図表2-3は2000年度から2004年度までの資金の流れ（回復期）をそれぞれ示しています。また表の各行は、その行の経済主体から各列の経済主体に資金がどれだけ流れたかを表しています。以上の3期間で資金の流れがどのように変化したかを説明します。

① 金融機関

バブル期には、金融機関から企業に約333.8兆円の資金が流れています。一方、バブル後では流れが逆転し、企業は約28.4兆円を金融機関に返済しました。つまり、この間で資金の流れは相当変化しています。

次に一般政府を見ると、バブル期は金融機関から約63.5兆円が流れていますが、バブル後には368.6兆円に増大しています。すなわち、財政赤字が拡大して金融機関が相当引き受けていることがわかります。

さらに家計は、バブル期は金融機関から約136兆円が流れていますが、バブル後は約70兆円に減少しています。つまり、金融機関から家計へは住宅ローンはじめ各種の消費者ローンの貸出を通じて資金が流れていますが、バブル後はこの貸出が減少し住宅投資も縮小しました。図表2-3では金融機関から家計への資金の流れはマイナスで、家計が返済しています。また、

金融機関から企業への資金の流れもマイナスになっています。

一方、海外についてはバブル期には金融機関から海外へ約125兆円が流れていましたが、バブル後は約21兆円と約6分の1に縮小し、回復期の**図表2-3**でも約33兆円にとどまっています。やはり、バブル期は金融機関を通じて多額の資金が海外へ流れていたと考えられます。

以上は**図表2-1**から**図表2-3**について金融機関の行を見てきましたが、次に企業の行を見てみます。

② 企業

バブル期は企業から企業に約201兆円が流れていました。これは、企業同士の株式持合や企業間信用の拡大により企業間の資金の流れが大きかったと考えられます。ところがバブル後この数値はマイナス約95兆円であり、株式持合の解消や企業間の信用供与が縮小していることを示しています。回復期の**図表2-3**でもマイナス約26兆円であり、この傾向は続いています。

また、企業から海外の資金の流れは、バブル期の**図表2-1**では約44兆円が流れていますが、バブル後の**図表2-2**では約16兆円に減少し、回復期の**図表2-3**ではマイナスになり、企業の資金運用の動きも大きく変化しています。

③ 家計

次に家計の行を見ると、バブル期の**図表2-1**では約366兆円が家計から金融機関へ預金や保険を通じて流れていました。バブル後の**図表2-2**でも約391兆円が流れていますが、回復期の**図表2-3**では約11兆円に減少しています。つまり、2000年代には可処分所得の減少から家計の資金も落ちてきています。また企業へは、バブル期の**図表2-1**では約81兆円が社債や株式の購入を通じて流れていますが、バブル後の**図表2-2**ではマイナス約25兆円とネットベースでは減少しています。そして、回復期の**図表2-3**でもマイナス約16兆円と、この傾向は続いています。さらに海外への資金の流れは、バブル期の**図表2-1**では約10兆円でしたが、バブル後の**図表2-2**では約5兆円と半減し、回復期の**図表2-3**ではマイナス6兆円と回収に入っています。

以上のように日本の資金フローが相当大きくこの3つの時期に変化していると考えられます。

(2) 経済主体別の資金の流れ

図表2-4は以前にも示した経済主体別の資金過不足のグラフを示しています。最上方の折線グラフが家計の貯蓄率の推移であり、徐々に低下しています。非金融法人企業は1990年ご

ろは大きくマイナスでしたが、その後は投資をしないで徐々に余剰になっています。最下方でマイナス幅を拡大しているのは、多額の財政赤字を抱える一般政府です。また、海外部門は黒字を継続しています。

図表2-5には家計の金融資産の内訳の推移を示しています。現金・預金、保険・年金準備金、株式・出資金、株式以外の証券などの内訳別の保有利率を示しています。

図表2-6には家計の金融機関別預金残高を示しました。1989～90年で急に国内銀行の比率が上昇し中小企業金融機関等の比率が低下したのは相互銀行が統計上国内銀行に変更されたためであり、数値上の連続性がないので、この部分は無視します。2000年頃から郵便貯金の比率が低下しています。これは個人向け国債販売や民営化の影響と考えられます。その分、国内銀行が比率を伸ばし、農林水産金融機関や中小企業金融機関等の比率はあまり変化がありません。

図表2-7は企業の資金調達の内訳を示しています。貸出は、1980年度には46.0%を占めていましたが、2004年度には35.8%に低下しました。その中身としては民間金融機関貸出が34.5%から24.1%へ大きく低下しており、公的金融機関貸出は景気対策で利用されたこともあり8.7%から7.4%へ微減にとどまっています。株式以外の証券は1980年度の7.8%から2004年度の9.5%へ上昇し、事業債も1980年度の2.0%から2004年度の4.4%へ徐々に上昇しました。株式・出資金も大きく上昇していますが、1960～70年代はさらに高い比率を占めていた企業間・貿易信用が、1980年度の22.8%から2004年度の15.2%へ低下していることが特徴的です。

図表2-8は金融機関別の貸出残高推移をグラフで表しています。民間金融機関は約800兆円近くまで増大した後は近年やや減少していますが、公的金融機関は貸し渋り対策やセーフティネットの確保等の影響を受けて約4兆円近くに拡大しています。

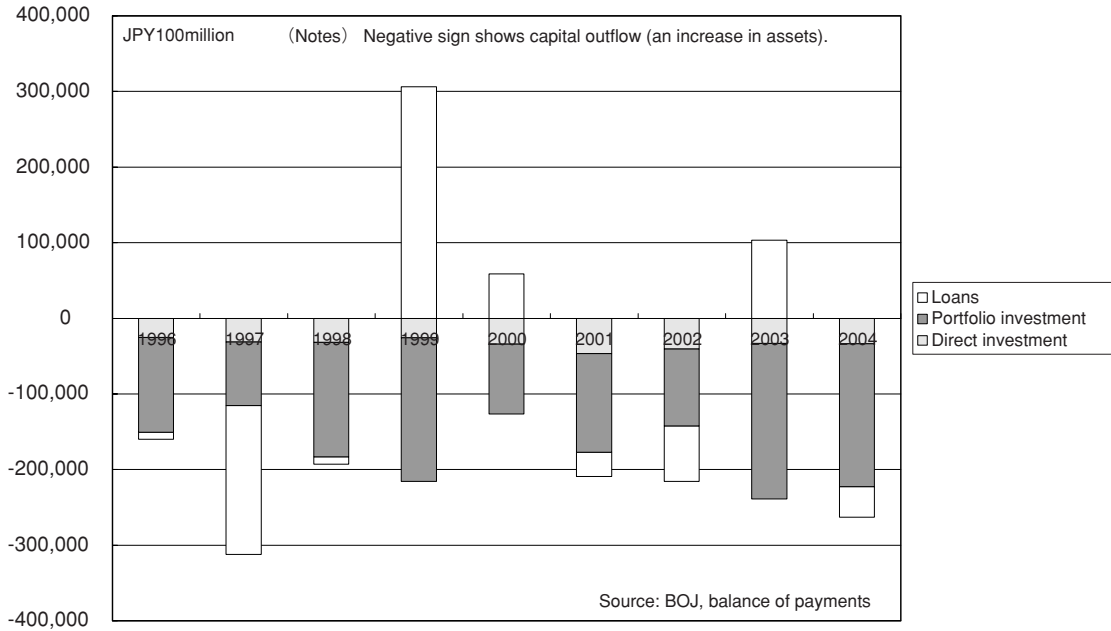
図表2-9に企業の資金調達の方法変更のシミュレーションを示しました。ここでは企業が金融機関からの借入を1兆円減らし株式発行で調達した場合を想定しています。この場合、家計は預金を1兆円減らし株式を1兆円増やします。シミュレーションの結果を、図表2-10に示しました。金融機関から企業への資金の流れが大きく減少し、家計から企業への直接的な資金の供給が増えています。また、金融機関から住宅ローン等で家計に貸出す資金の流れも対応して減少しています。

また図表2-10には、家計の貯蓄率低下による投資減少のシミュレーションを示しています。すなわち、家計の貯蓄減少と同額だけ投資額が減少すると、例えば建設業と不動産業への投資が各々5百万円ずつ減少した場合、産業間の波及効果が生じて、製造業やサービス業への投資がより大きく減少することが想定されます。今後もまだ産業連関の波及効果の詳細を検討する必要がありますが、様々な提案を頂いて他のケースを想定してみたり、あるいは国内貯蓄は減少しても海外から資金が流入して投資が減少しない場合どのようなことが生じるか等を検

討してみたい。

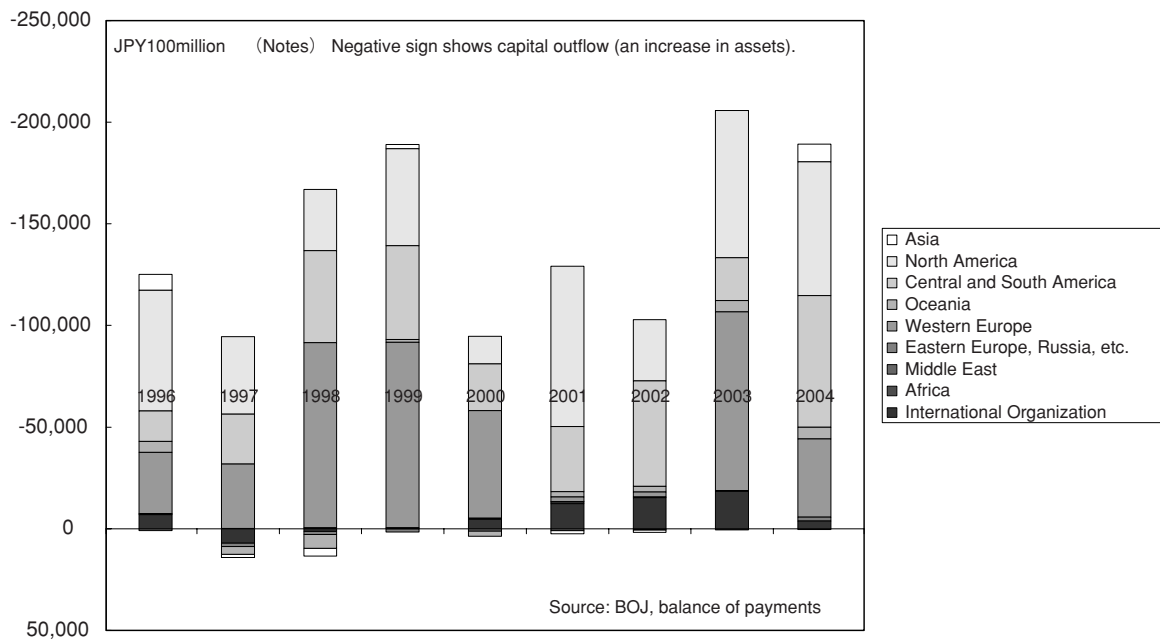
(2006年5月16日開催 第8回山本委員会ご講演)

図表1-1 Capital and FDI Flows from Japan to the World

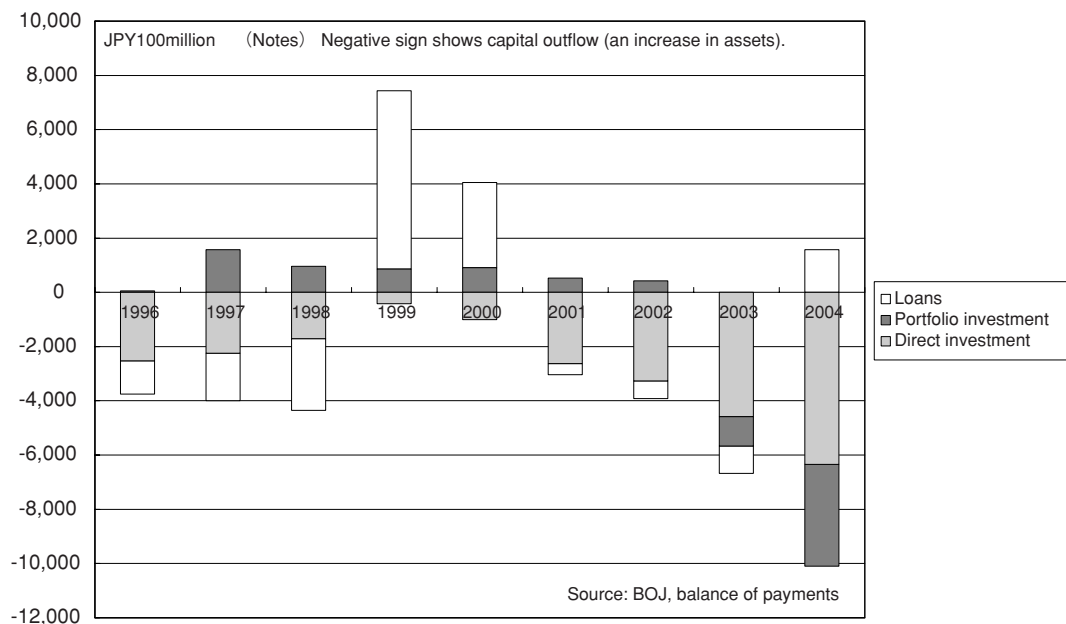


出所：飯島高雄・吉野直行「アジアの資本移動の変化に関するクラスター分析—アジア域内の証券投資活性化に向けて」『FSAリサーチ・レビュー2006』金融庁金融研究研修センター，pp105-141，2007年2月。以下のグラフも同様。

図表1-2 Portfolio Flows from Japan



图表1—3 FDI and Capital Flows from Japan to China



图表1—4 2001 Survey of Japanes Companies by JETRO
<Impression about Chinese Companies>

20% Currently in Rivals

30% Will be Rivals in near future

20% Currently, Does not feel as Rivals

13% Will not think as Rivals in near future

13% No, answer

68% = Competing with Chinese products

31%=No competition with Chinese products

图表 1 — 5 The Role of FDI to China's Growth

1. Increases in FDI to China from Japan during 1990s and 2001->
2. Export from China
 - ⇒ Important Role of Multinational Companies (FDI)
 - ⇒ Production Network among Asian countries
 - ⇒ Technology Transfer to China
3. Good Economic Conditions of China so as to invite FDI from abroad

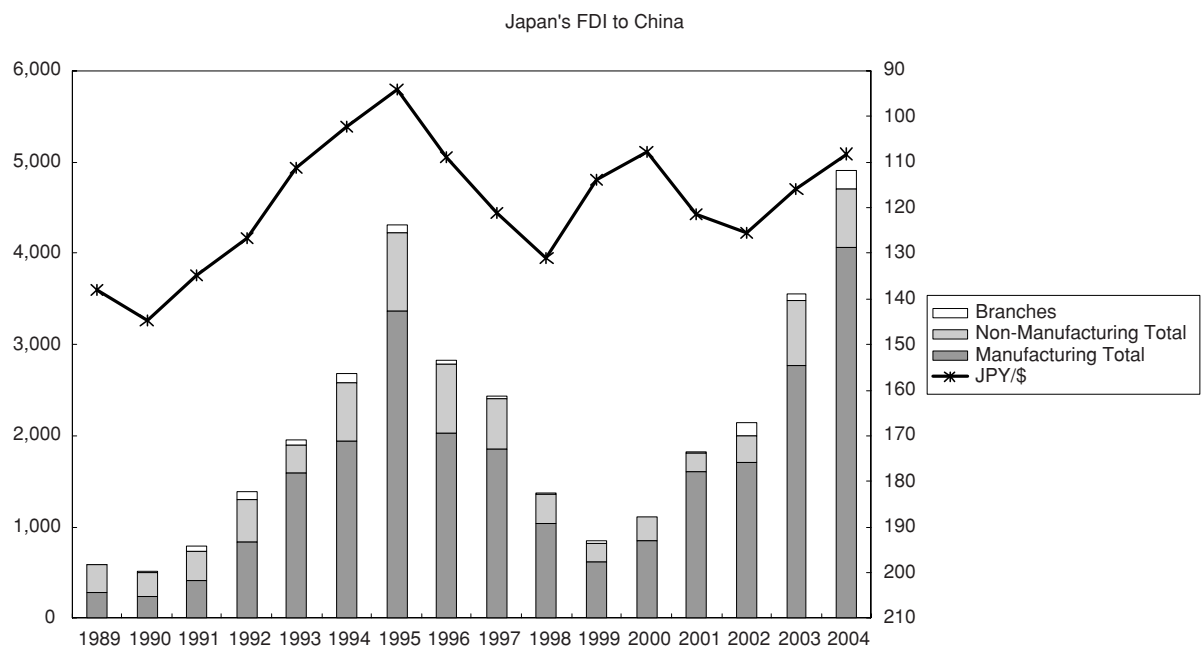
图表 1 — 6 FDI from Japan to China

Year	Number	Amount
1990	165	51.1 billion yen
1995	770	431.9 billion yen
1990-2000	3800	1900.0 billion yen

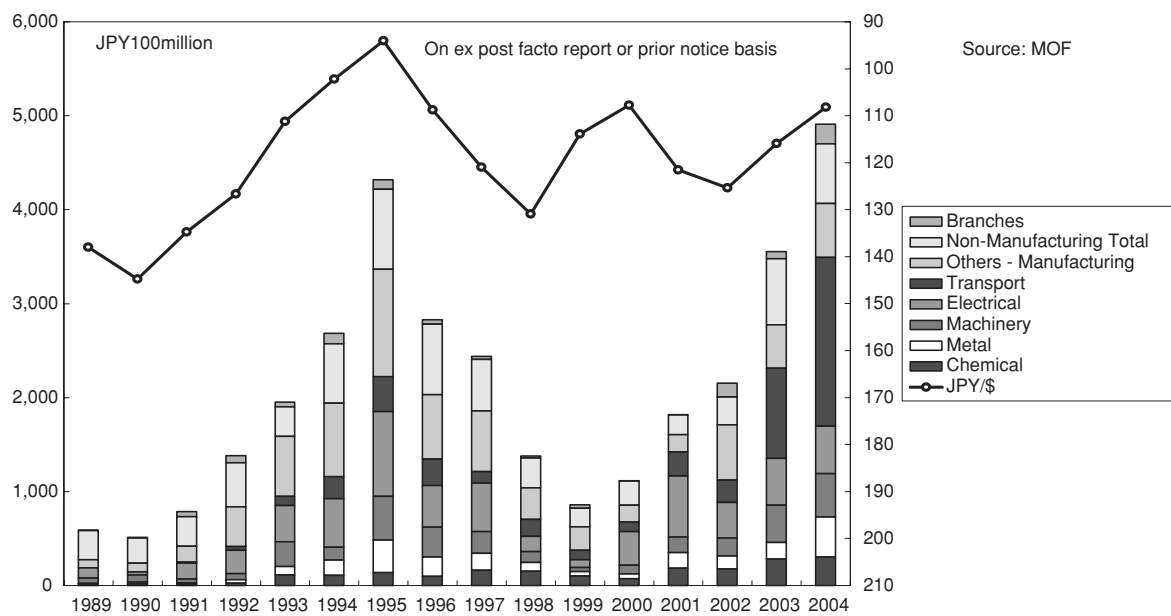
FDI from all over the world to China

1995-2005 total 525 billion \$

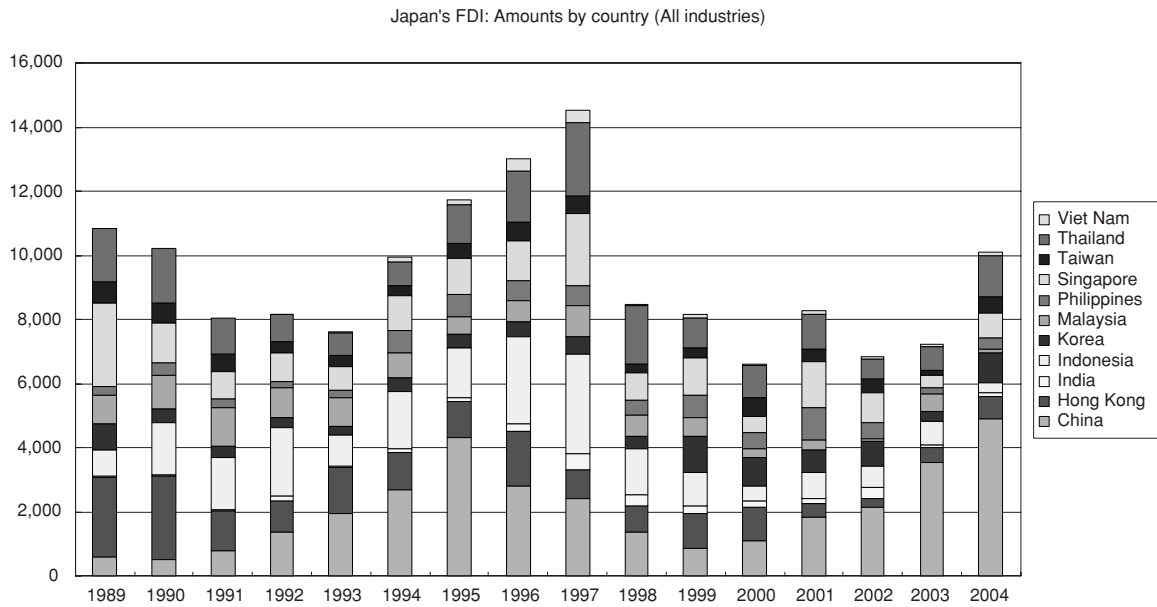
图表1-7 Japan's FDI to China
 ----Appreciation of the Yen----



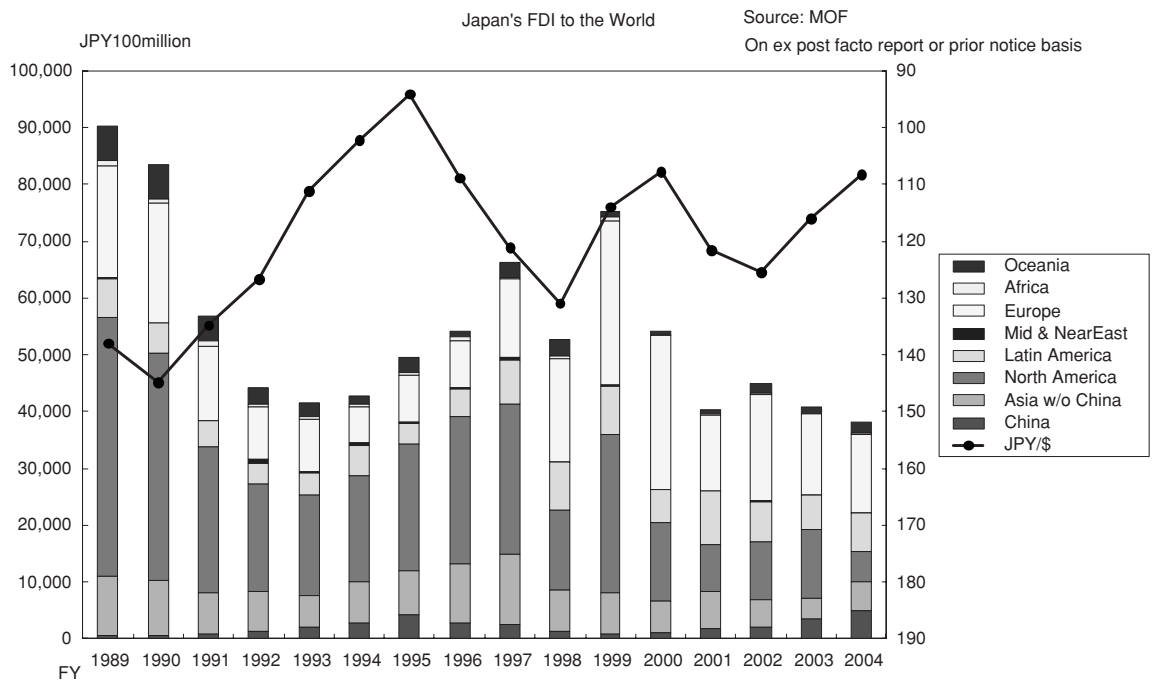
图表1-8 FDI from Japan to China by Industry



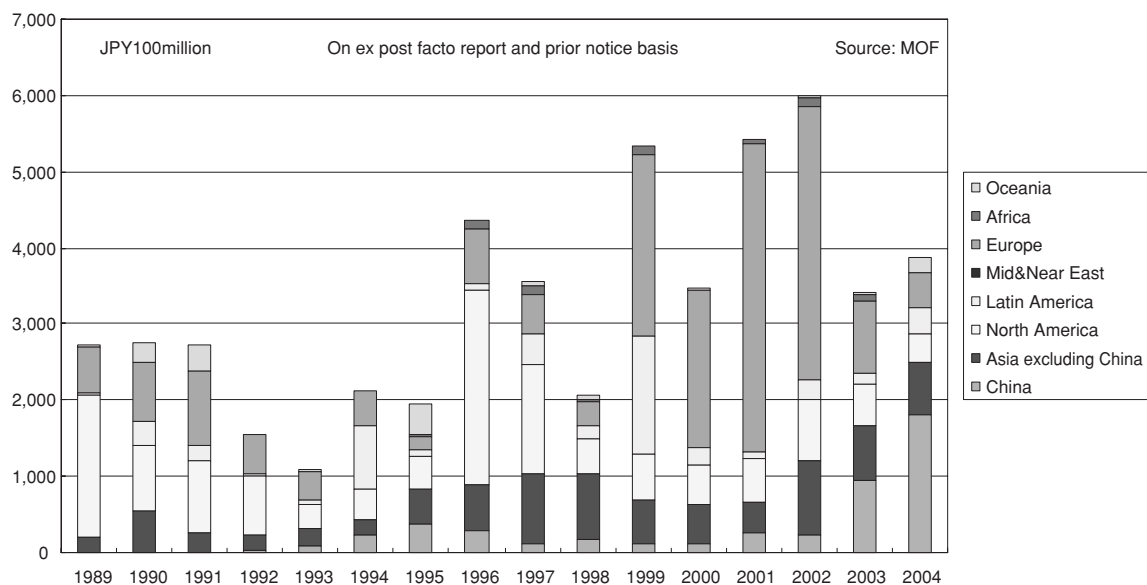
图表 1-9 FDI from Japan to Asian Countries
<Share of China is increasing>



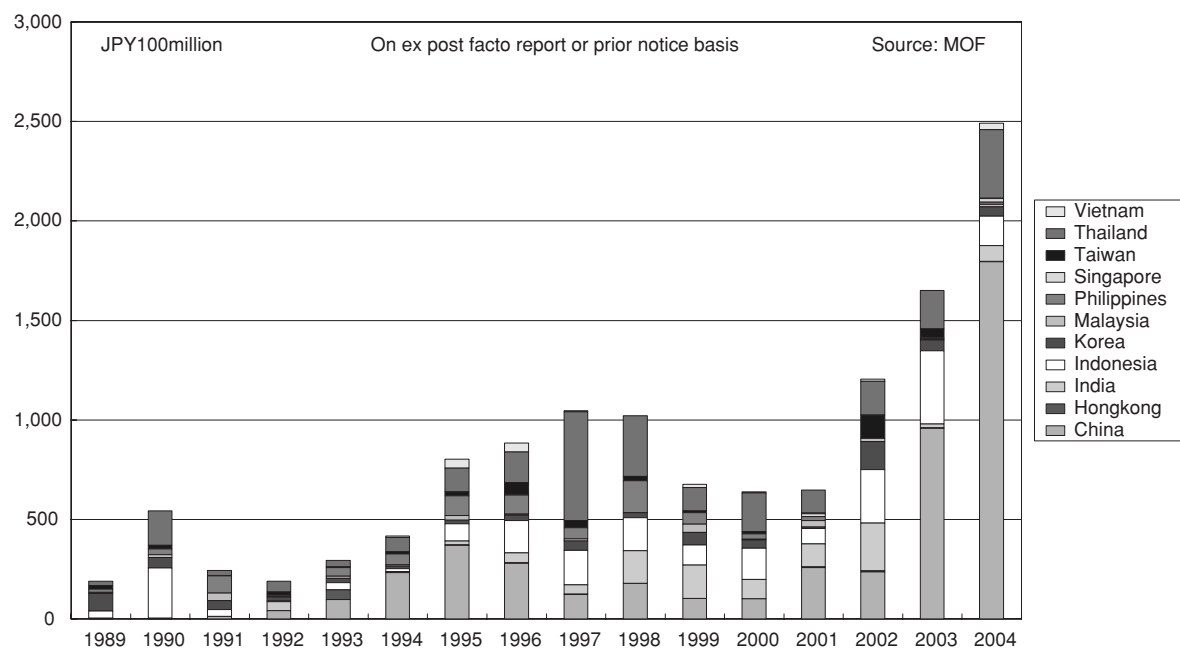
图表 1-10 Japan's FDI to the World
(Decline in North America)



图表 1 - 11 FDI by Automobile Industry to various regions in the world



图表 1 - 12 Japan's FDI (Automobile, in Asia)
From Indonesia to China, Thailand



图表 1 – 13 FDI Induced Economic Growth

1. 1990-2000 (China)	$R^2=0.265$
Real Growth Rate = $0.864 \times (\text{FDI}/Y) + 6.103$	
(1.80)	(2.89)
	(Cabinet Office of Japan)
2. 1980s-2000 (Asian Region)	$R^2=0.063$
Real Growth Rate = $0.259 \times (\text{FDI}/Y) + 6.618$	
(3.46)	(21.17)
China, Korea, Singapore, Thailand, Indonesia, Philippines	
	(Cabinet Office of Japan)

图表 1 – 14 Good Economic Conditions to invite FDI into China from Japan

1. Since 1979, China invited FDI
2. 1992, Den Xiao Ping, Economic Reform
3. Low Labor Cost
1990s Wage Rate 1/30(Japan) 1/14 (Korea)
1990s continuous inflow from Rural region
Increase in Labor (72.4% urban, 25.8% rural)
4. Production Network (assemble in China)
5. Expectation of Large Consumption Demand

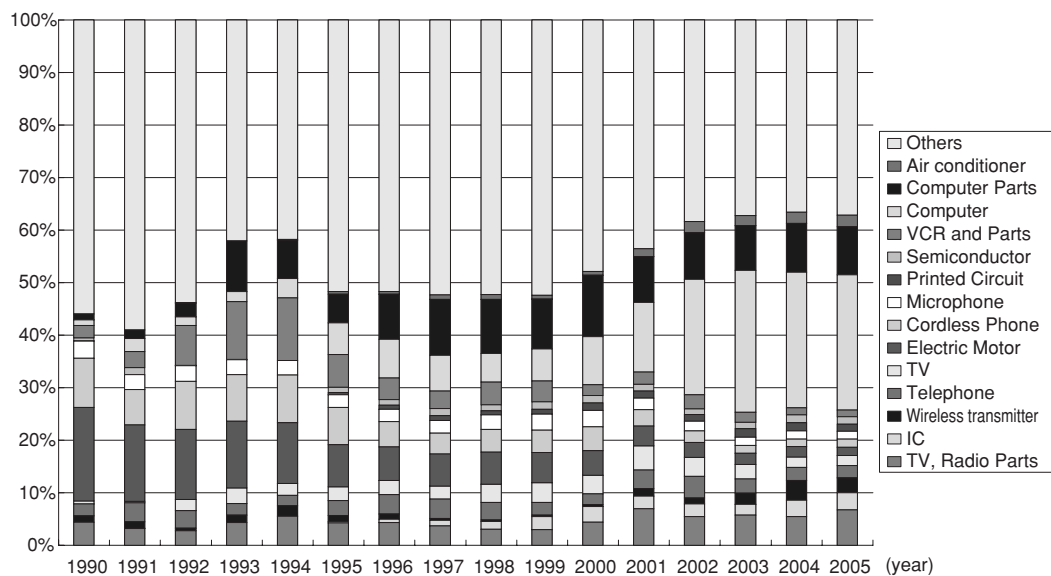
図表1－15 Export from China relies on Foreign Companies in China

1. China's Export (762.1 billion \$)
467.3 billion \$ (60%) (by Foreign Companies)
2. High Tech Export from China (350.0 billion)
⇒ Share of Foreign Companies is high
3. Trade Surplus of China (84.6 billion \$)
⇒ 83% comes from Foreign Companies
-
4. Trade conflicts between US and Japan
has diminished by Production Network in Asia

図表1－16 Survey by JETRO to Japanese Companies in China (2001)
<Reasons why production is shifted to China>

- | | |
|----------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. Expectation of Free Market (WTO etc) | 18% |
| 2. Parent Company shifted its Production
from Japan to China | 20% |
| 3. China's Improvement of skilled labors
and quality of materials | 21% |
| 4. China's future expected growth | 28% |
| 5. Production costs in Japan went too high | 78% |

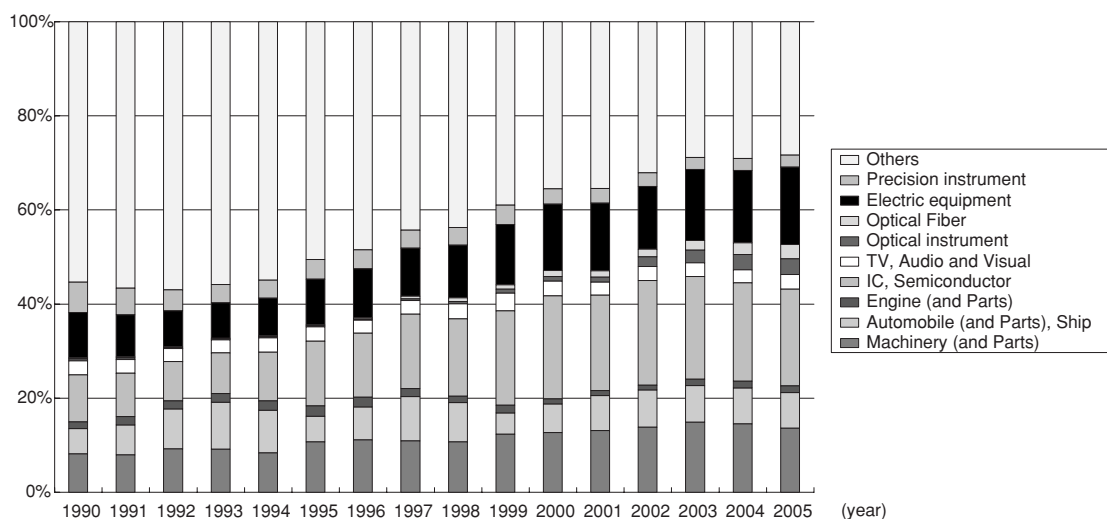
图表 1 - 17 Japan's Imports from China
Increased share of computer early 1990s: Basic Electronic Machinery



图表 1 - 18 Changes in Import from China

1. High ratio of natural resources in late 1980s
:mainly coal
2. Electric Machinery and General Machinery
are increasing
(40% of total import from China in 2005)
3. Production Network with Japanese
Companies (ex. computer parts)

图表 1 — 19 Exports from Japan to China
Electronic machinery, Semiconductor, and General machinery are increasing



图表 1 — 20 FDI and Trade Relations

1. FDI and Trade patterns
 - were not driven by policies
2. Industrial needs, Production Network
3. How to enhance Portfolio Investment across Asian Countries
4. Development of Financial Instruments
 - 1) Government bonds
 - 2) Mortgage bonds
 - 3) Infrastructure (Revenue) bonds
 - 4) Securitized SME bonds

図表1－21 How to enhance Cross border capital flows among East Asia

- (1) Major destination of East Asian portfolio investment:
United States (31.5%), Europe (34.1%)
- (2) East Asian assets are only 4.9% of total holdings for 8 East Asian economies.
- (3) Share of East Asian assets in Japan is only 1.3%.
- (4) In comparison, European portfolio asset holdings is 58% of the total international portfolio assets held by 17 European countries.

図表2－1 1984年度から1990年度までの資金の流れ（バブル期、単位：億円）

	金融機関	中央銀行	企業	一般政府	家計	非営利団体	海外	資産運用
金融機関	4,885,200	81,342	3,337,900	635,200	1,359,100	37,640	1,252,160	11,588,542
中央銀行	103,465	2,455	14,880	74,410	2,153	991	-3,535	194,819
企業	1,171,400	59,015	2,013,900	15,248	142,310	-5,046	443,280	3,840,107
一般政府	888,450	-1,814	236,520	56,209	-725	-6,897	45,750	1,217,493
家計	3,658,000	72,430	814,040	-3,140	15,793	413	99,926	4,657,461
非営利団体	123,220	1,165	9,994	-3,228	-8,187	6,436	1,835	118,363
海外	986,020	734	472,420	32,200	25,866	28,410	163,999	1,709,649
資金調達	11,815,755	215,328	6,899,654	806,899	1,536,309	49,075	2,003,415	

(出所) 吉野直行・Hyun Suk 「資金循環表を用いた日本経済の資金の流れ分析」慶應義塾大学経済学研究科・商学研究科連携21世紀COEプログラムKUMQRPディスカッション・ペーパー、2006年。以下、図表2－8を除き同様。

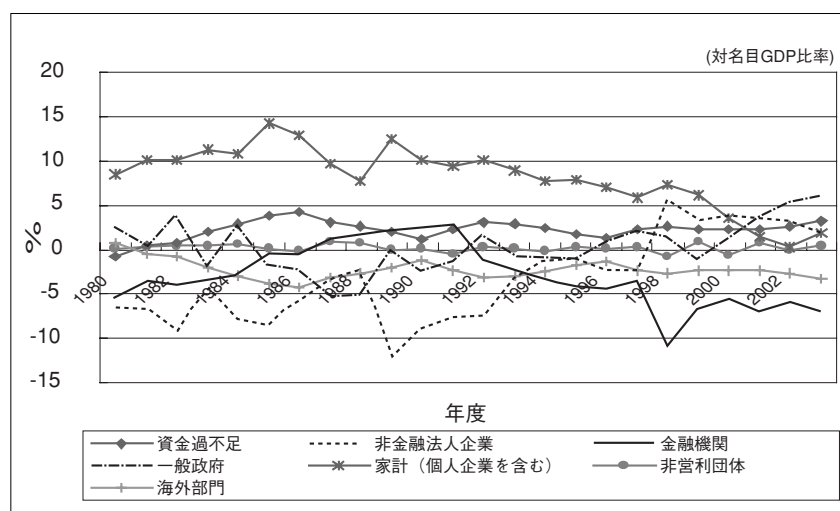
図表2-2 1990年度から2000年度までの資金の流れ（バブル後、単位：億円）

	金融機関	中央銀行	企業	一般政府	家計	非営利団体	海外	資産運用
金融機関	1,957,300	82,620	-283,700	3,685,800	696,800	12,410	206,700	6,357,930
中央銀行	367,790	85,648	10,997	171,910	-39	60	20,333	656,699
企業	-194,900	89,320	-952,300	11,807	19,640	4,186	168,480	-853,767
一般政府	903,500	218,402	296,930	89,970	3,525	4,483	312,970	1,829,780
家計	3,909,200	151,990	-245,800	74,550	6,646	1,262	46,070	3,943,918
非営利団体	6,380	243	1,634	37,939	751	790	1,365	49,102
海外	-437,300	27	122,380	229,267	-3,413	-4,209	25,010	-68,238
資金調達	6,511,970	628,249	-1,049,859	4,301,243	723,910	18,983	780,928	

図表2-3 2000年度から2004年度までの資金の流れ（回復期、単位：億円）

	金融機関	中央銀行	企業	一般政府	家計	非営利団体	海外	資産運用
金融機関	-1,736,800	400,850	-1,002,700	782,300	-237,400	-20,270	331,200	-1,482,820
中央銀行	87,840	-61,637	2,366	330,510	1,542	756	7,744	369,121
企業	226,900	31,220	-264,000	4,610	-17,710	1,615	-8,520	-25,885
一般政府	-405,400	-127,440	1,540	476,930	2,920	170	565,040	513,760
家計	113,000	82,750	-164,500	64,330	3,574	2,582	-64,129	37,607
非営利団体	-18,870	-3,311	-7,389	55,796	-177	-555	-3,502	21,992
海外	174,090	27,194	159,890	-25,800	-7,169	-11,608	-1,480	315,117
資金調達	-1,559,240	349,626	-1,274,793	1,688,676	-254,420	-27,310	826,353	

図表2-4 経済主体別の資金過不足

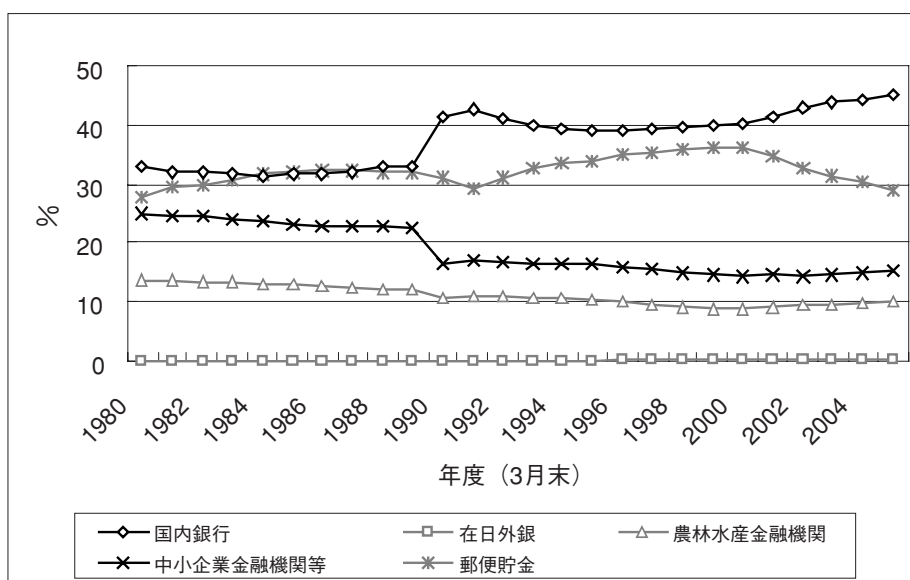


(出所) 国民経済計算 (SNA)

図表 2-5 家計の金融資産の内訳 (%)

	1980年度	1985年度	1990年度	1995年度	2000年度	2004年度
現金・預金	58.9	52.2	47.0	49.6	52.9	54.5
現金	2.4	1.9	1.8	1.8	2.4	2.9
流動性預金	7.5	5.7	5.3	6.3	9.0	14.3
定期性預金	49.0	44.5	39.7	41.4	41.3	36.8
外貨預金	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4
保険・年金	13.5	16.2	20.6	25.1	26.6	26.9
保険	10.5	11.9	14.9	17.3	16.9	16.4
年金	3.1	4.3	5.7	7.9	9.7	10.5
株式以外の証券	7.8	10.6	10.5	9.2	6.4	5.4
国債・財融債	1.3	1.8	0.7	0.6	0.7	1.5
金融債	0.5	1.6	1.3	1.5	1.0	0.3
事業債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
投資信託受益証券	1.2	2.2	3.3	2.3	2.4	2.7
信託受益権	4.6	4.7	4.5	4.5	2.0	0.7
株式・出資金	13.3	15.9	16.8	11.3	9.2	8.8
うち株式	6.6	8.4	9.4	6.5	5.2	5.9
対外証券投資	0.2	0.2	0.4	0.2	0.4	0.4

図表 2-6 家計の金融機関別預金残高



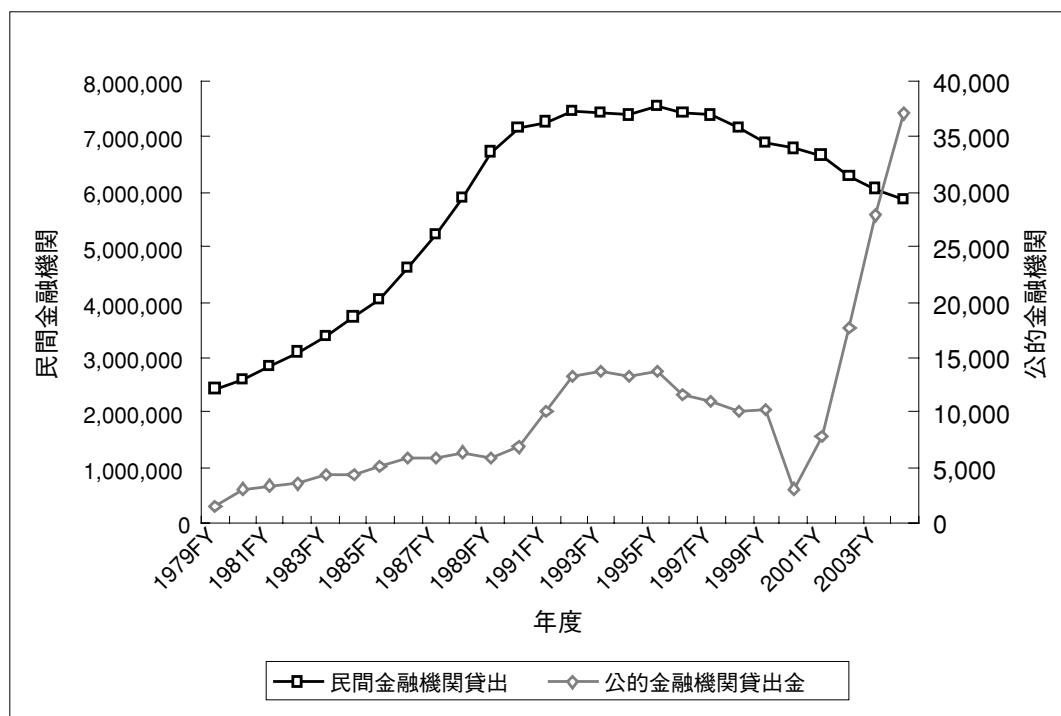
(出所) 日本銀行 (参考) 詳細資金循環
(流動性預金・定期性預金・外貨預金の合計)

図表 2-7 企業の資金調達の内訳 (%)

	1980年度	1985年度	1990年度	1995年度	2000年度	2004年度
貸出	46.0	43.2	40.3	43.1	38.7	35.8
民間金融機関貸出	34.5	33.5	31.8	31.0	27.9	24.1
公的金融機関貸出金	8.7	7.8	5.0	6.2	6.7	7.4
非金融部門貸出金	2.4	1.4	2.6	4.5	2.8	2.8
株式以外の証券	7.8	7.6	8.2	9.8	9.7	9.5
事業債	2.0	1.8	1.7	3.4	4.5	4.4
居住者発行外債	1.7	1.6	2.6	1.5	0.6	1.0
C P	0.0	0.0	0.8	0.6	0.9	0.5
株式・出資金	23.3	33.2	37.1	32.4	36.1	39.2
金融派生商品	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
企業間・貿易信用	22.8	16.0	14.4	14.7	15.2	15.2

(出所) 日本銀行、資金循環勘定

図表 2-8 金融機関別の貸出残高



図表 2-9 企業の資金調達の方法変更のシミュレーション
(企業が株式を発行し、金融機関からの貸出を減らした場合)

	資産	負債
企業		貸出 (-1兆円) 株式 (+1兆円)
家計	株式 (+1兆円) 預金 (-1兆円)	
金融機関	貸出 (-1兆円)	預金 (-1兆円)

図表 2-10 シミュレーション結果 (単位：億円)

	金融機関	中央銀行	企業	一般政府	家計	非営利団体	海外
金融機関	-1203.20	-223.44	-11228.00	4687.70	-2575.30	415.24	-439.59
中央銀行	243.00	-0.34	10.83	471.76	0.04	0.03	-0.17
企業	1797.40	303.26	410.41	0.06	75.04	0.22	429.25
一般政府	-1490.60	437.79	476.20	15.72	-0.32	0.16	2152.90
家計	-21164.00	30.41	7748.30	218.04	-0.22	0.03	-4.03
非営利団体	362.51	-0.00	0.27	-127.87	-0.03	-0.04	0.39
海外	24.41	0.08	2632.90	16.72	-0.44	-0.07	70.18
合計	-21430.48	547.75	50.91	5282.12	-2501.23	415.56	2208.93

図表 2-11 家計の貯蓄率低下による投資減少のシミュレーション (単位：百万円)
(貯蓄率低下による投資の減少、建設業：-5百万円、不動産：-5百万円)

農林水産業	-1.0	運輸	-3.4
鉱業	-0.6	通信・放送	-1.6
製造業	-19.7	公務	-2.7
建設	-5.8	サービス	-15.5
電力・ガス・水道	-1.9	分類不明	-0.3
商業	-6.1	家計	-36.8
金融・保険	-2.9	政府	-6.3
不動産	-9.9	海外	-3.0
合計：-117.5			