

## (年金運用)：日本の国債危機はどこまで迫っているのか

昨年、日本の貿易収支が赤字に転落した。大震災やタイの洪水などの特殊要因が重なったことも背景にあるが、基本は貿易構造の変化である。他方、経常収支が黒字を維持している。このことをもって、マクロ的に国内の資金需要が逼迫していないことされる。どこまで本当か。

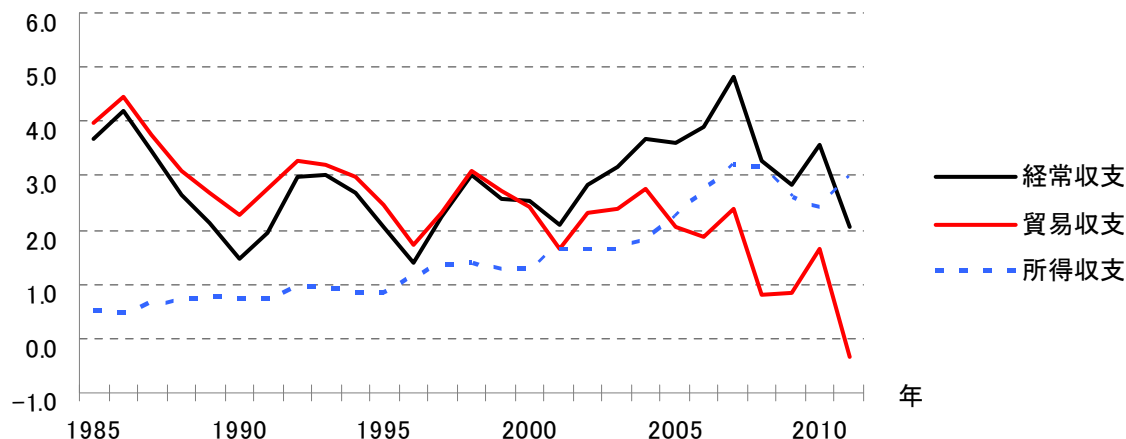
この20年間の日本経済は、金融緩和の状態が継続するという未知の領域にある。リーマンショックを経て、欧米も日本的になりつつあると書かれたり論じられたりする。正しくない評価だろう。もしくは、最悪のシナリオとして日本経済のジリ貧状態が引き合いに出されているだけだと考えたい。シニカルに世界経済を眺めるのなら、リーマンショックは日本にとって幸いだった。欧米が躓いた結果、日本に巻き返しのチャンスが巡ってきたからである。このチャンスを生かしきれないうちに世界経済が立ち直ってしまえば、再び日本のジリ貧だけが目立ちはしないのか。そのとき、日本国債に対する世界的な評価はどうなるのか。

### (1) 貿易収支の赤字は一時的ではない

昨年の貿易収支の赤字の本質は、輸出競争力の低下と、一次産品価格の高騰にある。貿易収支の黒字額を名目GDPで割って、その大きさの推移を追ってみればわかることだが、その黒字額は傾向的に低下してきていた(図表1)。

1995年をピークに07年まで円安が進んだ。2007年、この円安のおかげで輸出額は対名目GDP比でピークに達した。しかし、サブプライムローン問題とリーマンショックによって円安が終わり、輸出はピークアウトした。国内経済が低迷すれば、かつてなら強力な輸出ドライブがかかったはずであるが、競争力の低下が進んでいるため、輸出に以前の勢いが無い。一方、輸入額は、一次産品価格の高騰により、対名目GDP比で上昇してきた。2011年、原子力発電所の停止によって輸入の増加に拍車がかかったものの、要因をそれだけに求めるのは偏った見方である。新興国の台頭は一次産品価格の傾向の上昇をもたらす。また、日本の輸出競争力の低下は、製品輸入の増加を伴う。日本企業が生産拠点を海外に求めれば、それも輸入の増加をもたらすだろう。

図表1：貿易収支、所得収支、経常収支の推移(対名目GDP比、%)



資料：財務省・内閣府のデータに基づき筆者作成

## (2) 所得収支の黒字の規模は上昇しているが

日本国全体として重要なのは、貿易収支が黒字かどうかではなく、貿易収支、サービス収支、所得収支、経常移転収支を足し合わせた経常収支が黒字かどうかである。経常収支が黒字であれば、日本国が海外から「潜在的に」資金を受け取る側に位置していることを意味している。つまり、海外から借金をしなくとも、日本国全体として「潜在的に」資金繰りがつくことを意味する。この経常収支の金額に、貿易収支と並んで大きな影響を与えているのが所得収支である。利子、配当、賃金などの受け払いが所得収支を構成する。日本の所得収支で重要なのは、直接投資、間接投資に基づく利子と配当である。

日本の所得収支は黒字であり、その規模が拡大している。貿易収支の黒字が積み上がり、それが海外に投資されて投資収益をもたらす、経常収支の黒字を拡大するという好ましい状態が続いている。問題は2つある。1つは、今後ともこの状態が続くのかどうかである。この点は貿易収支の赤字の拡大スピードに依存する。常識的に考えると、国内に輸出競争力を有した製品が依然として残っていること、一次産品価格が上昇するとしても波があること、原子力発電所がいずれ再稼働するだろうことから、貿易収支の赤字が急速に進むことはないだろう。もう1つの問題は、経常収支の黒字が継続されたとしても、「結果として」日本国全体の資金繰りがつくのかどうかである。経常収支の黒字は、先に述べたように、日本国全体として「潜在的に」資金繰りがつくことしか意味していないからである。

## (3) 日本国内での資金逼迫の可能性

経常収支が黒字であれば、その瞬間、国内は海外から資金の受け取り超過の状態にある。しかし、これが結論ではない。受取り超過の資金を、ほぼ「必然的に」海外に流さないといけない可能性が残っている。表現を変えれば、国内にある資金を国内で使えない可能性である。たとえば、日本企業が国際競争に生き残るため、海外での企業買収や海外拠点作りを活発化させる必要があるかもしれない。この企業活動に完全に連動して日本からの輸出が増えれば、国内からの資金の流出はなくなるものの、通常はそうはいかない。海外企業を買収する場合、買収資金は日本からの持ち出しとなる。海外での工場建設の場合も、現地で調達する資材もあるだろうし、さらには現地での労働力に対して賃金の支払いが必要になる。

日本企業が海外展開を活発化させることにより、将来的には所得収支の黒字が拡大する。これを逆から見れば、所得収支の黒字の拡大は無から生まれえない。もっと身近な例では、海外への証券投資が増えなければ海外からの利子や配当収入は増えない。つまり、経常収支が黒字だからといって、その資金のすべてを国内で使ったのでは、貿易収支の赤字規模が増大する過程では、将来の経常収支も赤字に陥りかねないのである。

結論は、貿易収支の赤字が拡大するのなら、経常収支が黒字であるだけでは不十分である。経常収支において十分な規模の黒字が必要となる。さもなければ、大量の新発国債を消化する資金が国内に不足して資金が逼迫し、金利水準が跳ね上がりうる。

(京都大学 経営管理大学院 川北 英隆)