

経常収支の問題

第一生命経済研究所 専務取締役経済調査部長 佐久間 啓

日本の経常収支と言えば大きな貿易黒字を背景に長らく黒字が当たり前という時代が続いていたが最近では様子が違う。2011年4～6月期から12四半期連続で貿易収支は赤字(季節調整値)を記録。そして経常収支も2014年1～3月期には消費税率引上げ前の駆け込み需要から輸入が急増したことを受け30数年ぶりに四半期ベースで赤字を記録する状況となっている。

貿易収支に関しては1年で20円近い円安になったにもかかわらず思いのほか増えてこない輸出、燃料を除いても拡大する輸入といったところに改めて注目が集まっている。輸出の伸び悩みは、アジア新興国の景気回復の遅れが要因であり円安に伴う効果はこれから出てくる。輸入の拡大は円安要因に加え原発停止に伴うLNGの輸入拡大、スマートフォンの輸入急増、消費税率引き上げ前の駆け込みと一時的な要因が多い、と説明されていることが多い。

一時的な要因で輸入が膨らんでいるのは事実であり、円安効果もさすがに今後は出てくるだろう。直ぐに黒字に戻ることはないだろうが足元の動きだけで日本の製造業の競争力低下を声高に言うは言い過ぎだと感じる。貿易収支が黒字赤字で、単純にどちらかは○どちらかは×という話ではないだろう。

ただ、これまでの経験則が通用しない局面で明確な一時的な要因がある場合、その一時的要因に原因を求めて本質的な変化を見落とすこともあるもの。経済は複雑である。単純な二元論で納得せず起きている事を見極める努力を続けていきたい。

ところで、経常収支が赤字ということは物とサービスの受け払いで払いが多いということであり、海外から資金を取り入れる必要があるということでもある。黒字であれば逆に海外に資金を投資できるということである。

ここで問題になるのが日本の財政赤字だ。経常収支黒字ということは国内貯蓄(家計・企業)

で資金需要(財政赤字)を賄った上で更に対外投資によって対外資産が積上がるということだが、経常赤字では国内貯蓄だけでは資金需要を賄うことが出来ず、海外からの資金取り入れがないと資金需要を賄えないということになる。つまり財政赤字のファイナンスも国内貯蓄だけで完結できなくなる恐れがあり金利上昇リスクが高まるということだ。

日本の国債市場が巨額の財政赤字にもかかわらず驚くほどの安定を見せていたのは、安定した経常黒字(=貯蓄超過)があり赤字のファイナンスに余裕があったからとも言える。債券市場関係者に日本の金利は何時上昇に転じるのか、何が上昇のカタリストになるのかと聞けば多くの人が経常収支の赤字定着と答える。むしろ経常赤字になったからと言って直ぐに国債金利が急騰という事態にはならないだろう。当然一国の金利水準が経常収支の水準だけで決まるわけでもない。

一般的に金利水準は期待(潜在)成長率+期待インフレ率+リスクプレミアムで表される。このうちリスクプレミアムは市場の流動性、経常収支の動き、政策実現への期待感、国・政策に対する信認等で決まると言われているが、やっかいなのはこれが不連続に大きく動くということだ。

これまでは安定した経常収支の黒字がリスクプレミアムを押下げていた。だから財政赤字が大きくても金利は安定していたとも考えられる。今のところ早期の経常赤字定着を見込むむきは少ない。しかし、いつまでリスクプレミアムの安定的なアンカー役で在り続けられるだろうか。今から少子化、超高齢社会を冷静に見つめたいうでの財政問題への取組み、成長戦略の確実な実行といった新たなアンカー役を揃えていく必要がある。