



IIPS

Institute for
International Policy Studies

• Tokyo •

近年の円安傾向の背景と「円高構造」の再考

・ 平和研レポート ・
主任研究員 池本 賢悟

IIPS Policy Paper 325J
April 2007

財団法人
世界平和研究所

© Institute for International Policy Studies 2007
Institute for International Policy Studies
6th Floor, Toranomom 30 Mori Building,
3-2-2 Toranomom, Minato-ku
Tokyo, Japan 〒105-0001
Telephone (03)5404-6651 Facsimile (03)5404-6650

本稿での考えや意見は著者個人のもので、所属する団体のものではありません。

要 旨

本稿では、最近の円安傾向にある為替レートの動きの背景にあるものやその課題について、為替レートの決定理論に即して検討した。次に、かつての断続的円高の背景にあるとされた構造がどうなったのか、産業構造の面、国内貯蓄投資バランスの面から確認した。

1. 近年の円安の背景と課題

円ドルレートは、購買力平価で測った場合、既に均衡水準にまで戻ったかあるいはやや円安傾向になっており、経常収支黒字の拡大傾向からも、円高に反転するファンダメンタルズは整ってきている。円安傾向が持続的であるのは、デフレ払拭の不透明性と低金利政策の長期化を背景に長期的な円安期待が市場に織り込まれていることと、低金利を背景に円キャリートレードなどの対外投資が家計も巻き込んで活発化していることなどが影響している。しかし、円高反転すれば、企業の輸出採算悪化だけでなく、外貨準備のキャピタルロスなど、円安局面で累積してきたものの副作用も現れる可能性がある。2月末以降の一時的な円高への動きは、一種の調整の表れであったかもしれないが、上記の背景事情には2007年4月現在で根本的な変化はまだ見られない。また、我が国の経常収支構造は、為替レートの経常収支調整能力という価格要因の面からは、2000年代初頭までの純輸出抑制的な方向への構造変化が、少なくとも円安の純輸出拡大機能強化という点で、巻き戻しが起きつつある。しかし、外需・内需への反応という所得要因の面からは、2000年代初頭までに見られた「内需への反応が相対的に強くなる方向への変化」は、巻き戻しまでには至っていない。

2. 円高構造の再考1(産業構造の面)

一方、かつての円高繰り返しの遠因の一つでもあった日本の重層的な産業構造には、大きな変化は見られない。電気機械などの少数の比較優位産業が依然として経済を牽引し、いざなぎ超えとは言え輸出の寄与が引き続き高い状況が続いている。相対的に生産性が低いサービス業などは、日本経済のリストラ過程で他産業からの余剰人員の受け皿となった感さえある。今後は、幅広い裾野で、生産性向上と雇用確保を両立させた成長経路を探ることが必要である。特に、経済の成熟化故に需要の伸びが期待でき、また依然として生産性伸びが低い故に潜在的な成長可能性が高いと思われるサービス業等の非製造業部門での生産性向上を図ることが喫緊の課題であろう。

3. 円高構造の再考2 (国内貯蓄・投資バランスの面)

円高構造の背景として指摘されてきた第二の要因である、国内貯蓄・投資バランスについては、部門別では家計部門の黒字縮小、企業部門の黒字化、政府部門の赤字拡大という変化は見られるが、経済全体としての超過貯蓄状況には変化はない。家計部門の黒字縮小にはバブル崩壊後の所得・雇用環境の悪化を背景とした貯蓄減少の要因も少なくなかったことから、最近の景気回復は貯蓄率の下支えに寄与するだろうが、長期的には少子高齢化が進展することで貯蓄率は低迷が続くであろう。企業部門の貯蓄超過は、バブル崩壊後のバランスシート調整の影響が大きく景気回復後の巻き戻しもあろうが、国際的に見ても、企業の財務体質強化嗜好、海外投資の拡大、最適なキャッシュフロー水準の高まりといった企業の経営環境の変化が見られ、かつてのように企業部門が大幅赤字となる可能性は低いだろう。政府部門が財政赤字の解消を進めていることを考え合わせれば、国内投資・貯蓄バランスは全体としては、それほど大きくは変わらず、経常収支黒字という円高構造も簡単には解消しない可能性が高い。

4. その他の論点

本文では言及しなかったが、日本経済のドル依存構造を変えるという 이슈も、長期的課題として検討する必要はあろう。本稿で述べた為替レートの議論の多くが、全て、国際的な取引におけるドルとの通貨交換の必要性に根ざしていることを考えれば、円の国際化、あるいはアジア共通通貨構想といった、ドル依存構造からの脱却は一つの魅力的な方策である。特に後者については、アジア域内債券市場の発展と併せて、所謂グローバルインバランスの構造を解消し、アジア域内の自立的な資金循環を育成して持続的な経済成長の基盤を形成する上でも、重要な点である。

目次

0 はじめに	．．．	1
1 近年の円安はどう説明できるか		
(1) 為替レートの決定理論	．．．	1
(2) 割安な円ドルレート	．．．	3
(3) 円高反転の抱える懸念	．．．	7
(4) 円安の効果と為替レートの経常収支調整能力	．．．	8
2 円高誘発的な産業構造は変化したか		
(1) 実質為替レートの変化要因への着目	．．．	13
(2) 重層型産業構造と為替レートの関係	．．．	14
3 貯蓄投資バランスに変化はあるのか		
(1) 部門別の貯蓄投資バランスの推移	．．．	17
(2) 最近の家計貯蓄率低下	．．．	18
(3) 企業貯蓄の動向についての補記	．．．	20
4 まとめ	．．．	24
参考文献	．．．	26
図表	．．．	29

近年の円安傾向の背景と「円高構造」の再考

0. はじめに

日本経済の景気回復局面は「いざなぎ景気」を超え、戦後最長を迎えたと言われている。しかし、企業から家計への橋渡しの遅れや、回復の契機となったとされる外需への依存の強さといった面で必ずしも磐石の基礎を持っている訳ではない。このうち、外需依存の背景には為替レートの割安感があることが指摘されている。例えば、実質実効為替レートを見ると、1973年の変動相場制移行時を基準として、長期的にはやや円高の時期が多かったが、1999年末以来、円安傾向にあり、2007年3月時点ではほぼ1985年のプラザ合意時の水準まで下がっている【図表1】¹。また、対ドルでは、2007年に入ってから円安が一層進行した後(2月23日には終値121.35円を付けた)2月末の世界同時株安後に急反転した顛末は記憶に新しいが、その後再度円安に戻し、4月16日終値で1ドル119.49円の水準である。こうした円安は、輸出企業にとっては価格競争の面での環境改善を意味するが、単なる一時的乖離なのか、かつて円高シンドロームとも言われたような、断続的な円高が発生する構造に何か変化があったのだろうか。

一方、こうした円安傾向を反映してか、経常収支は拡大傾向にあり、黒字継続という点では、かつて日米貿易摩擦で批判されていた頃と表面上は変わらない。しかし、国際金融全体の構図から見れば、日本や新興経済からの資本フローがアメリカの経常収支や財政収支をファイナンスしているという指摘に見られるように、所謂「グローバル・インバランス」の一翼を担う構造になっているし、経常収支を国内貯蓄・投資バランスであると捉えれば、90年代以降の国内経済の変動から受けた影響など、かつてとは異なる特徴や課題もあると思われる。

本稿では、まず、最近の円安傾向にある為替レートの動きの背景にあるものとその持続性や課題について、為替レートの決定理論に即して検討する。次に、かつての断続的円高の背景にあるとされた構造がどうなったのか、産業構造の面、国内貯蓄投資バランスの面から確認する。²

1. 近年の円安はどう説明できるのか

(1) 為替レートの決定理論

為替レートの動きを経済学的に説明しようとする点について、国際金融論における為替レートの決定理論は、現実の為替の動きを説明する道具としては必ずしもパフォーマンスが良くないことが実証されている。Meese and Rogoff (1983)によれば、経済学的理論をベースに様々な経済ファンダメンタルズを考慮した推計式を用いた場合よりも、単純な攪乱項だけを入れ込んだランダム・ウォークの推計式の方が、動きをうまくフォローできる。しかし、中長期的には、経済ファンダメンタルズの裏づけのある、行き着くべきところに行く、あるいは行き着くべきところに関する予想や期待が短期の為替レ

¹ 図表は、まとめてp29以降に掲載している(以下、同じ)。

² 本稿では特に断らない限り円・ドルレートの分析を中心に挙げる。近年対アジアとの国際取引が増えているが、対アジアの国際取引も最終的にはアメリカへの製品輸出につながる貿易が多いためドル建て(又は円建て)で行う場合が少なくなく、対ドルレートの分析が対アジア通貨レートの分析にも通じるものがあるからである。

ートに影響を与えるという意味で、理論も決して無駄ではないと思われる。

国際金融論では、為替レートの決定を短期、長期、その間の中期という期間ごとに整理している³。これは、国際金融取引の自由化と拡大が進んだ現在、財・サービス等の經常取引の均衡には時間がかかるが、債券・株式等の資本取引の均衡は短時間で調整されるという想定による。短期の為替レートは資本取引の影響が強く、長期の為替レートは經常取引の影響が強いという点で変動の背景にある要因が異なる。しかし、両者に共通する価格形成原理は、裁定取引であり、經常取引の場合は、共通通貨建ての「財・サービスの価格」が等しくなるように、資本取引の場合は、共通通貨建ての「資産収益率」が等しくなるように裁定が行われることになる。それぞれの説を簡単に説明しよう⁴。

< 長期の決定理論：一物一価の法則、購買力平価 >

為替レートの長期的な趨勢を決める代表的な説が、購買力平価説である。同じものは同じ価格という一物一価の法則を基礎に、マクロ的には両国間の物価水準が等しくなるように価格裁定が働き為替レートが動くというものだ（決まる為替レートを（絶対的）購買力平価（PPP=Purchasing Power Parity）と言う）

$$P = S \times P^* \quad \dots [1]$$

（P:自国の物価水準、P*:外国の物価水準、S:PPP）

もっとも、各国で財の加重は異なり様々な取引コストもかかるため、常に同じ水準に収斂するとは限らないし（特に貿易財では成り立っても非貿易財では成り立ちにくい）算出も難しい。このため、実際の経済分析では絶対水準ではなく基準時点からの変化率で見た相対的PPPが使用されることが多い（但しこの場合も、貿易財と非貿易財の相対価格とウェイトが一定であることは必要）。つまり、同一通貨で測った場合の内外物価上昇率が等しくなるように為替レートが動く⁵。

< 短期的要因：カバーなしの金利平価説、アセットアプローチ >

資本取引を重視する短期的な為替レート決定理論は、アセッチ・アプローチと呼ばれる。為替レートを一種の資産価格と見なし、投資家はForward Lookingで、外貨保有で得られる利回り水準が投資決定における主要な要素であると仮定する。金利裁定が働く世界である。ここでは、本国通貨建ての資産と、外国通貨建ての資産とで、共通通貨建てにした場合に将来得られる利回りが等しくなるように為替レートが決まると考える（カバーなしの金利平価説）。さらに、少なくとも為替変動の可能性がある分だけ外貨建て資産には収益の増減が考えられるため、それに応じたりスクプレミアムが必要となる（ポートフォリオ・アプローチ）。なお、期待為替レートやリスクプレミアムには様々な

³ 期間の分け方も論者により必ずしも厳密には決まっていないが（特に中期）小宮・森川（1995）は、短期（超短期）はマクロ経済変数の大部分がほぼ一定である日々から月々単位の期間、中期はマクロ経済変数が循環的に変動する数ヶ月から4～5年の期間、長期は完全雇用あるいは定常的経済成長下での5から10年間に渡る期間を想定する、と整理している。

⁴ 以下の為替レート決定理論は、高木（2006）白井（2002）内閣府（2005）を参考にしている。

⁵ なお、為替レートは「経済ファンダメンタルズ」を反映させるべきという意見が、G7の場などで公的立場の者から発せられることがあるが、「経済ファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）」とは、マネーサプライや産出量、生産性などを指し、中長期的に「物価上昇率」の要因を除いた「実質為替レート」の動きを左右する要因を指す（内閣府（2005a））。

要因が影響すると考えられ、マクロ経済政策、経常収支、財政収支など、そのもの自身は経済全体の基礎的条件を表し、場合によっては中長期的な要因に当たるものも含まれる。この点で、長期要因も短期的な為替レートに影響を与えうる。

$$i = i^* + (E - e) / e - \dots [2]$$

(ここで i : 国内金利、 i^* : 外国金利、 E : 次期の予想為替レート、 e : 今期の邦貨建て為替レート、 \dots : リスクプレミアム)

< 中期的要因：経常収支不均衡説（フローアプローチ）その他 >

以上のような短期と長期の間の中期については、様々なバージョンがある。最も単純なのは経常収支あるいは国際収支の不均衡そのものが影響を与えるとする考え方（嘉治 2004、内閣府 2005a 等）である。経常収支が黒字ということは受け取った外貨を売って円を買う需要が、支払いのための外貨を得るために円を売る需要よりも多いために円高になる（フローアプローチ）⁶。実証的には、適正な為替レートかどうかを判断するに当たって、適正なレベル（持続可能なレベル）の経常収支を保つ為替レートを均衡レートとしたり、国際収支を均衡させる（外貨準備増減がない = 介入がない）為替レートを均衡レートとしたりする例がある（内閣府 2005a）。

また、テキストによっては（例えば、小宮・森川（1995）など）マンデル・フレミングモデルというマクロ経済変数の相互作用を一般均衡論的に説明する枠組を適用するのが「中期」だとする説明もある。

(2) 割安な円・ドルレート

以上整理した理論から、近年の円・ドルレートについてどのような解釈が可能だろうか。

1) PPPからは割安か

まず、長期的な趨勢からの乖離具合を検証する。冒頭でみた実質レートは相対的 PPP から乖離しているかどうかを測る指標であるが（PPP が成立していれば一定⁷）、実質レートが低下しているとしても、これが均衡水準への回帰過程なのか、割安への乖離過程であるのかは定かではない。そこで長期的な均衡為替レートをいくつかの物価統計（企業物価、輸出等デフレーター）を用いて試算してみた【図表 2】⁸。特に PPP が成立しやすい貿易財部門を表す輸出等デフレーターで推計したものをみると、長期的傾向として名目為替レートは相対的 PPP に沿っており PPP 仮説は当てはまること、85 年のプラザ合意以降の円高は均衡への回帰過程だったかが 86 年以降は割高で推移したこと、90

⁶ 経常収支黒字が累積するとその裏側で資本が流出し外貨資産が積みあがる結果、リスクプレミアムが増大するため、円高圧力が働くと考える説明（これはアセットアプローチの一種）もある。

⁷ 短期的な上下変動については、名目レートと実質レートは似た動き方を示している。つまり、物価変動は名目為替レートの短期変動を説明する大きな要因ではないことを表す。相対的 PPP を変動させるのは絶対価格の変化（全般的インフレやデフレ）と相対価格の変化だが、比較的物価が安定した国同士では絶対価格変動の影響は比較的小さく、このようなことが起こりうる。しかし、絶対物価の変動が国によって大きく異なる時には、実質為替レートの変動は小さく、長期的には一定水準に収束する傾向にある（高木 2006）。

⁸ 「均衡為替レート」という概念には様々なものがあることに留意が必要である。本稿で使っているように PPP を指すもの（どの時点を基準にするか、物価指数として何を使うかによってさらに様々）もあれば、経常収支を均衡させるような為替レートの理論値、企業の経常収益を均衡させるレート、企業の想定する採算レートなどを指すものもある。

年に均衡水準に近づいたが93～95年の円高で割高への乖離が進んだこと、2001年以降は均衡水準に近づき2005～06年はやや割安でさえあること（この観点からは2003～04年の円高局面も均衡水準からの大きな乖離ではないという解釈になる）が推測できる。アンケート調査による企業の予想為替レートも最近の実際の為替レートを上回っており、その点からも輸出企業にとっては現状は割安レートと考えられる【図表3】⁹。

2) 経常収支黒字の拡大傾向とは違和感、経常収支の影響は縮小か

また、中長期的な観点から、例えば、経常収支の影響を確認する。経常収支の対GDP比と為替レートを時系列的に見ると、急激な円高の以前に、経常収支の拡大（円高以降、経常収支黒字の縮小）が見られることから、経常収支黒字拡大 円高 経常収支黒字縮小の因果関係も的外れではないように見える【図表4】。この点から考えると、最近の経常収支黒字拡大で円高圧力が強まっている可能性が高い。特に、2002年以降の経常収支黒字拡大と為替レートの円安化は従来よりも長期に渡っているようにも見える。

但し、そもそも経常収支 為替レートという因果関係の強さについては、否定的論説も多い。国際金融取引の発展を反映して国際取引額は、財・サービス貿易よりも資本取引の方が圧倒的に多く、経常取引が為替レートを決定する力は弱くなった、という議論が典型的だ¹⁰。また、観察される相関性についても、むしろ為替レート 経常収支という因果関係を表しているという見方もできるため両者の関係は単純ではない。しかし、次項で見るように、経常収支には海外資産の増加というアセットの面から為替レートに影響を与える可能性もある¹¹。両者の関係は、経済全体の相互作用から決まるという視点が重要で、単純な因果関係を法則のごとく即断することには留意が必要だ。もっとも、変動相場制移行以来、かなり大規模な円高が趨勢的に進んでいるのに対し、経常収支黒字が必ずしもゼロに近づいているわけでもない（GDP比20～40%程度内を循環）ことを見れば、少なくとも、「経常収支を均衡させるように為替レートが決まらなければならない」「円高にさえなれば経常収支は縮小する」といった考え方には無理があると考えられよう。（後に再度検討）

3) 日本と海外の金利差、円安期待を前提にした円キャリートレード （基礎にある日米金利差）

このように中長期的視点からは従来に無く円安傾向に思える状態が、ある程度の期間続いている背景については、短期的な金利裁定の動きが円安を実現しているという説明が多い。日米間では日本の超低金利政策などを反映して、90年代後半以降、長短金利と

⁹ 但し、ここで行った計測方結果から明らかなように、計測方法によって水準は様々であり方法の優位性にコンセンサスがあるわけではないため、大まかな方向性を判断するに留めるべきで、特に最近年の若干の乖離をもって「割安・割高」と言うのは避けるべきかもしれない。また、企業の予測は、直近の現実レートと事前の予想との修正過程（適応的期待形成）の結果であることが多い（小峰 2007）。

¹⁰ かつて固定相場制時代に予想したほどには変動相場制の経常収支均衡作用が強力ではない（変動相場制移行後も不均衡は続いている）ことに見られるように、国際資本移動が活発になるにつれ、そもそも経常収支が均衡する必要性がなくなってきたことの現れという指摘もある（嘉保 2006）。

¹¹ 資本取引についても時間単位、日単位の（超）短期では確かに影響は大きいだろうが、売買の両方の額が多いため、一定の期間をとった場合の差額（それが為替レートに影響する）は想像する程大きくはないという指摘もある（樫 2006）。

もに米国金利の方が高い。米国ではF R Bが2004年6月以来、引き締め政策に転じたことから短期金利の上昇が進み、短期金利の日米格差は拡大してきた【図表5】。例えば、2006年12月の値で、国内の短期金利は0.5%程度である一方、米国の金利は5%程度であるなど、高利回りのドルが買われて金利差に対応する分だけドル高・円安が進む計算である。先の「カバーなしの金利平價説」に従うとすれば、現在の為替レートで円をドルに交換して米国資産で運用した後、予想為替レートで円に変えた時の運用益の方が、円のまま日本資産で運用した場合よりも利回りが高いため、次々にドルへの交換が進み現在のレートがドル高に向かうということである。米日の金利格差と名目円ドルレートの関係を見ると、特に近年になって金利差上昇（米国金利の相対的上昇）と名目為替レートの減価（円安ドル高）の相関が強まっているように見える【図表6】¹²。

もっとも先に見たように「カバーなしの金利平價説」（アセットアプローチ）では為替レートに影響するのは金利だけではない。この点を為替レート関数を推計して確認してみた【図表7】。データが入手できる1977年以降を推計期間にとると、2000年より前では、各々の説明変数の係数も理論どおりの符号を示しており統計的な有意性も高い。例えば、日米の相対物価の係数は1に近く、この期間では相対的購買力平價説も成立しており、日本の相対的低金利は円安要因に、累積経常収支対GDP比で代表する外貨保有リスクは円高要因に働いているようだ。しかし、推計期間を2006年末まで伸ばすと、日米相対物価の係数は2以上まで上昇し（＝購買力平價を越えて円安に振れる傾向にある）累積経常収支対GDP比の係数はプラスになる（＝為替リスクプレミアムが働かなくなる）など、2000年代以降の為替レートは、日米金利差以外の理論的説明が該当しにくい傾向にある。理論値と実績値を比較したのが【図表8】だが、1990年代前半の為替レートが理論値よりも円高であるのと同様に、2000年代に入ってから、理論値よりも円安の傾向にある。（裁定が解消しにくい背景）

こうした動向にはどのような説明が可能だろうか。カバーなし金利平價式が想定する、金利差による裁定の解消ルートには、次のようなものがある。一つは、ドル高が進んで裁定が解消する場合で、その時には予想為替レートに向かう際の円高幅が以前よりも大きくなっている（円高期待が生まれている）はずである。金利差（日本の相対的低金利）によって、「現在の円安」と「将来の円高」という両方が成立しなければならない¹³。また、金利差を狙って資金が海外に向かうことに伴い、国内の円資金需給が次第に逼迫して国内金利が上昇することも裁定解消につながるはずである。しかし、最近までの状況は、そもそも、このような、「円高期待が高まる」あるいは「日本の金利が上昇する」と

¹² 最近みられる日米金利差（日本の低金利）と円ドル相場（円安）の即時的な正の相関関係は、常に明瞭であるとはいえない。実際、過去の両者の関係をみると、逆相関（あるいはラグを伴う相関）が持続している時期もある。例えば、田中（2007）は、「ドル・円相場と日米金利差が連動するのは、景気サイクルに沿って米金利がある程度上昇してから高止まっている局面に限った現象である」と指摘している。

¹³ 理論的にはDornbusch(1976)のドーンブッシュ・モデルがこれを説明することになる。金利や為替レートなどの資産価格は速やかに変化するが、財の名目価格は緩慢にしか変化しないという資産市場と財市場の調整速度の相違を組み入れている。すなわち、金利差、例えば日本の相対的低金利が生じると、短期的には円安が起き（＝現在の円安）、財価格は徐々にしか上昇しないので、実質円安が生じる。その後、実質円安（外需拡大効果）と実質金利安（内需拡大効果）による実質生産量増加から物価上昇圧力が生まれると、実質レートは長期均衡水準に向けて緩やかに上昇する（＝将来の円高）。ドーンブッシュ・モデルは、こうした、短期的には均衡水準を越えて円安になるという「オーバーシューティング」が起きることを説明する。

いった裁定解消の条件が成立しにくいように見える(齋藤2007)¹⁴。すなわち、デフレ脱却見通しの不透明さ、日銀の金融緩和長期化(=日本の低金利持続、特に名目から物価上昇分を引いた実質金利の低迷)という予想の元で内外資金移動が進んで円安になっており、市場には円安期待が定着しているとするエコノミストは多かった(熊野2007、菅野・佐々木2006など)。2月に日本銀行が政策金利を0.25%上げたが、水準はまだ0.5%であるし、経済実態や夏の参議院選挙といった周辺環境から考えて、しばらくは金利引上げはないという観測から、日本の低金利の持続を予想する向きは多い(3、4月の日本銀行の金融政策決定会合でも政策金利は据え置かれた)。また、手元に円がない場合でも金利の低い円で資金調達して利回りのいいドルで運用しようとする「円キャリートレード」など、金利差を利用する投資行動は、投資主体の多様化の影響も受けて活発化してきた。近年、ファンドといった新たなプロ集団だけでなく、景気回復でリスク許容度を高めた家計も投資主体として地位を高めている。家計の金融資産のうち外債等を含んだ投資信託などを利用する例も増えている【図表9】。2006年の対外証券投資の純投資額5.9兆円の内、投資信託委託業者の純投資額は5.0兆円を占めているなど、対外投資における投資信託(その利用を増やす家計)の影響は大きくなっている。最近の金融市場のボラティリティが下がっていることも外貨を利用した投資を後押ししていると言えよう【図表10】。このような中では、日本の経常収支黒字による対外資産累積が本来持っているはずの外為リスクが投資家には認識されにくくなっているのかもしれない。さらに、2007年初頭の円安進行時には、実需の面からも円安期待を背景とした輸入企業の為替予約(先物の円売り・ドル買い等)の前倒しや輸出企業の為替予約の手控えなどの影響もあったと報道された¹⁵。2月末以降の「円キャリートレード」一部解消の動きなどを背景とする不安定な動きの中でも、こうした背景は、完全には崩れていないと思われる。

【補論1：公的介入の効果】

2003~04年に行ったとされる政府による円売りドル買いの大規模な為替相場介入も影響しているという意見もある。市場介入は外貨準備の増減で間接的に観察されるが、2003~04年の外貨準備増が飛びぬけて大きく、円高反転の流れを抑える働きがあったことは否定できないと思われる【図表11】¹⁶。また、それだけでなく、介入の結果抱え込んだ外貨の多くはドル建て債券(米国財務省証券など)で運用されていると言われており、政府自体が大きな円キャリートレーダーとして機能したという評価もある。実際に「運

¹⁴ 裁定が解消して金利平価式の左辺と右辺が等しくなると、裁定取引を行ってきた投資家は予想した利益を手に入れられないことになるというのが理論的帰結と思われるのは事実であろう(例えば、Cavallo(2006)、Economist(2007)など)。金利平価式によれば、例えば、低金利の円で調達し、高金利のドルで運用している場合、将来、円に戻す際のレートは、結局、当初から円で運用した場合と同じ運用益を生み出すように円高になるはずだからである。その意味では、以下の記述は、カバーなし金利平価式「にもかかわらず」、実際には取引利益を生み出している背景を検討しているものでもある。

¹⁵ 2007年1月16日の日経新聞記事など。他方、円高巻き戻しが一定程度進んだ3月末頃には、逆に、円相場が下限に近づいたことを見越した輸出企業の為替予約が、円の下支え要因になっているとの報道もあった(2007年3月31日の日本経済新聞の記事)。

¹⁶ 滝田洋一(2006)「通貨を読む ドル・円・ユーロ・元のゆくえ」(日経文庫)によれば、2002年当初、1ドル132円前後だった相場は、為替介入後の2004年3月には108.69円となったが、介入がなかった場合には95.50円まで円高が進んでいとも試算される(みずほ総合研究所の試算)。

用成績」もいとされており、外国為替特別会計の利子収入は増加し2005年度末には年間2兆円の運用益が一般会計に繰り入れられ財政赤字削減にも貢献したようである。

【補論2：「予想」への影響】

予想為替レートやリスクプレミアムは、投資家の心理が与える効果が大きいと言われる。投資判断にとっては、基本的には、経済ファンダメンタルズに関する情報が重要だろうが、政治的な思惑(政府高官による口先介入など)の影響を重視する考え方もある。例えば、マッキノン・大野(1998)は、次のような「円高シンドーム」論を提示した。1)米国の貿易不振・経済低迷局面では、米国内保護主義の高まりや政府高官による円高容認発言などによって市場参加者に恒常的な円高予想が定着する、2)その判断や政策の有効性が経済学的に妥当かどうかは関係なく、政府が実際に行動に出るかどうかも関係ない(参加者がそう信じるのが核心)、3)日本政府も米国の保護主義激化を回避するために、円高容認的な政策(あるいは円高を前提とした政策)をとってしまう。4)つまり円高は先決された強制変数である。こうした見方に基づけば、最近の円安傾向についても、米国政府高官から必ずしも円安警戒的な発言が大きくなることが、大きな要因だとなろう。もっとも、様々な思惑(例えば、円高反転によって、米国の経常収支・財政収支のある部分を実質上ファイナンスしている日本からの資金フローを逆流させたくないなど)もあるが、敢えて円高修正を主張する根拠も乏しいことが指摘できよう。つまり、為替市場の柔軟性を標榜する米国にとっては、2004年3月以降公的介入をしておらず、デフレ脱却や経済の力強い回復が必ずしも明瞭でない(それゆえ政策金利も低い)日本の円レートに対して、「経済ファンダメンタルズの反映」の面からも「為替市場の柔軟性」の面からも、不当性を指摘しにくい。また、米国の急拡大する経常収支赤字の中で、対日本の経常収支赤字の占める割合は急減しており(2006年では対中国の半分以下)、重要性が低下している面もあるのかもしれない【図表12】。

(3) 円高反転の抱える懸念

以上を小括すれば、1)円レートの現状は、PPPの観点からは適正かまたは割安である。しかし、これを割安とみるか、ようやく妥当な線に回帰してきたと見るのかははっきりしたことは言えない。2)経常収支黒字が対GDP比で過去最高に近い水準まで拡大傾向にある中で円安持続というのは違和感がある。経常収支のフローとしての影響力が大きいことの表れかもしれない、アセットとしての対外純資産増も重要なリスクプレミアムだとは認識されていない可能性もある。3)こうした一見、従来の中長期的観点からは不均衡のような状態は、現状の金利差、予想為替変化率、リスクプレミアムを基礎にするアプローチから考える方が理解しやすい。しかし、後者2つは「期待」や「予想」に左右される面も大きいので、何かのきっかけ(金利差の縮小の動き、所得減等の家計のリスク許容度の低下、ボラティリティの上昇など)で反転してもおかしくない。その意味ではややバブル的な要素があったと言えよう。2007年初頭の円安の進行と2月末の世界同時株安を契機とする円高への反転は、その調整の表れの一つかもしれない。

仮に円高傾向が明確になれば、1)輸出企業への影響は従前どおりあるだろう。企業の予想為替レートは概ね適応的期待形成(予想を実績との差に応じて修正することで次の期待を形成)であると指摘されており(小峰2007)、円高反転はいつでも予想外の円レ

ートとなり得、企業収益の予想外の落ち込みにつながるだろう。また、2)円キャリートレードの主体として家計が台頭していることは、円高の影響に家計も直接巻き込まれることになる。3)政府の持つ外貨準備はキャピタルロスを生み出す可能性があるが、外貨準備は基本的に円買い介入でないと円に転換できず、これを行うことは自ら円高を招くことになるので、事前にリスク回避できない¹⁷。4)さらに、日本からのキャリートレード資金等が米国の経常収支・財政収支を finans しているというグローバル・インバランスの中での日本の位置づけはどうかという論点もある¹⁸。

このように考えれば、仮に、昨今の景気回復が輸出主導であり背景に円の実質安があるとすれば、全てが民間主導の自立的回復というだけでなく、政府保有のリスク資産の増加と日米不均衡拡大という犠牲の元で実現したものなのかもしれない(八代2006)。

(4) 円安の効果と為替レートの経常収支調整能力

ところで、最近の円安と日本経済の関係には、いくつかの論点がある。まず、短期的・循環的観点から、円安が外需拡大効果を通じて景気回復にプラスに作用するという点についてはどうか。従前の日本経済の景気回復は、多くが輸出主導であったことを考えれば、同時期に円安傾向が持続し続けていることはメリットが大きいと考えるのが常識的であろう。例えば、内閣府のレポートでは、2004~2005年度の輸出増の内、14.3%が円安効果であり、同時期に円安によって企業所得が1.8%上昇したと試算している(内閣府2006)。さらに、より長期的・構造的な視点からは、グローバル化が進展する中で、日本経済自体が為替レートに対する感応度を変化させている可能性はないか(例えば、製造業を中心とする日本企業の海外直接投資活発化の契機がプラザ合意後の円高であり、輸出代替が進んでいる可能性を考えれば、同程度の円安が起きてもかつてよりは輸出は増えにくい等々)。これは別の視点から言えば、かつて経常収支黒字が問題視された頃の「為替レートの経常収支調整能力」の議論でもある。ここでは主に後者の論点について検討してみよう。

(理論的整理)

¹⁷ この点は「外貨準備」の持つ意味合いを理解する上で重要である。近年のグローバルインバランスを象徴する数値として、2006年10月に中国政府の外貨準備高が1兆ドルを超えて日本を抜き世界一になったという報道があった(年末時点では1兆663億ドルまで拡大)。小川(2006)によれば、外貨準備保有の理由は主として二つあり、第一は民間部門の国際決済のバッファ(緩衝材)としてのものであり、国全体で外貨支払いが不可能とならないように例えば輸入額の3カ月分などを適正水準として保有するものである。二つ目は為替相場の安定化や誘導のための市場介入資金として保有することである。特に、固定相場制をとっている国では公定レート維持のため頻りに介入が必要である。但し、二つ目の理由については、為替レートが下がるのを防ぐための介入資金として、意図的に十分な外貨準備を積んでおこうとする場合と(アジア通貨危機後のアジア諸国ではこの例が多い)為替レートが上がるのを防ぐための自国通貨売り・外貨買いの結果として意図した以上に積みあがる場合の二つがある。中国は、経常収支黒字を続ける一方で資本収支を厳しく管理しているため、通貨高圧力が働き易く、後者の場合に当てはまる。外貨準備を増やす場合には、第一に自国通貨売りのために自国通貨を金融市場から調達しなければならず調達費用がかかる。第二には、意図した方向とは逆に為替相場が動いた場合にはキャピタルロスを被ることになる。このキャピタルロスを逃れようとして通貨分散を図ろうとしてもその行為自体が売ろうとしている通貨の下落を引き起こしキャピタルロスを自己実現してしまう恐れもある。このように、外貨準備の保有(特に巨額の場合)には大きなリスクが伴うことになるため、多いことが必ずしも望ましいわけではない点に注意が必要である。

¹⁸ 円キャリートレードの国際的流動性供給源としての役割や、取引解消に動いた場合の円相場急騰の懸念については、IMFの国際金融の安定化に関する報告でも言及されている(IMF(2006a, 2007))。

まず、背景となる理論的整理からはじめよう。円安が総合的に見て純輸出を高める方向に働くというのは自明ではない。為替レート変化に対する、価格効果と数量効果の両方の関係を考える必要がある。例えば、円安が進んで輸出価格が下がった場合、その効果を相殺する以上に輸出数量が伸びないと、輸出価格×輸出数量＝輸出額は伸びない。教科書的には、1) 輸出の価格弾力性と輸入の価格弾力性の和が1を超えること（マーシャル・ラーナー条件）が必要であり、2) 価格変化に伴う数量変更にはラグが伴うため円高（円安）でも短期的には貿易収支は黒字化（赤字化）の方向に変化する（＝Jカーブ効果）場合がある。さらにその背景にある、3) 企業が為替レートの変化をどれだけ価格に転嫁するか（為替レートのパス・スルー¹⁹）、4) 国内物価が追隨して変化するかどうか、5) 所得への効果があるかどうか（内需振興に影響すれば輸入が増える）なども影響を与える。企業の価格設定行動に着目すれば、一般に、円安になると、輸出の外貨建て価格が下がり輸出数量拡大が期待できる。さらに収益を拡大させようと円建ての輸出価格を上げる企業もありうる²⁰。輸入の場合は、円建て輸入価格が上昇するが、需要減による収益減を避けようと価格上昇を抑制するかもしれない。

（定量的確認）

実際に、輸出入額の推移を為替レートの推移を比べると、1) 為替レートの変動が数期先行していること、2) 2005年以降では円安と同時に純輸出の減少が起きていることが分かる（Jカーブ効果）【図表13】。また、輸出入額の前年同期比を、価格要因と数量（実質額）要因に分解すると、最近の円安進展の中で輸出入額ともに増加しているが、輸出増は数量要因が圧倒的に大きく、輸入増は価格要因が大きいことが確認できる²¹【図表14】。特に、輸入価格の上昇が著しく、交易条件が急速に悪化している²²（＝同じ数量需要でも収支悪化（好転）の程度が強まる（弱まる））【図表15】。このうち、為替レート変動の影響がどの程度かを明示するために、典型的な輸出入価格関数と実質輸出入関数を、直近20年を前期10年と後期10年に分けて推計してみた。結果は【図表16、18】の通りである。係数は弾力性を表す（変数の1%の変化が、輸出入価格、輸出入を何%変化させるかを表す）。

1) 推計結果の検討 1：為替レートの輸出入価格への影響

¹⁹ 輸出の場合は、為替レート変化に対する外貨建て輸出価格の変化、輸入の場合は、為替レート変化に対する円建て輸入価格の変化のことを指す。

²⁰ 論理的には、「外貨建て価格は全く変えず（数量増の期待もなし）に円安の利益を円建て単価の上昇で得ること」から、「円安の影響を100%外貨建て価格に転嫁して価格引下げによる数量拡大によって円安利益を得ること」までの選択肢がありうる。この範囲で、利益を最大にするように、転嫁率を選ぶことになる。日本企業は従来より、円高の効果を外貨建て価格に余り転嫁せずに円建て価格を低下させて吸収することで市場シェアを維持しようとする行動が多かったとされる。最近ではこうした行動は日本企業だけではなく、一般的に、自国通貨高について、近年では外国通貨建て価格への転嫁率が低下していることを示す研究があり、特に国際競争の激しい電気機械等では低くなっている（Campa and Goldberg(2002)、大谷・白塚・代田（2003）など）。

²¹ この点で、実質ベースでは明らかに最近純輸出が増加していると考えられ、SNA で見た実質成長率に対し外需が大きな寄与をし続けていることが確認できる。

²² 従来からの円高によって交易条件改善、円安によって悪化という構図が、2002年頃から逆に円高によって悪化、円安によって改善という傾向に変化していたが、今次の円安局面で、再度「円安悪化」の構図に変化している。

まず、輸出入価格に対する為替レートの影響度を見てみよう【図表16】。輸出入価格ともに為替レート変化に対し半分弱程度反応しており、後期10年間では輸入価格の反応がやや上昇し輸出価格のそれを若干上回るようになってきているが、前期10年と後期10年で、それほど大きな変化は見られない。また、円高期と円安期とでは統計的に有意な相違は見られない。但し、この点を80年代前半まで遡って10年ごとに確認すると時系列的な変化が見られる【図表17】²³。輸出価格では微増から直近でやや低下に転じているだけだが、輸入価格では90年代前半までの期間で大きく低下した後に微増傾向となり2005年以降に推計期間を移動するとやや低下してくる。つまり、90年代初頭までと比べれば、輸入価格の反応縮小が顕著であり、円安（円高）時の交易条件悪化（改善）度、相対的な名目輸入額増加（減少）度が低下したが、この傾向は再度緩やかに逆転しつつあったと言える²⁴。輸入価格については、国内物価要因も大きく最近さらに強まる傾向にある。このため、最近の円安は、輸出価格上昇を通じての純輸出額増にプラスの効果があったと思われるが、同時期の資源インフレ等による物価上昇を考慮すれば、それも含んだ輸入価格上昇²⁵への効果で相殺されたことが示唆されよう。

2) 推計結果の検討 2：輸出入価格、海外・国内需要の実質輸出入への影響

次に実質輸出入（輸出入の量的側面）の変動要因を見てみよう【図表18】。輸出については、「価格要因」は上昇している。これは、直接投資先子会社による代替行動（現地向けの生産及び第3国向けの輸出）やアジア企業との競争によって、輸出数量が価格要因に影響されやすくなっているという解釈が可能である（内閣府2004等）。最近の円安に対しては、従来よりも輸出が増加しやすい構造にあると言えよう。他方、輸入については価格効果が若干低くなっている。但し、輸出入価格関数の時と同様に、80年代初頭まで遡って見てみると、2002年頃までの推計期間では、輸入についても価格効果が拡大する傾向にあった【図表19】。これは内閣府（2004）が指摘する「バブル崩壊後の価格に対する敏感な行動、低価格嗜好」を反映していると言えよう。その後、2006年までの推計期間にかけて価格効果が低下したのは、景気回復の影響があるのかもしれない。では、「所得要因」はどうか。輸出についてのそれは海外需要への反応度を表すが、低下している。これは、直接投資の増加によって、海外の日本企業による供給が増えたことが背景にあるだろう（内閣府2004）。10年毎の逐次推計では、最近、若干上昇しているように見えるのは、製造業の国内回帰という現象が一部見られた影響を示唆しているのかもしれない。輸入についての「所得効果」は急上昇している。10年毎の逐次推計で見た場合、2000年代に推計期間が加わるに従って低下傾向にあるが、それでも90年代半ば頃までの推計期間よりも2倍以上の水準である。90年代半ば頃までの円高の進行等を背景に低

²³ 係数の安定性を調べるCUSUMテストを、この輸出価格関数と以下の輸入価格関数、実質輸出関数、実質輸入関数に対して行なったところ、輸出価格関数の構造変化は2000年過ぎ頃だが、輸入価格関数・実質輸入関数は1996～97年頃に構造変化が見られた（p40の付図）。このため、推計期間を1987～1996年と1997～2006年の10年間ずつに分けて行なったこと自体は、サンプル数の同一性だけでなく、統計的にも一定の根拠がある。

²⁴ ここでは輸出入価格ともに円建てなので、輸入の方は、為替レート変化の価格転嫁率を表している。輸出の場合は、価格転嫁率は、外貨建てで見ると、ここで推定された係数を1から引いた差で求められる。つまり、80年代初頭以降では、例えば円高の場合、輸出先の現地価格への転嫁が緩やかに低下した後に最近になってやや上昇に転じている一方、輸入価格への転嫁は大きく低下後に微増し最近再び低下しており、先行研究ともほぼ整合的である。

²⁵ 輸入価格を財別に見ると、2004年頃から、石油・石炭関係・金属関係が急上昇した。

価格の輸入品による国内製品の代替が進んだ面を示唆していよう（内閣府2004）。

3) 推計結果の検討3：為替レートの純輸出（経常収支（実質値））調整機能

これらの結果を下に、我が国の純輸出（経常収支）の為替レートへの反応度（つまりは、為替レートの経常収支調整機能）がどのように変化しているか整理してみよう。先の輸出入関数の推計結果で前期10年と後期10年を比べると、為替レートの動きを反映した価格要因は、輸出の方が相対的に大きくかつ上昇しているが輸入では絶対値がやや小さくなっている。つまり最近の円安の影響が、従前よりも実質輸出増につながりやすい傾向にあるようだ。より詳しく確認するために、名目実効レート1%の純輸出に及ぼす影響の推移を「円高」と「円安」の両面から時系列的に見たのが【図表20】である。まず、輸出については、円高の場合も円安の場合も2001年頃までの推計期間では変動が縮小していたがその後拡大し80年代の推計期間よりも大きくなっている。これは【図表20】の参考図表からも分かるように、為替レートに対する価格の感応度の変化以上に数量の価格感応度が上昇しているからである。輸入については、円高と円安では反応が異なるが、少なくとも円高の場合には、2002年頃までは変動が増えていたがその後に推計期間をずらすとやや低下気味となる。これも参考図表から分かるように数量の価格感応度の影響が大きい。輸出入双方の反応度を合わせると、1)円高の場合には、比較的明瞭に、為替レートの純輸出縮小機能が強まっていることが分かる。中でも、2003年頃までの推計では輸入拡大の貢献度が高いが、その後に推計期間をずらすと輸出縮小の貢献度が高くなっている。一方、2)円安の場合には、90年代が多く含まれる推計期間では、為替レート変化の純輸出拡大機能が弱い、2000年代が推計期間に加わるにつれて次第に強まり、中でも輸出拡大の貢献が高まっている。最近の円安は、少なくとも90年代に比べれば、主に輸出数量の増加を通じて純輸出をより拡大する傾向にあると言える。

このように、2000年代初頭までは、為替レートの変化に対して、概ね純輸出を抑制する方向に構造が変化していたが、2000年代初頭以降は、円安については純輸出拡大機能を強める方向に巻き戻しが起こってきている。これに、所得要因も加えた日本経済全体としては純輸出促進的だろうか、抑制的だろうか。所得要因は、先に見たように、傾向としては90年代半ば頃までと比べ、輸入では上昇し、輸出ではやや低下しており、内外で同じ経済成長があった場合には、実質輸入がより大きく増える構造になってきている。価格要因と同様に、最近の推計期間では、輸出でやや上昇し、輸入でやや低下しているなど巻き戻し的な傾向も見られるが、実質輸入の反応度は依然として実質輸出のそれよりもかなり高い。このように考えると、日本経済が純輸出抑制的な構造に変わってきたのか、巻き戻しが起こっているのか、確実なことはまだ言えないということだろう。

以上、輸出入価格、実質輸出入の要因分析を総合すれば、最近の円安の影響と、為替レートの経常収支調整機能、さらには日本経済の経常収支黒字拡大・抑制構造について、以下のように整理できる。為替レートの輸出入価格に与える影響は、90年代初頭までに比べれば、輸入価格への影響度が低下し、相対的に輸出価格で緩やかな上昇傾向にあり、円安が交易条件悪化に作用する程度は弱まっている。しかし、最近の円安期は同時に資源価格の急騰もあったため、結果的には交易条件の悪化、名目輸入額の増加となっ

た。一方、実質輸出入への影響については、価格要因は2000年初頭までは輸入への影響が強まり輸出への影響が弱まる傾向にあったが、その後輸出への影響がより強まっており、最近の円安による輸出拡大にさらに拍車をかけたことが想像できる。また、輸出の海外経済成長に対する反応は低下傾向にあったが直近では回復傾向にあり、実際にアメリカ、アジア等の高成長を考えれば、海外経済の高成長が輸出増に与える影響は小さくはない²⁶。輸入については、確かに内需成長への依存度が高まっているが、実際の内需の成長は必ずしも爆発的ではないことから、輸入額上昇の影響はやはり前述の価格要因が大きいと結論できよう。これらを総合すれば、日本経済の変化が、純輸出促進的か、抑制的かについては、まず為替レートの経常収支調整能力という価格要因の面からは、2000年代初頭までの純輸出抑制的な方向への構造変化が、少なくとも円安の純輸出拡大機能強化へと巻き戻しが起こってきていると言えよう。しかし、外需・内需への反応という所得要因の面からは、2000年代初頭までに見られた「内需への反応が相対的に強くなる方向への変化」には、巻き戻しと言えるほどの動きは見られないものと思われる。

【補論3：経常収支の「中味」の変化】

なお、為替レートが経常収支に与える影響度の変化は、経常収支の「中味」の変化によっても一部説明可能である。経常収支の主要項目の対GDP比を見ると次のような構造変化が見える【図表21】。第一に、従前経常収支よりも大きかった貿易収支が90年代末以降、経常収支を下回っている。一方、貿易収支が実質レートの影響をラグ（実質レートが6四半期程度先行する）を持って受ける傾向は引き続き比較的はっきりしており、2000年以降の実質円安の影響（黒字拡大）が見て取れる。第二に、80年代までは貿易収支にサービス収支を加えた財・サービス収支が経常収支の90%を占めたが、2005年には40%まで下がり、代わって所得収支が80年代半ばの10%強から60%まで上昇し財・サービス収支を越えた（06年にはさらに財サービス収支が37%、所得収支が69%まで差が拡大している）。所得収支は「直接投資収益」「証券投資収益」「その他投資収益」からなり、我が国が、純輸出増で海外から所得を稼ぐ構造から、対外純資産（これは過去からの純輸出の累積でもある）から所得を稼ぐ構造に変化していることを示唆している。そして、所得収支のうち、大部分を占めるのが「証券投資収益」であり、上記のように欧米を中心に外債投資を活発化させていることが影響している【図表22】²⁷。このように経常収支の項目の中で、為替レートの影響を直接受けやすい項目（貿易収支）のシェアが小さくなっていることも、為替レートの変化と経常収支の関係を希薄化している可能性がある²⁸。

²⁶ 実際、推計期間をより直近に限れば、輸出関数の所得要因はもっと大きくなる（例えば、2000Q1～2006Q4では、所得要因の係数は、3.75（1997Q1～2006Q4では1.54））。

²⁷ なお、このような変化をもって、日本がクローサーの「国際収支発展段階説」が説く「投資立国」となったとするのは適切でないという意見もある。所得収支の大部分を占める証券投資の主な担い手は金融機関や政府などに限られ、その意味では所得収支黒字の直接の帰属先は偏っているし、最近の円安で外貨資産からの収益の評価額が短期的に膨らんでいるという影響もあるからである（日本経済新聞2007年2月25日）。

²⁸ さらに進んで、資本取引の動きが経常収支を決めているという考え方もある。これは国内投資機会が不十分（収益率が低い）であるために国内貯蓄が余剰となり、より高い収益率を求めて海外投資した結果、資本流出超となり（資本収支赤字）受入国側の購買力向上に貢献し、それが自国の輸出増につながる（経常収支黒字）というルートを考えている。但し、これが為替レートにどうつながるかは、海外投資がどういう資金調達や通貨建てで行われるかにも依

2 円高誘発的な産業構造は変化したか

(1) 実質為替レートの変化要因への着目

次に、かつて、円高問題の背景にあるとされる「構造」のいくつかに変化があるのかどうかを検討する。まず、日本の産業構造に円高誘発的な特徴があったという論点について考える。

産業構造（直接関係するのは輸出入や国際競争力）という「実態経済」と関係があるのは、同一通貨表示にした場合の自国と外国との相対的な物価比率を表す「実質為替レート」である。なぜなら、名目為替レートが変化しても、PPPが成立し価格が迅速に調整されるならば（あるいは価格が変化しても、PPPが成立するよう名目レートが変化するならば）、実態経済には影響はなく、この時実質レートは変化しない。実質為替レートは以下のように式化できる。

$$RE = E + (P^* - P)$$

P、P*を、貿易財価格、非貿易財価格に分解して表示すると、

$$\begin{aligned} RE &= E + (P_t + (1 - \alpha)P_n) - (\alpha P_t^* + (1 - \alpha)P_n^*) \\ &= (E + P_t - P_t) + (1 - \alpha)(P_n - P_t) - (1 - \alpha)(P_n^* - P_t) \quad \dots [3] \end{aligned}$$

RE：実質レート（邦貨建て）
E：名目レート（邦貨建て）
P：一般物価
P_t：貿易財価格
P_n：非貿易財価格
α：財バスケット内の貿易財のウェイト
*：海外の当該指標を表す

ここから、実質為替レートが変化し、実態経済に影響を与えるのは、次のような場合であることが分かる²⁹。第一に、名目為替レートの変動が、投機行動など財市場とは別個の要因で変動しそれが長期化する「ミスアラインメント」である。第二に、用いる物価指数にもよるが、長期的に見て生産性や嗜好の変化に起因する部門間の相対価格が変化する場合である（物価格差の生じ方の違いによるとも言える）。例えば、パラッサ=サミュエルソン効果による貿易財・非貿易財の相対価格の変化に起因する実質為替レートの変化が有名である³⁰。さらに、同じ貿易財の中でも、生産性格差が大きい場合、平均的な生産性を反映して現実の為替レートが成立したとしても、それを割高だとする産業が多

存するし、国際収支統計自体は複式簿記であり事後の姿を映しているだけなので、実態としての海外投資の活発さは見えにくい（実際のところ、国際収支統計で見る直接投資や証券投資の純増減と為替レートの変化には関係があるようには見えない）。このため、国際収支統計を見るだけでは資本取引が為替レートを決めることを理解するのは難しい。

²⁹ 上記理論式によれば、実質為替レートは自国の交易条件とそれぞれの国の貿易財・非貿易財の相対価格に依存する。特に、非貿易財がない特殊ケースでは、実質為替レートは交易条件に等しくなり、貿易財 PPP が成立する特殊ケースでは、実質為替レートは貿易財・非貿易財の相対価格に等しくなる。

³⁰ 経済発展に伴い貿易財の生産性が上昇すると、貿易財価格は変わらずに（あるいは下がって）賃金が上昇する。非貿易財部門は同一の労働市場に直面しているから生産性上昇しなくても賃金が上昇し、そのコストは製品価格に転嫁される。結果、非貿易財の相対価格が上昇し、全体の価格も上昇する。貿易財価格は上昇しないので PPP が働きにくく名目為替レートの調整は起こりにくい。このため実質為替レートは増価する。

くなれば（生産性の高さが偏在していれば）調整費用が大きくなる等の問題が生じる。実質為替レートの変動（すなわちPPPという一つの均衡為替レートからの乖離）は、名目レートの外生的な変化によって長期的経路から短期的に乖離した状態というだけでなく、内生的な要因で長期的経路そのものの変動を生み出している場合がある。

大濱（1995）や経済企画庁（1996）、貞廣（2005）等は、戦後日本の産業構造を生産性格差に基づく「重層的な」構造であるとし、それが、(1)円の市場為替レートを持続的に増価させていく仕組みを内包し、(2)日本の産業構造の非効率性（生産性上昇の低迷）にも繋がっていると指摘した。以下では、彼らの言う円高持続的な産業構造はどのようなものか、それが変化しているのかどうかを確認しよう。

(2)重層型産業構造と為替レートの関係

「重層型構造」の特徴

日本の産業構造の特徴を産業別の均衡為替レート（PPP仮説に基づくもの）からみたものが【図表23】である。第一に、製造業の特徴として相対的に実力のある少数の比較優位産業（製造業平均の均衡レートよりも高い均衡レートを持つ産業で、仮に実際のレートが均衡水準にあったとしても優位な競争力を持つ産業）と多数の比較劣位産業が同時並存し、その格差は縮小していない（但し、比較優位構造はダイナミックに変化している）。第二に、産業別の均衡為替レートの格差は基本的には物価上昇率の違いから生じるのだが、その背景には単位労働コストの格差、さらには労働生産性の格差がある【図表24】。通常、国内では同じ労働市場に直面していると想像され、仮に生産性が上昇していない産業でも他の産業が賃金を上昇させればそれに追随する傾向にある（この場合、生産性が賃金に比べて低い（単位労働コストが高い）ことを意味する）。第三の特徴は、中でも非製造業部門は製造業部門と比べ国際競争環境の違いや労働集約的か否かといった産業特性の違いによって、単位労働コストが相対的に高くなりがちで均衡レートは相対的に安くなっている。（これは、外国の同部門の価格よりも高いといういわゆる「内外価格差」を生む原因となっている。）

このように、戦後日本の産業構造は、製造業比較優位部門、製造業比較劣位部門、非製造業という三者の生産性が異なる「重層型」の構造であるのが特徴である。こうした構造は、高度成長を実現する中では、比較的うまく機能してきたとされる。すなわち、時代に適合するよう比較優位構造をダイナミックに変化させながら牽引役となる製造業比較優位産業を次々と生み出し、しかも、そうした時の牽引役産業が輸出等で獲得した果実を比較劣位産業や非製造業へうまく均分することができた（貞廣2005）。

重層型の構造の問題

しかし、貞廣（2005）等が強調するように、こうした構造を内包した成長は持続可能でない可能性がある。それは、一つには、円高圧力が持続してしまうことに起因する。生産性の高い少数の比較優位部門の均衡為替レートが時間とともに増価するとそれに引きずられて製造業平均の均衡レートも増価していく。そうなるに相対的に多い比較劣位産業が厳しい産業調整圧力にさらされ、調整が長引くと経済全体から見れば内需低迷によって輸入の伸びが輸出の伸びを下回り、貿易収支の黒字が拡大して、現実の為替レートに増価圧力が加わる可能性もある。こうした均衡為替レートの増価、貿易黒字の拡大、

現実の為替レートの増価という悪循環が加速すると国内製造業には少数のスーパー比較優位産業しか残らないという事態（いわゆる「オランダ病」）になる恐れもある³¹。

最近の構造に変化があるか （重層構造の動向）

このような日本の産業構造の重層性は、ここ数年の円安環境の中で、どのような変化が見られるだろうか。例えば、1990年後半以降の均衡為替レートの動きを見ると、非製造業のレートは高まり2002年には製造業と同水準になっている【前掲図表23】。しかし、この背景を、部門別の生産性、雇用者報酬、単位労働コストの変化から見ると、実質円安傾向が見え始めた2000年以降の期間では、こうした構造の震源である部門間の生産性格差には、特に目立った変化があるようには見えない【図表25】。確かに、非製造業では単位労働コストは低下したが、労働生産性の向上の成果というよりも雇用者報酬の削減の効果が少なくない。これは、デフレ深刻化の中で、賃金削減によって切り抜けようとする企業活動の姿を反映していると考えられる。また、製造業内でも電気機械産業の労働生産性上昇が際立っている（雇用者報酬の減少もトップレベルに近いが）。この労働生産性の上昇は、就業者数のスリム化（3.4%減、製造業平均は2.5%減）に加え、実質生産の大幅な上昇（10.1%増、製造業平均は1.3%増）の効果が大きく、他の分野の追随を許さない規模である。ここでは計算していないが、均衡為替レートも電気機械産業だけが相対的に上昇している可能性が高く、これに引きずられて全体の均衡レートが増加すれば、比較劣位化が進む部門が増える可能性がある。前節で見たように、金融的な面からは円安を支える背景があるとしても、産業構造面からは、円高とそれに伴う負担が自己実現してしまう構造は大きくは変わっていないと推察できる。

（生産性と雇用との関係）

なお、もう一つ注目される現象は、生産性と雇用機会の関係である。例えば、製造業と非製造業で大きく二分すると、90年代以降では、就業者数は前者で減少し後者では増加しているので、「労働生産性の高い（効率の良い）製造業部門から低い（非効率な）非製造業部門に労働がシフトしている」ように見える。既存研究でも、少なくとも90年代以降2000年代初頭までについては、生産性の低い部門が相対的な雇用増を果たしてきたと指摘したものが多く（児玉・樋口（2005）等）。これは、生産性向上と雇用機会確保はトレードオフの関係にならざるを得ないことを意味するのであろうか。それとも、貞廣（2005）も指摘しているように競争的市場の想定とは逆の動きが見られていると見るのであろうか。

生産性と雇用量、賃金の関係は単純ではないが、テキスト的な生産関数から考えても、生産性が向上すれば、それは賃金上昇につながり、雇用増にもつながると想定するのは

³¹ 但し、ここでは「産業の『比較劣位化』が問題だ」と言っている訳ではない。比較劣位化自体は、産業間で生産性格差が生じ産業構造のダイナミックな変動という新陳代謝が行われることと同義であり、それを防ぐことは無理かもしれないし、人為的に防ぐことは弊害もあろう。ここでの指摘は、仮に生産性格差の反映という意味で妥当な為替レートの変化であったとしても、極端に偏った生産性格差のために産業の大部分が比較劣位化してしまうような為替レート変化の問題点である。また、良く問題にされる「空洞化」の議論とも厳密には異なる。「空洞化」は、何らかの要因で為替レートが均衡水準から乖離する状態（ミスアラインメント）が持続する場合に、本来比較優位がある産業であるにも関わらず海外流出してしまうことが相当する。もっとも、本文中で言う「悪循環」が円高期待を呼び、スーパー比較優位産業でさえも比較劣位化してしまうようなミスアラインメントを惹起してしまう可能性はあるだろう。

的外れではないだろう。産業全体の雇用と賃金の関係を時系列的に見ると、最近では雇用量の回復に対して賃金の回復が遅れているものの、両者にはかなり明確な正の相関関係が見られる【図表26】。この背後にあるであろう労働生産性との関係を、本稿における部門別の動向から見ても、最近の景気回復期まで含めて過去10年（1995～2005年）の実績では、サービス産業及び極端な値であった不動産、石油・石炭製品等を除いて、就業者数の変化と労働生産性及び一人当たり雇用者報酬の関係には、各々ほぼ正の相関が見られる【図表27】。理論的な想定と実態はそれほど乖離していないと見ることもできそうだ。また、生産性が低いにも関わらず雇用増を果たしているのは、特にサービス業で顕著であるように見える。以上を考え合わせれば、90年代以降の生産性と雇用機会の関係については、リストラ期の特性と、非製造業特にサービス業の業種的特性が影響していると言えるのではないか。一つは、製造業を中心に進んだリストラによってはけ出された過剰人員が、必ずしも生産性が高くなかったサービス産業で受け皿になったという見方である。一般に、製造業は労働力を資本設備に代替させることが比較的困難ではないが、非製造業は労働集約的な分野が多く、リストラといっても人員削減には限界があろう。また非製造業は景気遅行的な性格がある（不況期の調整が遅れる）。その意味では、「労働生産性が低い（高い）部門の就業者数が増えた（減った）」のではなく「就業者数が増えた（減った）から労働生産性が低い（高い）」という面もあるかもしれない。もう一つは、サービス産業等は確かに構造的に労働生産性が上昇しにくい産業であるが、生活水準の向上や人々の価値観の多様化の中で需要は確実に増えていく産業であるという見方である。このため、不況期に於いても製造業よりは雇用需要があったのではないか。また、業種横断的にみると就業者数の変化と労働生産性及び一人当たり雇用者報酬の関係には各々ほぼ正の相関が見られるという結果を考えれば、こうした傾向に当てはまらないサービス業等については、例えば、資源を生産性の低い部門に留める何か（規制の存在等）が影響している可能性もある^{32,33}。

（小括）

円高誘発的な産業構造からの脱却は、生産性の低い部門の底上げをし、バランスのとれた構造に転換していくことである。但し、生産性の上昇とは言っても、それが単に雇用機会の削減によってもたらせるものであったり、雇用機会の確保が生産性の低迷という犠牲の下で達成されたりするのでは、経済全体にとって適当ではない。生産性の上昇と雇用確保を両方達成させることが、本来の望ましい産業構造への転換である³⁴。そして、

³² なお、本稿では労働生産性をマンベースで計算しているが、労働時間の影響を勘案したマン・アワーベースの方が労働の質という意味では適当かもしれない。経済産業省（2003）は、労働生産性の変化の要因を、生産、労働者数、労働時間に分解して分析している。そこでは、製造業と非製造業の労働生産性の変化要因の相違を次のように整理している。製造業では、バブル崩壊後、生産ではなく雇用調整で労働生産性を高めてきているが、当初は雇用削減ではなく労働時間数の調整が主だったものが、最近では労働時間数の削減だけでなく雇用者数の削減を加速して生産性の維持・向上を図っている。非製造業では、生産が上昇し労働時間数が短縮されている一方で、雇用者数は上昇している（最近は上昇程度が小さいが）。つまり、90年代末以降の局面では、第3次産業が緩やかに生産を増大させる中で、労働時間数の調整を行いつつも、雇用者を吸収してきたと考えられる。

³³ 国際比較から見ても、2005年時点で、日本の労働生産性は、産業全体では先進国平均75（米国＝100）よりも低い71と最低水準にとどまっており、特に卸・小売業、運輸などサービス分野で低迷が目立ち（50未満が多い）（内閣府分析、日本経済新聞2007年4月11日による）。産業特殊性というだけでなく日本的な特性も否定できない。

³⁴ 例えば、「輸送機械」は労働生産性と1人当たり雇用者報酬も高いレベルにあると同時に就業者増が見られ、望ましいパフォーマンスを示している。

成熟社会化する日本においては、消費者の嗜好の高付加価値化・多様化を背景に需要の成長可能性があり、かつこれまで生産性の水準及び伸びが低い故に今後の潜在的改善余地が大きい「サービス産業」の積極的な発展が望まれよう。それは、円高をビルトインしている産業構造を変えていくことにも繋がるだろう³⁵。

3. 貯蓄投資バランスに変化はあるのか

次に、かつて指摘された円高構造の中でも、最もポピュラーと思われる「経常収支黒字構造」を再検討してみたい。前述したように、円高によって輸出入という経常収支の「表」の姿に直接影響を与えようとしても、趨勢的な経常収支黒字が変わるとは限らない。それは、周知のように、経常収支は国内貯蓄 - 投資バランスの反映でもあるからでもある。2007年4月現在、経常収支黒字は持続しており、最近では過去最高水準まで拡大しつつあるが、その裏側にある国内貯蓄 - 投資バランスの構造が変化しているのかどうか概観することから始めよう³⁶。

(1) 部門別の貯蓄投資バランスの推移

我が国の国内貯蓄投資バランスを家計、企業、政府の部門別に見たのが【図表28】だ。これを見ると、バランス状況が部門間で大きく変化してきたことがわかる。大まかに言えば、高度成長期には、企業部門の活発な設備投資に伴う旺盛な資金需要（企業部門の赤字）を、家計部門の高い貯蓄（家計部門の黒字）が賄い、政府は均衡予算を守っていた（政府部門の均衡）。しかし、石油ショック後、成長率が屈折し設備投資も安定化すると、企業の資金不足感は低下する一方、家計部門の高貯蓄は続き、景気浮揚を図るための財政支出がそれを一部賄ったが、超過貯蓄傾向が強まった。この傾向は、バブル崩壊後、企業部門のバランスシート調整が続き（企業部門の黒字化）、景気浮揚のための財政支出が増えたこと（政府部門の赤字拡大）から強まった。さらに、90年代後半になると、家計貯蓄率が急減し始め（家計部門の黒字縮小）、現在に至っている。総じて言えば、家計部門の貯蓄低下、政府部門の赤字を、企業部門の貯蓄増が賄う構造に変化している³⁷。

³⁵ 本稿では、生産性格差に基づく円高誘因的な産業構造について指摘したが、円高と直接関連するのは単位労働コストの低下であり、労働生産性とともその要素の一つである雇用者報酬の動きにも注目が必要であろう。昨今、「景気回復・企業業績回復にも関わらず賃金は低迷している」という批判があり、2000年以降も単位労働コストが低下し続ける中で円安傾向が続くことは矛盾している（潜在的な円高圧力は強まっている）ことを考え合わせれば、雇用者報酬（賃金）を上昇させ、単位労働コスト低下の緩和、さらには円レートの安定化を目指すのも一つのシナリオであろう。根津（2007）は、OECD諸国の中でも、相対的に日本の生産性上昇率は高く、単位労働コストの減少が大きく、国際競争力維持を考慮しても、なお賃金上昇率の余地はあり、それは円高圧力の緩和にも役立つと指摘している。

³⁶ なお、経常収支の黒字と赤字に関しては、それだけで良し悪しの評価ができるものではないことに注意が必要である。国内投資機会が豊富で国内貯蓄だけでは資金を賄えないような経済では、経常収支赤字を出して海外から資本を取り入れ投資を実現する方が将来の高成長を実現できるかもしれない。逆に経常収支が黒字というのは国内の有望な投資機会が不足しておりせっかくの豊富な資金が国内生産力の向上には寄与していないことを表しているのかもしれない（もっともこの場合、海外での投資が有利な投資先であれば利子や配当で国内所得が向上する利点はある）。なお、嘉治（2004）によれば、経常収支不均衡が明らかに問題であるのは、経常収支が黒字で、累積黒字の投資先をうまく選択しない場合（為替差損等で実質資産価値を減じる場合等）、経常収支赤字で、結果として国家の債務返済能力が疑わしくなる場合（赤字国の通貨が売られる通貨危機や累積債務問題等）の2つしかない。

³⁷ 何度か聞かれたことのある疑問として「経常収支黒字なのに、財政収支赤字なのは何故？」というものがある。おそらく、経常収支黒字で対外的には収益を得ているはずなのに、なぜ政府は借金（究極的には国民の負担）しなければならないのか、という疑問ではないかと思う。上記のように、経常収支は国内貯蓄 - 投資バランスに等しいので、

(2) 最近の家計貯蓄率低下

こうした国内のISバランス不均衡のうち、まず、家計部門の貯蓄率の低下について再考しよう。貯蓄は消費の逆の姿（貯蓄＝可処分所得－消費）であることから、貯蓄低下は消費上昇と結びつきそうだが、最近までの消費低迷という一般認識とは一見齟齬があるようにも思える。また、日本の家計貯蓄率は、かつて、先進国の中でも特に高く【図表29】、それが高度経済成長を支える原資であり、他の先進国には見られない特殊性だとして、経済だけでなく社会的な観点からもその要因が議論されたことはよく知られている³⁸。その日本が今や、アメリカとともに先進国で最も家計貯蓄率が低い国となっている。

かつての日本の家計貯蓄率の高さについては、日本人の特殊性というよりも、「ライフサイクル・恒常所得仮説」というどの経済にも共通する消費（貯蓄）行動原理で説明できるとする意見が多い。これは、人々は、定期的に確実に得られると予想する「恒常所得」に制約されながら、将来のライフステージを考慮して現在の消費行動を行うというものである。例えば櫛（2006）によれば、この説に基づくと日本の高い家計貯蓄率には、

高度成長の中では、消費行動の慣性以上に所得が増え、生涯所得増が見通せなかったため貯蓄が増えたこと、社会保障制度が未整備であったため予備的な貯蓄動機が強かったこと、ボーナスが現在のように定期的な賞与ではなく一時的増収とされていたためほとんどが貯蓄に回されたこと、貯蓄優遇の税制があったこと、人口構成が若く貯蓄を行う世代が多かったこと、などが背景として考えられた。中でも、成長が長期化し社会保障制度が整備された後も家計貯蓄率は比較的高かったため、の要素を重視する意見が多い。かつては、日本人の高齢者は遺産を残したがる特殊性があるので高齢化しても貯蓄率は下がらないという説（「ダイナスティ（王朝）仮説」）が、「ライフサイクル仮説」への対抗理論として説得力を持った時期もあったが、家計調査で年齢層別の貯蓄率を見ると、確かに高齢層ほど貯蓄率は低く、30代の子供がまだ小さいであろう働き盛り世代が最も高いなど、ライフサイクル仮説が想定するような行動を日本人もっているとさえそうである【図表30】。少子高齢化社会の進展により貯蓄率の低い高齢者世帯が増えることから長期的には家計貯蓄率は低下傾向にあると考えられる。

興味を引くのは、2000年以降、こうした長期的傾向とは若干乖離して、家計貯蓄率が急減してきたように見えることだ。2005年のGDP統計確報では、2005年度には3.1%まで低下しているようだ。2000年以降数年で急激に高齢化が進んだのだろうか【図表31】。高齢化以外に考えられる理由としては、(1)「貯蓄」と比べて「消費」志向が高まったこと（積極的な消費拡大）、(2)「所得減」と比べて「消費減」が少なかったこと（ラチェット効果、収入減の無認識：消極的な消費維持）が挙げられる。Katayama（2006）は、

例え、国内貯蓄－投資バランスの総額が変わらなくても、部門間のそれは変わりうる。つまり、経常収支黒字が続いても財政赤字が拡大することは不思議ではない（反面で他部門での貯蓄超過が拡大している）。また、日本の場合、例えば、財政赤字を縮小しようとする、国内的には増税や歳出削減、対外的には経常収支の黒字が拡大して円高を招くなど、対外的にも対内的にも完全に満足させるような選択肢がなかったとも言える（櫛 2006）。

³⁸ 日本のマクロ経済を扱ったテキスト、例えば Takayoshi Ito (1992) “The Japanese Economy”、中谷巖(2000)「入門マクロ経済学（第4版）」等を参照。社会的な観点からは、例えば、「日本人はリスク回避的な国民性があるので貯蓄率が高い」というような国民性議論があるが、国民性は短期に変わるわけではないので、90年代後半以降の貯蓄率の急低下を説明する主要因としては、根拠が薄いのではないだろうか。そもそも、日本人が他国民と比べてリスク回避的な特徴があるかどうかについても検証は容易でないと思われる。

Horioka (2002) 等を元にして、ラチェット効果の他に、社会保障制度改革の進展による将来リスクの減少を背景とした消費拡大、人々の価値観の多様化や現在の幸福嗜好の強まり等を背景にした消費志向の上昇を指摘している。確かに、1998年頃から2000年代初頭にかけては、可処分所得が低下している中で消費は横這いを続けており、両者のそれまでの平行な動きとは異なるラチェット効果が見られる【図表32】。しかし、社会保障改革はむしろ将来不安を増加させている可能性がある（予備的貯蓄動機が減退したとも思えない）し、現在嗜好が強まっていることは確かだがそれは80年代後半から継続的傾向であり90年代後半-2000年代初頭を契機とする貯蓄率の急激とはストレートには結びつかないように見える【図表33】。また、家計調査における貯蓄率を世帯種類別に見てみると、最近のマクロの貯蓄率低下（2006年は全体的にやや回復）の背景には、世帯主が無職である世帯のマイナスが大きく影響していることが分かる【図表34】。勤労世帯の貯蓄率が微減であることと併せると、貯蓄率に関する二極化現象が起きているといえる。また、上記の年齢別の貯蓄率の動向で最近特に貯蓄率の落ち込みが大きかったのは、60歳以上（年金や金利収入に依存する人が多いと予想）と30歳未満（最近の雇用難の影響が大きいと予想）の層である。こうした事実の背景については、櫛（2006）が、貯蓄率の急減の理由を、主に収入減による意図せざる消費拡大を重視しながら、高齢化世帯の貯蓄低下、現役世帯の貯蓄低下、統計上の問題、の3つの側面から整理しているものが参考になる。ここでは、とについてやや詳しくみてみよう³⁹。については、60歳以上の高齢者については社会保障制度改革によって公的年金支給年齢の引き上げや医療費自己負担増などによって可処分所得が減り貯蓄の取り崩しが増えたこと【図表35】、相対的に現役世代よりも金融資産を多く有しているのでデフレによるプラス効果によって積極的に消費拡大したことが考えられる（90年頃に預けられた郵便貯金の定額貯金が2000年以降大量満期を迎えたことも影響）。は雇用環境の悪化によって収入が減った世帯が当面の生活維持のために貯蓄を取り崩している影響のことである。既に見た家計調査の無職世帯の貯蓄率や収入内訳のデータは年齢層別ではないので、現役世代の影響がどの程度かは正確には分からないが、例えば、無職世帯全年齢のデータと60歳以上の無職世帯データを比較すると世帯主59歳以下の現役が多いと思われる無職世帯の貯蓄率の低下も影響が大きい【図表36】。また、勤労者世帯ではそもそも金融資産はそれほど多くはないかもしれないが、低金利による収入減を認識せずに、減少していない場合と同様の支出をしていることも影響している可能性がある（櫛2006）。

このように、最近の我が国の家計貯蓄率の低下は、少子高齢化という長期的な先進国共通の背景だけでなく、長期不況、低金利、社会保障給付額の抑制といった要因が作用していると想像され⁴⁰、同じく家計貯蓄率の低下を経験してきたアメリカが住宅価格上昇といったプラスの資産効果による高い消費の伸び（積極的な消費拡大）を背景にしてきたのとは異なる。

³⁹ の「統計上の問題」とは、例えば、GDP統計では厚生年金基金等の年金基金が管理している準備金を家計の金融資産として取り扱っているが、基金の解散増で年金準備金が減少しているのに家計が自らの金融資産減少とは認識せずに消費行動を続けることなど。

⁴⁰ 金融広報中央委員会の「家計の金融資産に関する世論調査」の「貯蓄残高が減少した理由」で「定期的な収入が減ったので貯蓄を取り崩した」という回答が平成10年以降最も多くかつ上昇し続けていること（平成18年調査では55.2%）からも、収入減が貯蓄減の背景にあることが裏付けられる。

今後の家計貯蓄率については、雇用環境や社会保障改革といった循環的・政策的要因は、一時的でかつプラス・マイナス両面への影響があるかもしれないが、少子高齢化や現在嗜好といった構造的な要因は容易には変わらないし貯蓄率にマイナスを及ぼす可能性は極めて高いと思える。つまり、今後景気の回復がより本格化すれば雇用環境の改善や金利上昇による所得の上昇が当面の家計貯蓄率の上昇つながらるし、さらには団塊世代の定年退職による大量の退職金が貯蓄に回ること等なども貯蓄率にはプラスである。しかし、所得環境の改善で将来へのリスク感の減少が本格化すればむしろ貯蓄率は低下する可能性もある一方、たとえ所得環境は改善したとしても、就職氷河期を経験した世代や自己責任の自覚を高めている世代などは、将来に対するリスクに備えようとし貯蓄率を高めるかもしれない⁴¹。長期的には、影響が確実な少子高齢化等のトレンドが続く限り、家計貯蓄率は低下していくことになるのではないかと。

(3) 企業貯蓄の動向についての補記

他方、家計貯蓄の減少を補い、政府部門の財政赤字をファイナンスして、なお経常収支黒字を生み出しているのは、企業部門の貯蓄超過である。従来の日本経済の常識からは、企業は設備投資を行い経済成長を牽引する資金の純需要者のはずである。それが資金の純供給者となっている主因は、バブル崩壊後の設備・負債の過剰を解消してきたからだとする説が多い。そうであれば、これら過剰解消が終了すれば、以前のように投資超過に向けて動き出すのではないかと想像するのも無理ではない。しかし、法人部門が黒字傾向にあることは、日本以外の先進国にも共通する。IMF(2006b)によれば、フランス、イタリアを除きG7各国では法人部門は貯蓄超過である【図表37】。とすれば、日本のデフレ不況が企業貯蓄増加の原因と考えるのではなく、先進国共通の背景があるのかもしれない。例えば、河越(2005)は、先進国は成熟経済であるため投資機会があまりなく、結果として貯蓄超過になりやすいのではないかと指摘している。

ここでは、IMF(2006b)の分析結果を参照しながら、先進国で企業部門の超過貯蓄傾向が強まってきた背景と今後の見通しについて概観する。

(先進国企業部門の貯蓄超過の背景)

【図表38】は、企業部門の「営業余剰」から「純貯蓄」に至るまでの係数の時系列的变化を、先進7カ国について整理したものである。IMF(2006b)は、これらを背景に、先進国における企業部門の超過貯蓄に背景について次のように整理している。

第一に、1990年代に積みあがった債務超過と過剰資本ストックを調整する行動が、資金需要を減退させてきた。これは日本とカナダについて特に当てはまる。第二に、企業の利潤率は高まっているものの、それは低金利や法人税軽減、(いくつかの国だけだが)海外事業からの利潤増が主因であり、必ずしも経常純利益の増加によるものではない。利潤増の要因が一時的なものであると企業が認識し貯蓄に回している。第三は、資本財

⁴¹ 例えば、前掲の図表で見たように、家計調査による貯蓄率は、所得・雇用環境の改善を反映してか、直近(2006年速報)では回復傾向を示している(但し、高齢者と若年層はさらに低下)。また、内閣府「平成17年度国民経済計算確報及び平成8~15年度遡及改定結果(フロー編)ポイント」によれば、家計貯蓄率の前年差を消費要因と所得要因に分けた場合、平成16年度以降、消費要因はマイナスに、貯蓄要因はプラスに転じている。所得環境の悪化による貯蓄率低下には歯止めがかかりつつあるようだ。

の相対価格の低下である。企業の投資実態は必ずしも縮小しておらず、名目上の縮小効果が表れているという指摘である。第四は、海外投資の増加である。企業としての投資活動は縮小していないが海外での投資行動が増えている。実態的には設備投資であっても、国境越える場合は、統計上「資産売買」として計上される。第五は、企業経営上、望ましいキャッシュフロー水準が上昇しているとする見方である。1)グローバル化の進展などから生じる経営環境の不確実性、2)技術力やブランド力、さらには人材力や組織力など確たる担保はない「無形資産」の役割増加、3)社会保障制度改革の伴う年金負担増加への懸念などがその背景にある。

これを日本の場合について検討してみると、例えば、第一の企業の債務超過と過剰設備の調整については、解消したとする分析が多い(経済財政白書など)。設備投資は今期の景気回復では輸出とともに牽引役であり、伸び率は非常に高い。規模から見ても、減価償却費と拮抗する水準まで低下したあと次第に回復しており、更新投資だけでなく新規投資の意味も増し、設備のヴィンテージも低下に転じている(経済産業省「平成17年年間回顧 産業分析」など)。しかし、設備投資額はキャッシュフロー内であり、資金調達先は自己資金である傾向が強いようだ【図表39】。その結果、設備投資が伸びているにも関わらず、銀行の企業貸付は減少を続けており、銀行は国債等による運用が大きくなっている【図表40】。これは、過去の「学習効果」による債務や投資行動への慎重姿勢と見ることもできようが、そもそも銀行を通じた企業への貸出が、かつての企業にとってリスクの低い資本的色彩の強いものから、今や純粋な債務へと構造的に変化してきているという指摘もある(高田・柴崎2007)⁴²。第二の企業利潤率の高まりについては、日本は低金利による改善効果が比較的大きい。これはデフレ脱却を図るための日銀の超低金利政策継続を反映している。さらに言えば、日本の場合は、課税前・利払い前の利益が比較的大きい。固定費の削減等を通じて日本企業の損益分岐点は、80%を切るバブル期の水準まで低下しており、利益を生み出しやすい体質になっている【図表41】。この背景には、賃金の抑制や非正社員の増などの雇用コストの流動費化も含まれていると考えられ、次項で検討する労働分配率の低下の裏返しでもある。第四の海外投資活動の活発化、第五の望ましいキャッシュフロー水準の上昇は、日本にも同様に当てはまる。

このように、企業部門では、貯蓄の必要性が高まると同時に、投資行動(特に国内)への慎重さも見える。その意味では、内需主導による景気回復を確実にしていくことで超過貯蓄は減少する可能性もある。しかし、貯蓄超過の背景にある5つの要素は、単に循環的というよりも構造的な変化も多く、企業部門がかつてほどの貯蓄不足にはなりにくいと予想される。

【補論4：労働分配率について】

企業部門の超過貯蓄について、さらに言えば、企業貯蓄の原資を作り出すに際しては、設備投資抑制だけでなく、人件費抑制というルートも重要であった。それは家計収入の減少を通じて、先に見たように家計貯蓄の減少の遠因にもなったと考えられる。企業貯蓄の動向を占うためにも、生み出した付加価値の企業と労働者の間の分配、つまり、労

⁴² 短期の借入れは何度も繰り返され実質的に長期のものであったし、仮に企業の経営不振があった場合には銀行がまず債権放棄をする場面が多かった(高田・柴崎2007)。

働分配率の動向について若干検討したい。

労働分配率は、98年以降低下を続けている【図表42】。確かに、2000年度頃からの企業利潤の増加や2002年以降の配当の付加価値比率・配当率の上昇と比べると、景気回復の実益がまだ労働者に行渡っていないように見える【図表43】。しかし、高すぎる労働分配率は企業経営の非効率性とも解釈され、過剰雇用を指摘する際にその高さが議論されることも多い。かなり下がってきたとも指摘される日本の労働分配率だが、国際的に見ると特別に低い水準でもないように見え、また過去の水準と比べても必ずしも低いわけではない【図表44】。そもそも日本の労働分配率には、60年代以降長期的に上昇トレンドが見られる（英米は労働分配率がかなり安定的）、短期的には景気循環に対し逆相関した動きをしている（米国は緩やかな順相関）、何度かジャンプしている時期（70年代など）があるように見られる、といった特徴が指摘される。こうした観察事実を踏まえ、内閣府（2005b、2006）では、労働分配率が、1)長期的な均衡状態、2)均衡状態のシフト、3)短期的な景気循環過程を反映していると想定し、労働分配率の水準の妥当性を検討している。つまり、

$$\begin{aligned} \text{労働分配率} &= \text{賃金総額} / \text{生産額} \\ &= wL / PY \\ &= (w/P) \times (L/Y) \\ &= \text{実質賃金} \times (\text{労働生産性の逆数}) \\ &(\text{w} : \text{一人当たり賃金、L} : \text{雇用量、P} : \text{物価、Y} : \text{生産量}) \end{aligned}$$

であることから、実質賃金と労働生産性の関係を長期的な均衡関係と捉えて、景気循環における労働分配率の変動をこの均衡状態からの乖離の修正過程と考える⁴³。例えば、一般的に実質賃金や労働投入量の調整は景気変動に感応的でないと考えられ労働分配率の countercyclical な動きと整合的である。この推計によれば、実質賃金と労働生産性が確かに長期的な均衡関係を持つこと、70年代中ごろに構造変化が見られることが確認され、この均衡関係に基づいて計算された均衡労働分配率は【図表45】の通りである。ここを見る限り、90年代はかなりの長期に渡って均衡水準を上回っていたが、ようやく均衡水準まで低下したと解釈できる。確かに日銀短観などを見れば、企業の雇用過剰感は解消し不足感が上昇しており労働市場の逼迫は賃金上昇圧力につながる可能性はある【図表46】。しかし、労働需要側からの雇用コスト圧縮圧力、今後見込まれる団塊世代（比較的高賃金の）の退職の影響などを考えると、マクロ的な労働分配率の下振れ懸念はあるだろう。

【補論5 家計部門の貯蓄減と企業部門の貯蓄増はリンクしているのか】

家計部門の貯蓄減と企業部門の貯蓄増については、先進国全体で見ても両者が平行に進んだことから、何らかの相互関係があるのではないかという興味深い考えがある。

⁴³ このような見方は、理論的というよりは時系列統計的处理と言えるが、well-behaved な生産関数から趨勢的な労働分配率の変化式を理論的に導き出すこともできる（吉川(1994)、西崎・須合(2001)など）。例えば、西崎・須合(2001)ではCES型生産関数から、趨勢的な労働分配率の変化は、労働と資本の代替の弾力性（1より小さければ正）労働生産性の趨勢的変動（正の相関）、TFPの趨勢的変動（負の相関）に依存することを導き出している。

IMF (2006b) では次のような整理を行っているので紹介しておこう。

(1) 経済理論から

企業の究極の所有者は(株式を持つ)家計である(法人格の否認: piercing the corporate veil) という考え方に基づけば、家計貯蓄が減少して企業貯蓄が増加したということは、家計が貯蓄の保有形態を企業を通したものに調整したと考えられる。つまり、企業が利益を配当で家計に分配せずに内部留保する場合、家計は保有する株式の価値が増加する(内部留保の増加を市場がプラスに評価するだろう)と考え、貯蓄を減らして消費のライフサイクルを再設定する。

しかし、いくつかの要因によって家計と企業の貯蓄は完全には代替しないことが知られている。例えば、家計にとっては、消費の資産(wealth)弾力性の方が可処分所得弾力性よりも小さい可能性がある。株価の上昇よりも配当として手元の所得が増加する場合の方がより多く消費するというものである。それは、家計に流動性制約がある場合、株価の上昇を一時的なものに過ぎないと考える場合などが該当しよう。また、そのような場合でなくても、株式保有者が他の消費者よりも貯蓄性向が高いならば、富を個人から企業に再分配する外生的ショックが生じると総貯蓄は増える可能性がある。さらに、内部留保があっても企業価値には変化はない可能性がある。企業統治の問題があったり、新規投資プロジェクトを完全には観察することができなかつたりするためである(収益の少ない事業に投資してしまう場合、収益は多いはずだが情報の非対称性から市場を通じた資金調達が困難な場合など)。

結局は実証の問題だが、数少ない実証例の中では、家計貯蓄と企業貯蓄の不完全代替性を示すものが多い⁴⁴。

(2) 国民経済計算(SNA)上の「企業貯蓄」の定義から

IMF (2006b) はまた、SNAの定義の面から、企業貯蓄は増加が強調され、家計貯蓄は減少が強調される面があると指摘している。特に、「企業貯蓄」は、経済的観点からは不整合な箇所があり、次のような二つの調整が必要だとしている。第一に、利益剰余金(retained earning)は、名目債務のインフレによる実質的減少から生じる利益を含んでいない。この点を調整すれば企業貯蓄が増え企業債務が減る(特にインフレ傾向が強かった70~80年代は貯蓄増の方向に大きく修正される)。しかし、それでも非金融法人部門の2002~03年の超過貯蓄は歴史的に高レベルな水準であることは変わらない。第二は、年金基金の扱い方である。SNAでは、企業の年金基金は家計部門の資産に分類される。そのため、雇用主の保険料負担や基金の受け取る利子、配当はその年の家計部門の所得や貯蓄にカウントされる。これは負担面からは妥当な分類だが、受益面からは不適当な可能性もある。特に株価が好調で高利子だった90年代は、(必要な年金支払いのための)企業の保険料負担が軽減された。これは、個人の貯蓄率を下げ、企業の貯蓄率を上げるのに貢献した(同様に、2000年代初頭の株式市場の低迷は、逆の方向に働いた)。その他、「配当支払い」も「自社株買」も企業から家計への資本移転のチャンネルだが、SNA

⁴⁴ IMF(2006)では、Poterba(1987)の研究(Poterba, James(1987), "Tax Policy and Corporate Saving", in Brookings Papers on Economic Activity: 2, Brookings Institution)で、アメリカの民間総貯蓄のうち、家計貯蓄が0.50~0.75ドル減少した時に、企業貯蓄は0.25~0.50ドルしか上昇しなかった例を挙げている。

では、前者だけが企業部門の貯蓄減につながる点にも留意が必要である。このような取り扱いは、経済理論とも整合しており、自社株買のように家計にとっての一つの資産（この場合は株）を別の資産（この場合は現金）に交換することは、資本蓄積をファイナンスする所得の総量（すなわち貯蓄）を変えることはないからである。しかし、流動性制約やエージェンシー問題がある場合には、企業の究極的所有者は株主であるとする“Piercing the Corporate Veil”は不完全な認識となり、家計部門への資源移動は個人消費を増やし民間貯蓄全体を減らす可能性がある。

以上のように、日本の経常収支黒字の裏にある国内貯蓄 - 投資バランスについては、政策的に財政赤字を解消することを前提として、家計部門の貯蓄低下は長期的に続くであろうこと、企業部門の超過貯蓄は内需主導の景気回復が続くにつれ、やや解消されようが、かつてほどには貯蓄不足にはならないこと、というのが中期的趨勢の一つのシナリオである。その際には、対外部門のバランス、すなわち経常収支は、民間部門（家計 + 企業）と政府部門のバランス変化の動きが相殺することになるので、それほど大きくは変わらない可能性がある。その意味では、経常収支黒字構造という、円高構造も簡単には解消しない可能性が高いのではないか。

4 まとめ

本稿では、最近の円安の背景や課題、かつての円高構造の背景とその変化について検討した。

円ドルレートは、PPPで測った場合、既に均衡水準にまで戻ったかあるいはやや円安傾向になっており、経常収支黒字の拡大傾向からも、円高に反転するファンダメンタルズは整ってきている。円安傾向が持続的であるのは、デフレ払拭の不透明性と低金利政策の長期化を背景に長期的な円安期待が市場に織り込まれていることと、低金利を背景に円キャリートレードなどの対外投資が家計も巻き込んで活発化していることなどが影響している。しかし、円高反転すれば、輸出採算の悪化だけでなく、外貨準備のキャピタルロスなど、円安局面で累積してきたものの副作用も現れる可能性がある。2月末以降の円高は調整の表れであったかもしれないが、上記の背景事情には2007年4月現在では根本的な変化はまだ見られない。また、我が国の経常収支構造は、為替レートの経常収支調整能力という価格要因の面からは、2000年代初頭までの純輸出抑制的な方向への構造変化が、少なくとも円安の純輸出拡大機能強化へと巻き戻しが起こってきている。しかし、外需・内需への反応という所得要因の面からは、2000年代初頭までに見られた「内需への反応が相対的に強くなる方向への変化」は、巻き戻しまでは至っていない。

一方、かつての円高繰り返しの遠因の一つでもあった日本の重層的な産業構造は、大きな変化は見られない。電気機械などの少数の比較優位産業が依然として経済を牽引し、いざなぎ超えとは言え輸出の寄与が引き続き高い状況が続いている。サービス業などは日本経済のリストラ過程で他産業からの余剰人員の受け皿となった感さえある。今後は、幅広い裾野で、生産性向上と雇用確保を両立させた成長経路を探ることが必要である。特に、経済の成熟化故に需要の伸びが期待でき、また依然として生産性伸びが低い故に潜在的な成長可能性が高いと思われるサービス業等の非製造業部門での生産性向上を図ることが喫緊の課題であろう。

円高構造の背景として指摘されてきた第二の要因である、国内貯蓄・投資バランスについては、部門別では家計部門の黒字縮小、企業部門の黒字化、政府部門の赤字化という変化は見られるが、超過貯蓄状況には変化はない。家計部門の黒字縮小にはバブル崩壊後の所得・雇用環境の悪化を背景とした貯蓄減少の要因も大きく最近の景気回復は貯蓄率の下支えに寄与するだろうが、長期的には少子高齢化が進展することで貯蓄率は低迷が続くであろう。企業部門の貯蓄超過は、バランスシート調整の影響が大きく景気回復後の巻き戻しもあるだろうが、国際的に見ても、企業の財務体質強化嗜好、海外投資の拡大、最適なキャッシュフロー水準の高まりといった企業の経営環境の変化が見られ、かつてのように企業部門が大幅赤字となる可能性は低いだろう。政府部門が財政赤字の解消を進めていることを考え合わせれば、国内投資・貯蓄バランスは全体としては、それほど大きくは変わらず、経常収支黒字という円高構造も簡単には解消しない可能性が高い。

なお、本文では言及しなかったが、日本経済のドル依存構造を変えるというイシューも、長期的課題として検討する必要がある。本稿で述べた為替レートの議論の多くは、国際的な取引でドルとの通貨交換が必要な部分が多いことから生じているとも考えられる。かつてと比べれば円建て取引も増えているとは言え、例えば、日本の輸出は、2006年でも7割弱は外貨建て、その内大部分（全体では5割強）はドル建て契約であるため（輸入はさらに外貨建て割合、ドル建て割合が高い）（日本銀行「輸出入物価指数の契約通貨別構成比（2007年2月15日）」）、為替リスクが伴う。それが、マッキノン＝大野が「円高シンドローム」と呼ぶような政治的な背景から生じる場合には、実体経済に与える歪みは大きい（長期に渡るミスアラインメント等）。また、中長期的な円高持続という形での為替レート安定が所与の制約条件となるならば、国際金融のトリレンマが想定するように、国内の金融政策の自立性が損なわれることにもつながるという主張もある（安達2005、2007）。このため、円の国際化、あるいはアジア共通通貨構想といった、ドル依存構造からの脱却は一つの魅力的な方策である。特に後者については、アジア域内債券市場の発展と併せて、所謂グローバルインバランス、すなわちアジアの豊富な資金が域内に直接投下されるよりも、米国債投資等を通じ米国市場を一旦経由して直接投資等の危険資金として戻ってくる（その過程で、米国の経常収支赤字、財政赤字をファイナンスし持続させている）という構造を解消し、アジア域内の自立的な資金循環を育成して持続的な経済成長の基盤を形成する上でも、重要な点であることを指摘しておきたい。

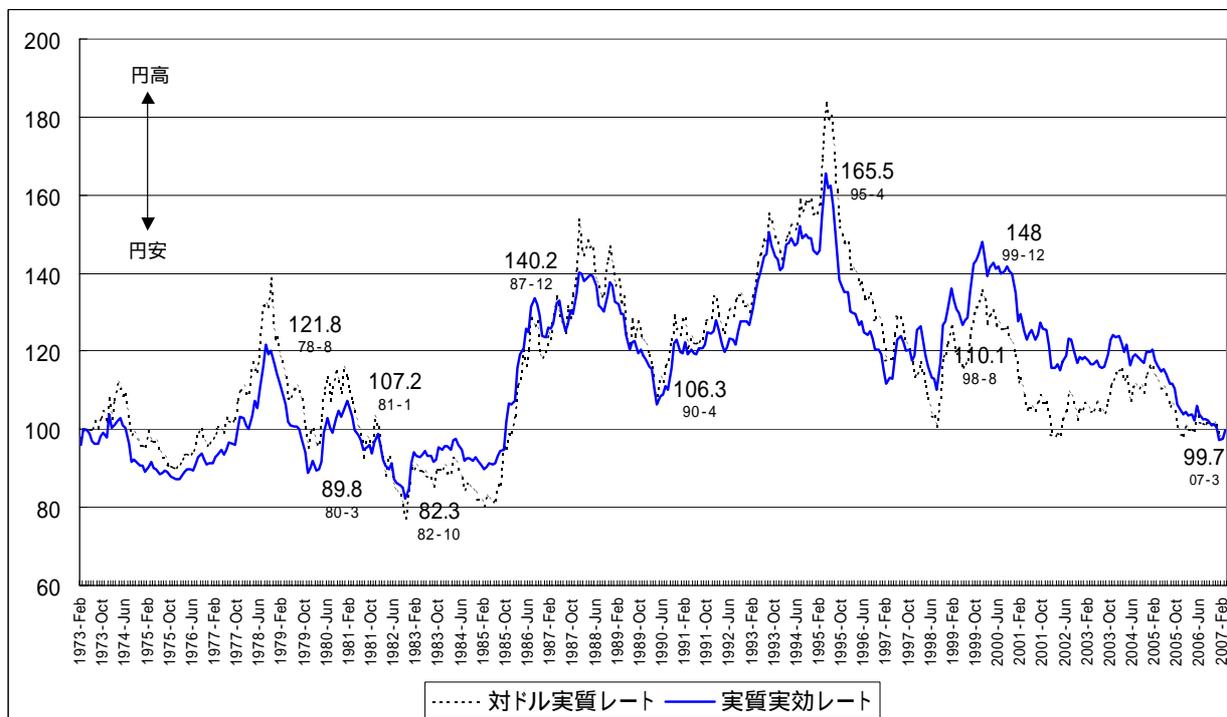
（以上）

< 参考文献 >

- 安達誠司 (2007) 「円の足枷 日本経済「完全復活」への道筋」(東洋経済新報社)
- 安達誠司 (2005) 「デフレは終るのか」(東洋経済新報社)
- 大谷聡、白塚重典、代田豊一郎 (2003), 「為替レートのパス・スルー低下：我が国輸入物価による検証」, 日本銀行金融研究所ディスカッションペーパー2003-J-8
(<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/jdps/2003/03-J-08.pdf>)
- 大濱裕 (1995) 「21世紀に「共生」する日本のビジョン 「共生」する「日本型経済システム」の構築と課題」ESP, 1995年12月号
- 小川英治 (2006) 「世界一！ 中国外貨準備残高「1兆ドル」の謎」ビジネススクール流知的武装講座2006年12月18日号 (<http://www.president.co.jp/pre/20061218/002.html>)
- 嘉治佐保子 (2004) 「国際通貨体制の経済学 ユーロ・アジア・日本」(日本経済新聞社)
- 河合正弘 (1995) 「なぜ円高が起こるのか」, 河合正弘他編「円高はなぜ起こる 変動する為替レートと日本経済」所収
- 河合正弘、通産省通商産業研究所 (1995) 「円高はなぜ起こる 変動する為替レートと日本経済」(東洋経済新報社)
- 河越正明 (2005)
- 熊野英生 (2007) 「「利上げ」で幕開ける円高反動と資金シフト」, エコノミスト2007.1.9号所収
- 経済企画庁 (1996) 「平成8年 経済白書」
- 経済産業省 (2003) 「労働生産性からみた生産現場の効率化の状況」(「平成15年年間回顧 産業活動分析」所収)
- 児玉俊洋・樋口美雄 (2005) 「データに表れた雇用構造の変化を読み解く」(樋口美雄・児玉俊洋・阿部正浩 (2005) 「労働市場設計の経済分析 - マッチング機能の強化に向けて」所収)
- 小峰隆夫 (2007) 「「円安景気」の果実を社員に広げよ」, エコノミスト臨時増刊2/12号「図説日本経済2007」所収
- 小宮隆太郎・森川正之 (1995) 「為替レートはどう決まるか」, 河合正弘他編「円高はなぜ起こる 変動する為替レートと日本経済」所収
- 齊藤誠 (2006) 「成長信仰の桎梏 消費重視のマクロ経済学」(勁草書房)
- 貞廣彰 (2005) 「戦後日本のマクロ経済分析」(東洋経済新報社)
- 白井早由里 (2002) 「入門 現代の国際金融 検証 経済危機と為替制度」(東洋経済新報社)
- 菅野雅明・佐々木融 (2006) 「円安の自己増殖 危険水域」, 日本経済新聞 (2006年12月1日) 「経済教室」にて掲載
- 高木信二 (2006) 「入門 国際金融 (第3版)」(日本評論社)
- 田中泰輔 (2007) 「為替の攪乱要因か 誤解だらけの「円キャリー取引」」エコノミスト2007.4.10号所収
- 内閣府 (2006) 「日本経済2006 2007」(内閣府政策統括官室 (経済財政分析担当) 編)
- 内閣府 (2005a) 「世界経済の潮流2005年春」(内閣府政策統括官室 (経済財政分析担当) 編)

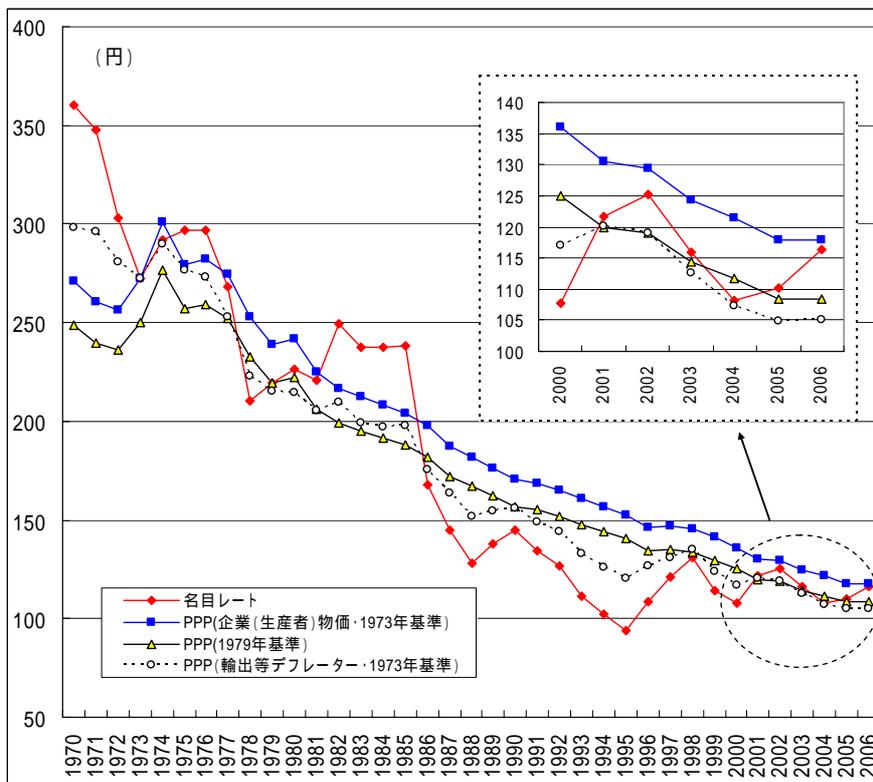
- 内閣府 (2005b) 「平成17年経済財政白書」
内閣府 (2004) 「平成16年経済財政白書」
西崎健司、須合智広 (2001) 「わが国における労働分配率についての一考察」日本銀行調査統計局Working Paper 01-8
根津利三郎 (2007) 「十分ある賃上げ余地 - 生産性の伸び高く、低い単位労働コスト注視」(日本経済新聞2007年3月26日「経済教室」掲載)
マッキノン, ロナルド、大野健一 (1998) 「ドルと円 日米通商摩擦と為替レートの政治経済学」(日本経済新聞社)
八代尚宏 (2006) 「「健全な市場社会」への戦略 カナダ型を目指して」(東洋経済新報社)
吉川洋 (1994) 「労働分配率と日本経済の成長・循環」, 石川経夫編 『日本の所得と富の分配』第4章 (東京大学出版会)
吉富勝 (1998) 「日本経済の真実 通説を超えて」(東洋経済新報社)
- Campa and Goldberg (2002), "Exchange Rate Pass-through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?" *NBER Working Paper Series*, No.8394.
(early versionは、<http://www.unc.edu/depts/econ/seminars/goldberg.pdf>)
Cavallo, Michele (2006), "Interest Rates, Carry Trades, and Exchange Rate Movements", *FRBSF ECONOMIC LETTER* Number 2006-31, November 17, 2006
Economist (2007), "Carry on Speculating", *Economist*, February 24th-March 2nd, 2007
Horioka, C. Y. (2002). "Are the Japanese Selfish, Altruistic or Dynastic?", *Japanese economic review*, Vol.53, No.1, pp26-54.
IMF (2007) "Global Financial Stability Report 2007 April"
IMF (2006a) "Global Financial Stability Report 2006 September"
IMF (2006b) "World Economic Outlook 2006 April"
Katayama, Kentaro (2006) "Why Does Japan's Saving Rate Decline So Rapidly?", *PRI Discussion Paper Series* (No.06A-30)
Meese, Richard A. and Kenneth Rogoff (1983) "Empirical exchange rate models of the seventies : Do they fit out of sample?" *Journal of International Economics*, Vol.13, pp.3-24.

図表1 円の実質実効レート、対ドル実質レートの推移（1973年3月＝100）



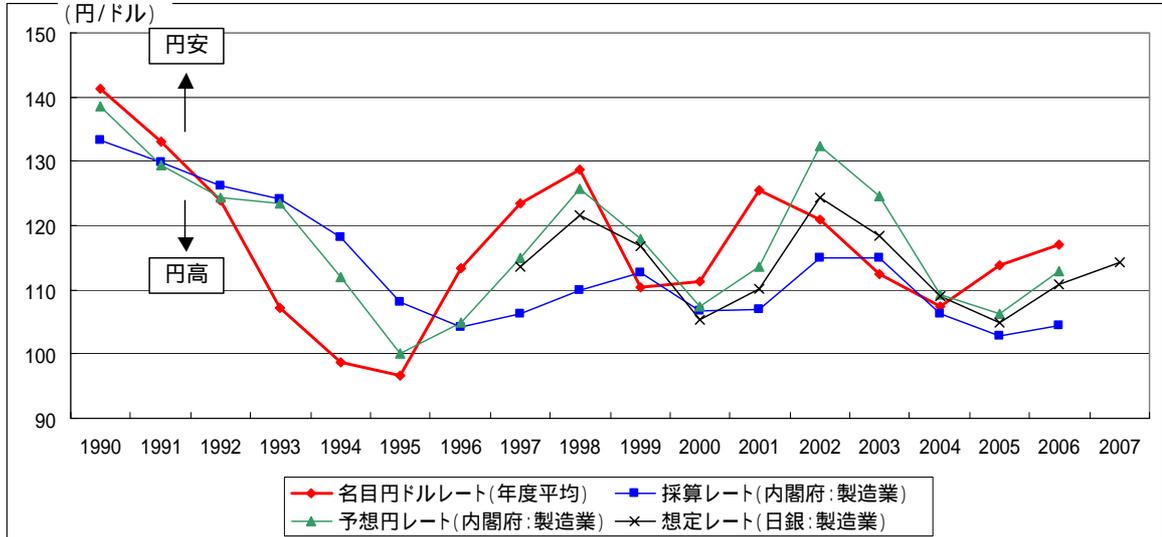
(出所) 実質実効レートは、日本銀行ホームページ。対ドル実質レートは、月中平均レートを日本の企業国内物価と米国の生産者物価（完成品）で実質化。
 (注) 対ドルレートの原データは、1992年8月までは月末値。

図表2 均衡為替レートの推移：均衡水準への回帰、安すぎもしない



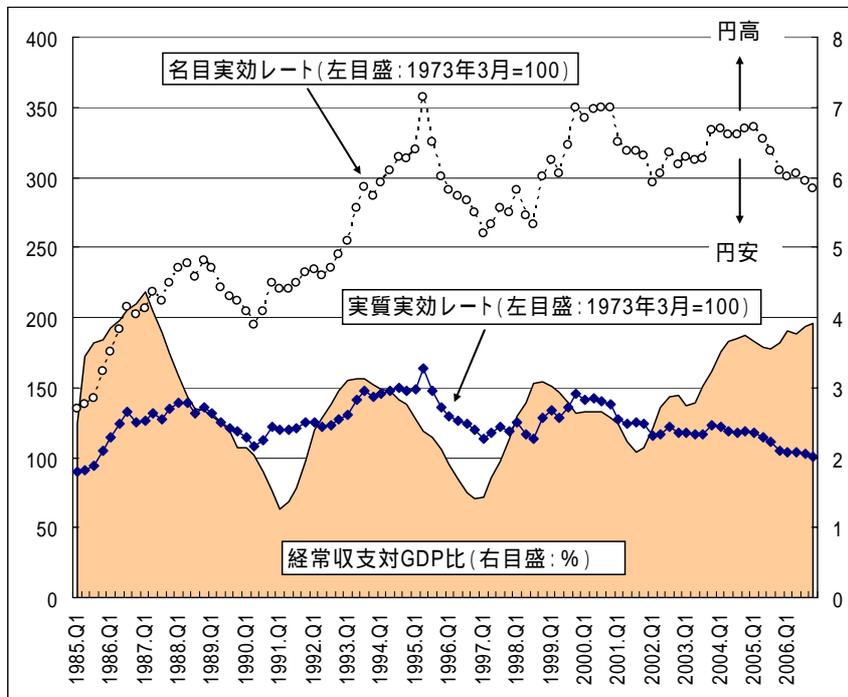
(出所) 日本銀行統計より作成。
 (注) 円表示の円ドルレートであり、値が小さいほど円高を表す。

図表3 近年の実勢レートは企業の想定するレートよりも低い
但し、想定は実勢を後追いするもの



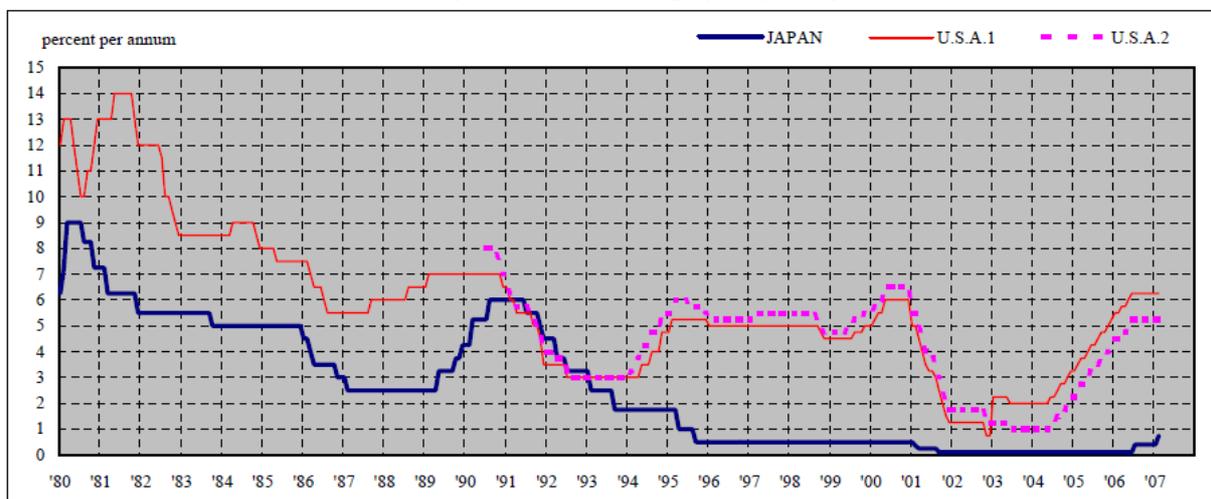
(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、日本銀行「短観」より作成。
 (注) 「予想円レート」は、同年1月の調査で1年後の予想を聞いたもの。
 「採算レート」は、同年1月の調査時点で採算のとれるレートを聞いたもの。
 日本銀行(短観)の「想定レート」は、同年3月の時点で同年4月からの年度計画における想定レートを聞いたもの。

図表4 経常収支黒字化→円高→経常収支黒字縮小の因果？
今期の黒字化過程は長期



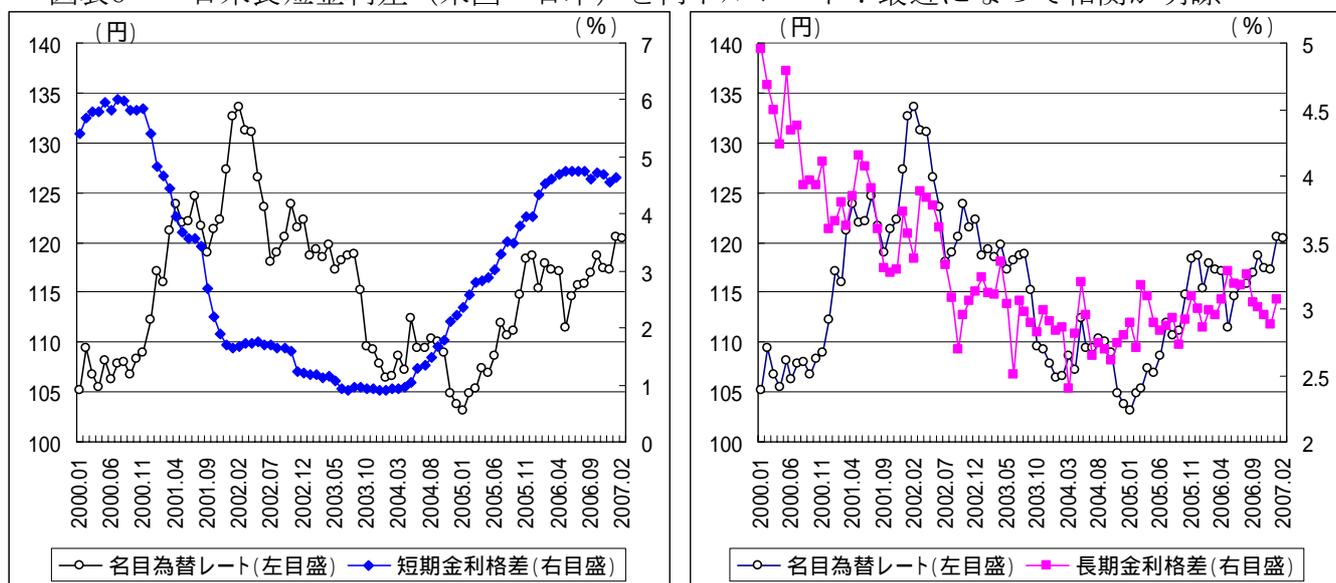
(出所) 日本銀行HP、財務省HPのデータより作成。
 (注) 「経常収支対GDP比」は後方4期移動平均。

図表5 日米金利差は、日本の緩和持続、米国の引締めにより拡大



(出所)内閣府経済社会総合研究所HP「グラフが語る日米比較」
 (<http://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/data/p022.pdf>)より抜粋。
 (注)Japan: 公定歩合(月末値)
 U.S.A.1: 公定歩合(月末値) 1980/1~2002/12: Discount window borrowing (discontinued)
 2003/1~: Discount window primary credit
 U.S.A.2: Federal Fund レート誘導目標(月末値)

図表6 日米長短金利差(米国-日本)と円ドルレート:最近になって相関が明瞭



(出所) 日本銀行の統計より作成。
 (注) 1. 名目為替レートは円表示(大きいほど円安)
 2. 日米金利差は「米国-日本」の数値。

図表7 アセットアプローチ的為替レート関数
：2000年代に入って、金利要因のみ理論と整合的

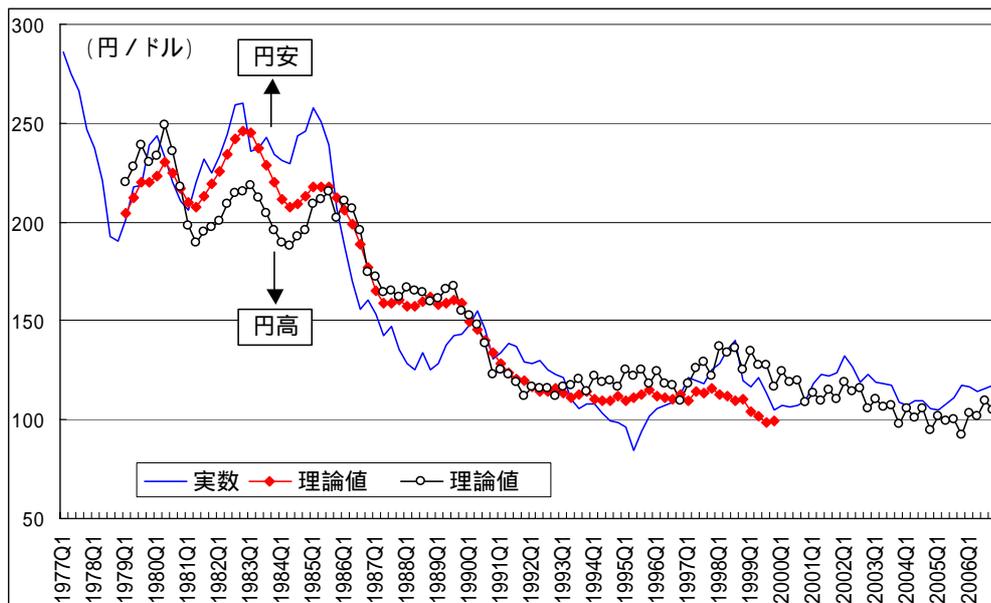
	1977Q1-1999Q4		1977Q1-2006Q4	
	係数	t値	係数	t値
定数項	462.29	(24.37)	371.81	(21.72)
日米相対物価	1.14	(3.27)	2.74	(8.62)
日米金利差 (*8期70の'計)	-7.10	(-6.40)	-7.11	(-5.45)
累積経常収支対GDP比	-0.23	(-1.83)	0.48	(4.90)
Adjusted R-square	0.873		0.797	

- (注) 1. 想定している理論式は、

$$i = i^* + 100(ER^e - ER) / ER - RP$$
i: 米国金利(%), *i**: 日本金利(%), *ER*^e: 期待為替レート(円/ドル)、
ER: 現実の為替レート(円/ドル)、*RP*: 外貨のリスクプレミア
これを、変形した以下の為替レート関数を基礎にしている。

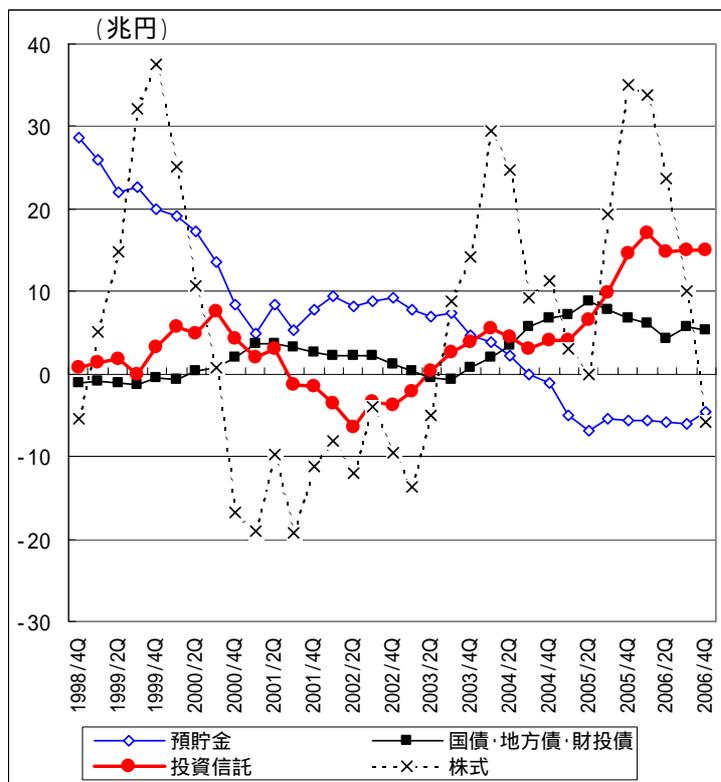
$$ER = ER^e / (i/100 - i^*/100 + 1 + RP/100)$$
2. 変数の補足説明
(1) 被説明変数は、円ドルレートの対数値。(log (円ドルレート) * 100)
(2) 日米相対物価は対数値。(log (日本の国内企業物価 / 米国の生産者物価) * 100)
(3) 日米金利差は「日本の長期金利－米国の長期金利」(%)。8期ラグで、
アーモンラグ法を用いた(2次多項式、右端ゼロ制約あり)係数の合計値を記入。
(4) 累積経常収支対GDP比は、1977年第1四半期から経常収支を積み上げ、
名目GDPで除したもの(%)。

図表8 最近の為替レートは、理論値よりも円安

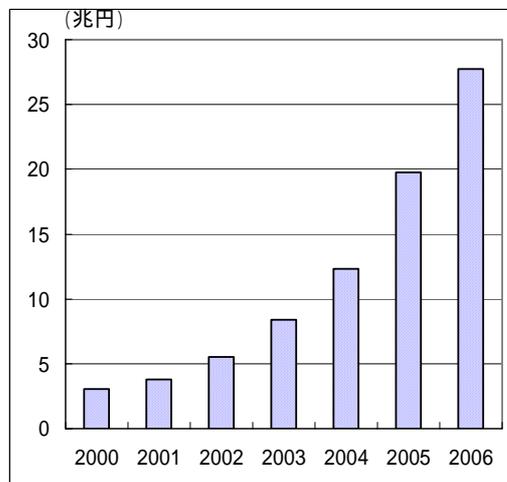


- (注) 理論値①は、推計期間 1977Q1～1999Q4 の推計値。
理論値②は、推計期間 1977Q1～2006Q4 の推計値。

図表9 家計資産の形態別残高の前年差：減る預貯金、増える投資信託・国債等



契約型公募投資信託(外貨建て分)の年末残高

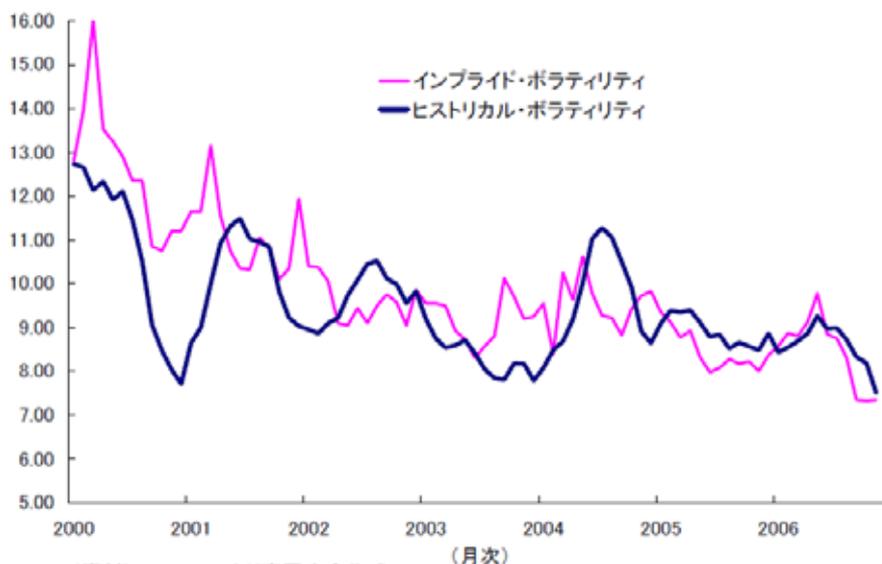


	(億円)		
	外貨建て分	その他	シェア(%)
2000	30,590	493,992	6.2
2001	37,779	452,807	8.3
2002	55,230	360,160	15.3
2003	83,815	374,356	22.4
2004	123,083	409,967	30.0
2005	197,500	553,476	35.7
2006	277,216	689,276	40.2

(出所) (社)投資信託協会HPの統計資料より作成。

(出所) 日本銀行「資金循環(四半期計数・ストック)」から作成。

図表10 円ドルレート(6ヶ月物)のボラティリティの推移：為替変動リスクが低下

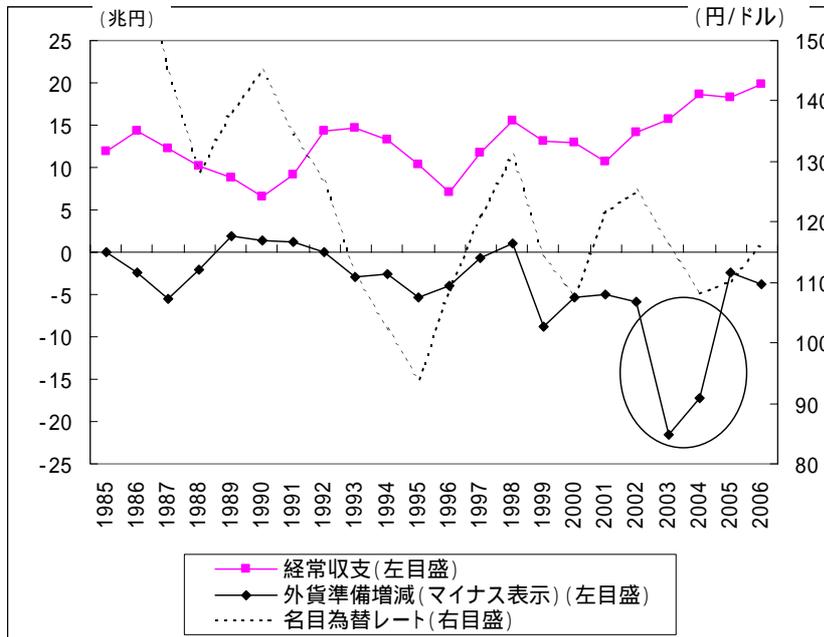


(資料) Bloombergより富国生命作成

(出所) 小野寺勇介「円安」についての考察(富国生命マンスリーエコノミックレポート 2007年2月号所収)より抜粋。

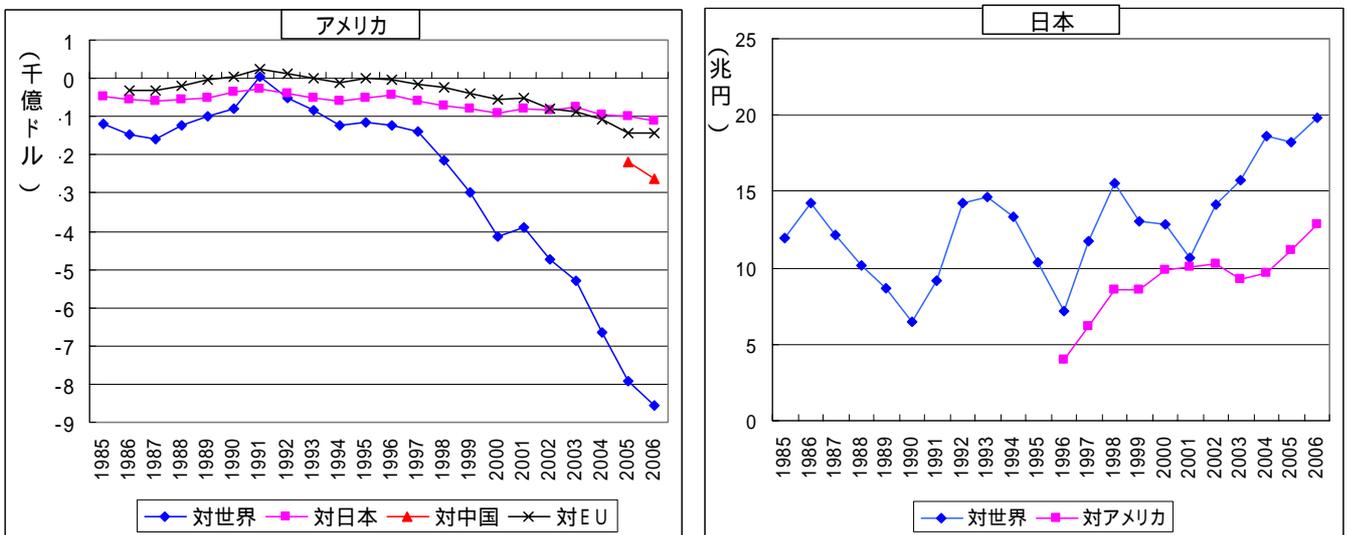
(注) ここでは「ボラティリティ」とは、為替レートの変動率を表す。ヒストリカル・ボラティリティとは、過去の為替レートの変動の実績を表し、インプライド・ボラティリティとは、オプション料から計算される値で、市場が今後どの程度の為替変動を見込んでいるかを表すとされる。

図表11 外貨準備の増加(≒ドル買・円売り介入)後に円安反転？



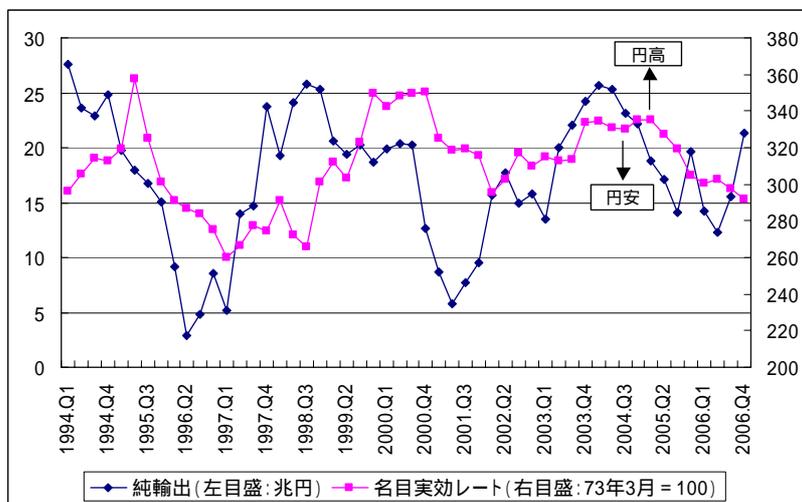
(出所)財務省、日本銀行の統計より作成。

図表12 日米の地域別経常収支：米国の対日赤字の相対的規模は縮小(中国の半分以下)



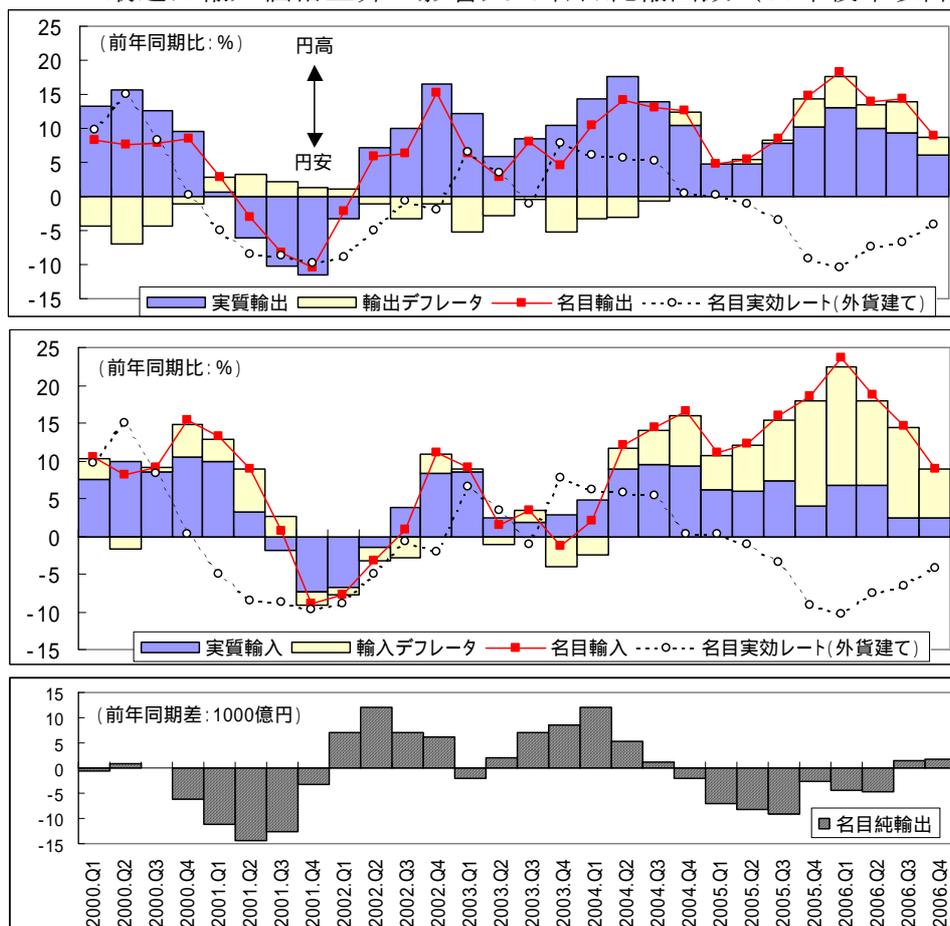
(出所)アメリカ: Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce 統計資料,
 日本: 財務省統計統計 より作成。

図表13 為替レートの円安（円高）後、ラグを伴い純輸出額増加（減少）（Jカーブ効果）



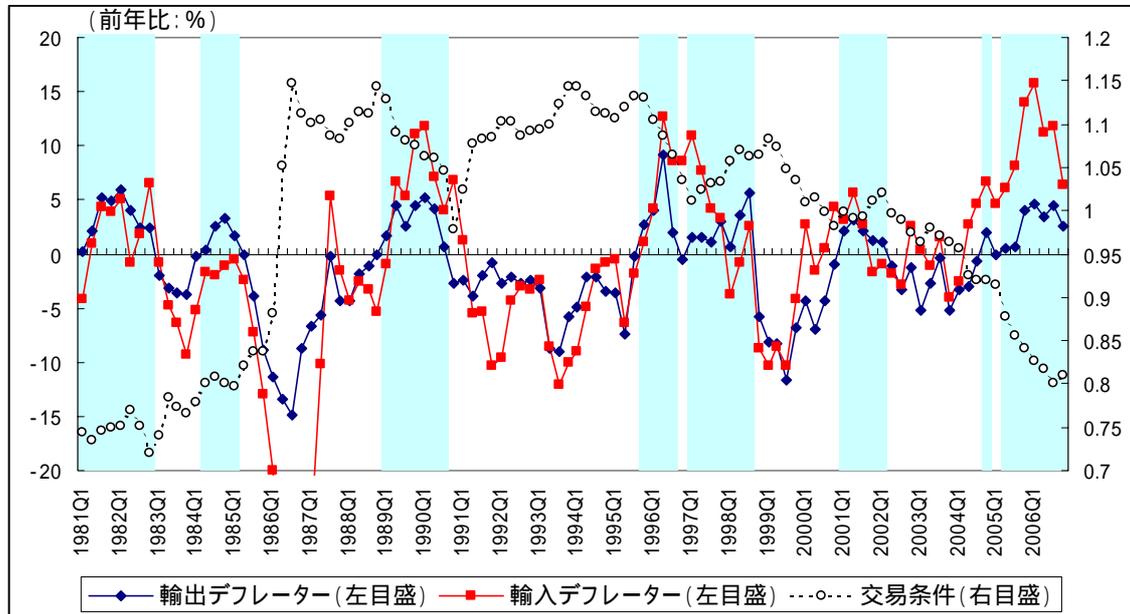
(出所)内閣府「国民経済計算」、日本銀行統計資料より作成。

図表14 実質輸出増は顕著かつ持続的、最近輸入価格上昇の影響大で名目純輸出減（06年後半以降は増）



(出所)内閣府「国民経済計算」、日本銀行統計資料より作成。

図表15 交易条件：90年代前半以前は円高期に改善・円安期に悪化、一次傾向逆転、
 今次の円安期は輸入価格上昇で急速に悪化



(出所) 内閣府「国民経済計算」より作成。

(注) 交易条件=輸出デフレーター/輸入デフレーター (各々2000年=100)

シャドー部分は円安局面。

図表16 為替レート要因は、輸出価格でやや低下、輸入価格でやや上昇

変数	輸出価格関数				輸入価格関数			
	1987Q1～1996Q4		1997Q1～2006Q4		1987Q1～1996Q4		1997Q1～2006Q4	
	係数	t-値	係数	t-値	係数	t-値	係数	t-値
為替レート要因	0.469	(26.28)	0.461	(10.93)	0.461	(7.72)	0.489	(7.22)
ラグ1	-0.070	(-3.58)	-0.071	(-1.71)				
ラグ2	-0.037	(-2.06)	-0.086	(-2.14)				
円安ダミー	0.000	(-0.01)	0.001	(1.17)	-0.004	(-2.12)	0.000	(0.18)
ラグ1	0.000	(-0.43)	0.001	(0.92)				
ラグ2	-0.001	(-1.91)	0.001	(0.80)				
国内物価要因	0.371	(2.75)	0.445	(1.87)	1.142	(2.08)	1.531	(3.90)
定数項	1.262	(2.13)	1.137	(1.01)	-2.901	(-1.14)	-4.663	(-2.54)
Adjusted R ²	0.968		0.992		0.958		0.924	

(注) 1. 平成16年経済財政白書を参考に、以下の推計式を用いた。

輸出価格推計式： $\ln(\text{EXP}) = \text{定数項} + \alpha \ln(\text{NEER}) + \beta \text{Dln}(\text{NEER}) + \gamma \ln(\text{WPIJ})$

輸入価格推計式： $\ln(\text{IMP}) = \text{定数項} + \alpha \ln(\text{NEER}) + \beta \text{Dln}(\text{NEER}) + \gamma \ln(\text{WPIJ})$

EXP：輸出デフレーター（円建て）

IMP：輸入デフレーター（円建て）

NEER：名目実効為替レート（外貨建て（大きいほど円安））

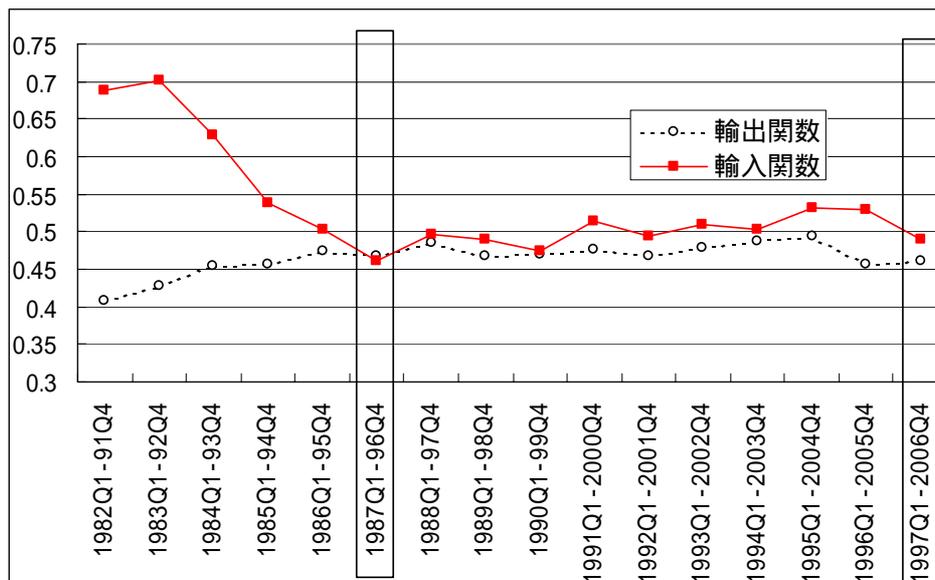
WPIJ：日本の企業物価指数

D：円安局面ダミー

2. 誤差項に1階の系列相関を仮定。

図表17 80年代前半以降の為替レート要因の影響度

：輸出では微増から微減へ、輸入では急低下後に微増、最近は両者とも微減



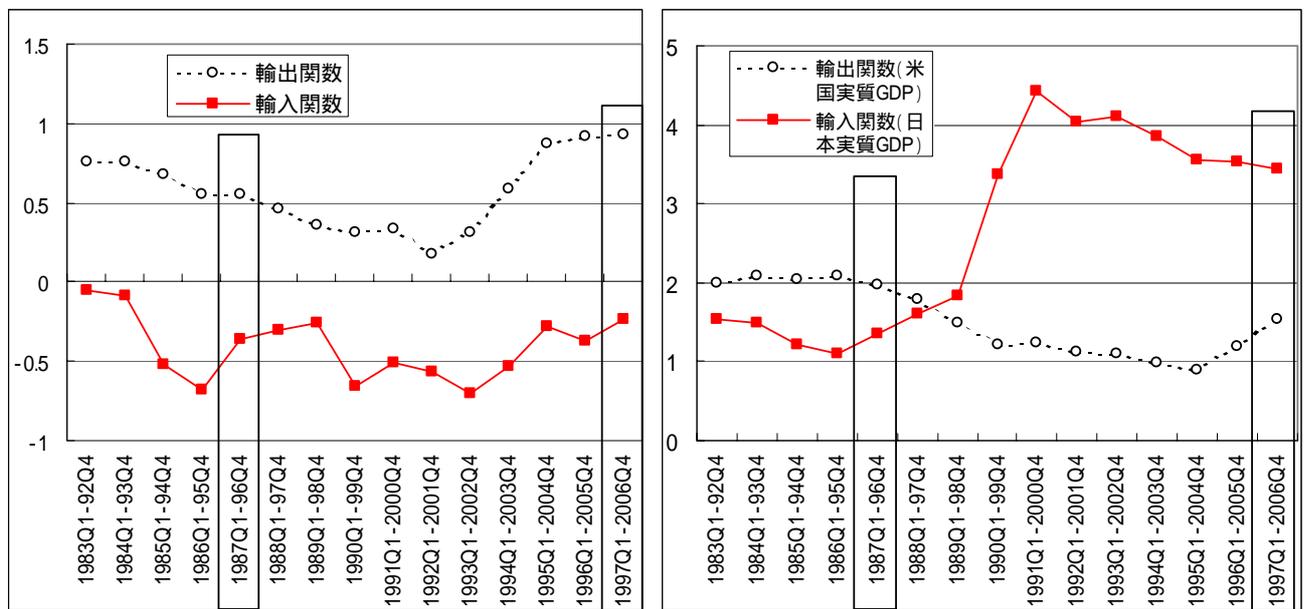
(注) 輸出入価格関数について、10年間の推計期間を1年ずつずらしながら推計し、各々の名目実効為替レート項の係数を図示。

図表18 輸出では価格要因の影響度上昇、輸入関数では所得要因の影響度上昇

変数	輸出関数				輸入関数			
	1987Q1～1996Q4		1997Q1～2006Q4		1987Q1～1996Q4		1997Q1～2006Q4	
	係数	t-値	係数	t-値	係数	t-値	係数	t-値
価格要因(=価格弾力性)	0.556	(4.89)	0.924	(4.544)	-0.363	(-1.54)	-0.240	(-0.88)
価格要因の円安ダミー	-0.010	(-1.97)	-0.013	(-1.64)	-0.062	(-0.20)	-0.007	(-0.30)
所得要因(=所得弾力性)	1.978	(21.10)	1.540	(9.37)	1.355	(4.75)	3.437	(12.55)
定数項	-11.060	(-8.83)	-8.956	(-8.32)	-8.551	(-2.29)	-35.746	(-9.95)
Adjusted R ²	0.946		0.910		0.928		0.944	

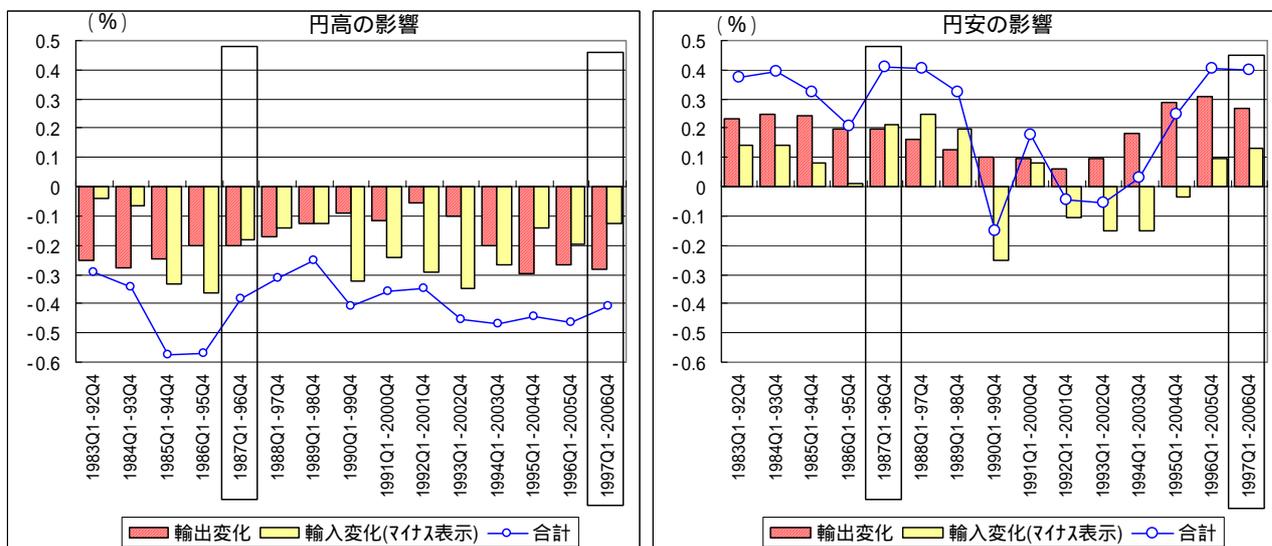
- (注) 1. 平成 16 年経済財政白書を参考に、以下の推計式を用いた。
 輸出推計式： $\ln(\text{REX}) = \text{定数項} + \alpha \ln(\text{EER}) + \beta \text{Dln}(\text{EER}) + \gamma \ln(\text{USRGDP})$
 輸入推計式： $\ln(\text{RIM}) = \text{定数項} + \alpha \ln(\text{IMP/GDPDF}) + \beta \text{Dln}(\text{IMP/GDPDF}) + \gamma \ln(\text{JPRGDP})$
 REX：実質輸出
 EER：実質実効為替レート（外貨建て（大きいほど円安））
 USRGDP：米国の季節調整済み実質 GDP
 IMP：輸入デフレーター
 GDPDF：GDP デフレーター
 JPRGDP：日本の季節調整済み実質 GDP
 D：円安局面ダミー
2. 「価格要因」は、輸出関数では $\ln(\text{EER})$ 、輸入関数では $\ln(\text{IMP/GDPDF})$ 。
 「所得要因」は、輸出関数では $\ln(\text{USRGDP})$ 、輸入関数では $\ln(\text{JPRGDP})$ 。
 3. 「価格要因」及び「円安ダミー」は、輸出関数は 5 期ラグ、輸入関数は 8 期ラグのアーモンラグ法（2 次多項式、右端ゼロの制約）を用いて推計した係数の合計を表記している。

図表19 80年代前半以降の価格要因（下左図）、所得要因（下右図）の影響度の推移



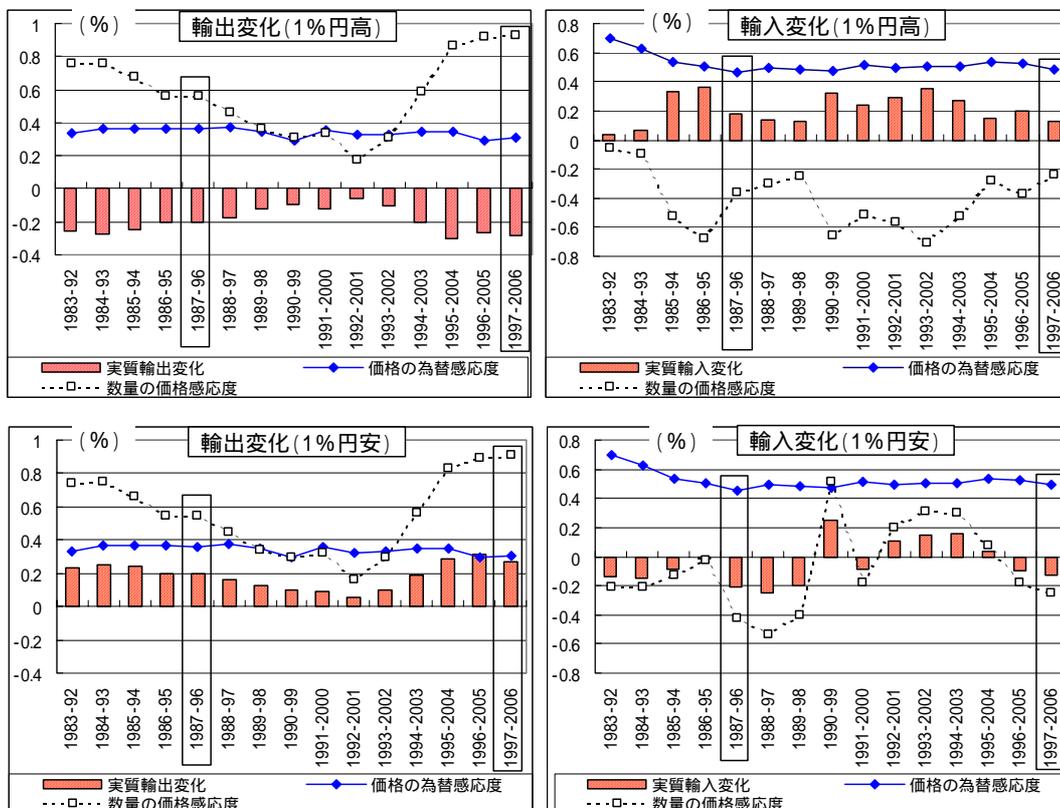
(注) 輸出入関数について、10 年間の推計期間を 1 年ずつずらしながら推計し、各々の価格要因項（左図）、所得要因項（右図）の係数を図示。

図表20 為替レート変化の純輸出への影響



- (注) 1. 既述の輸出入関数を 80 年代初頭まで遡って、10 年間の推計期間を 1 年ずつずらしながら推計した結果を利用。
 2. 名目実効レート 1% の円高・円安がそれぞれ輸出入を何% 変化させるかを試算したもの。
 2. 純輸出への影響なので、輸入は増えた場合にはマイナスに、減った場合にはプラスになるように表示している。

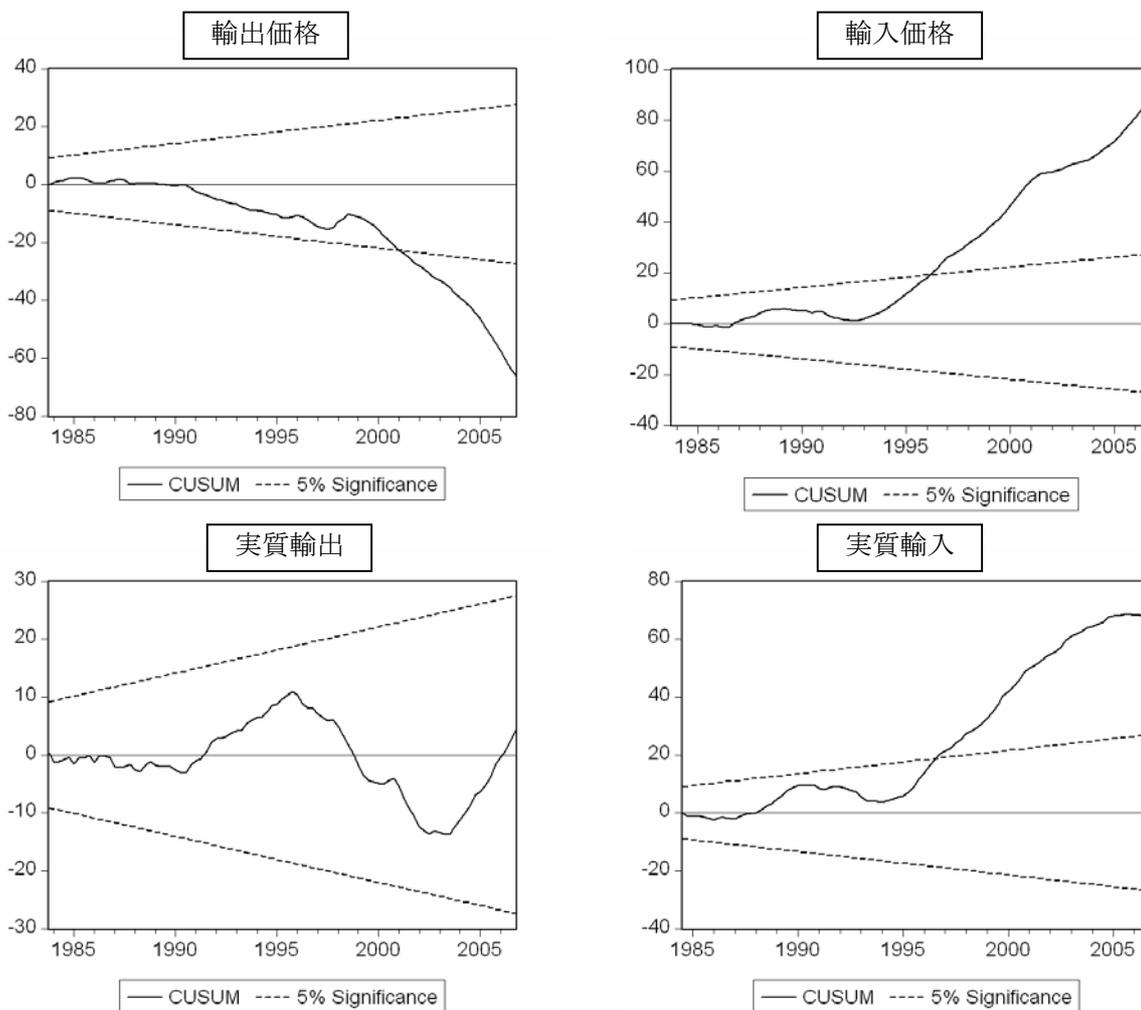
(参考) 為替レート変化に対する実質輸出入の反応度



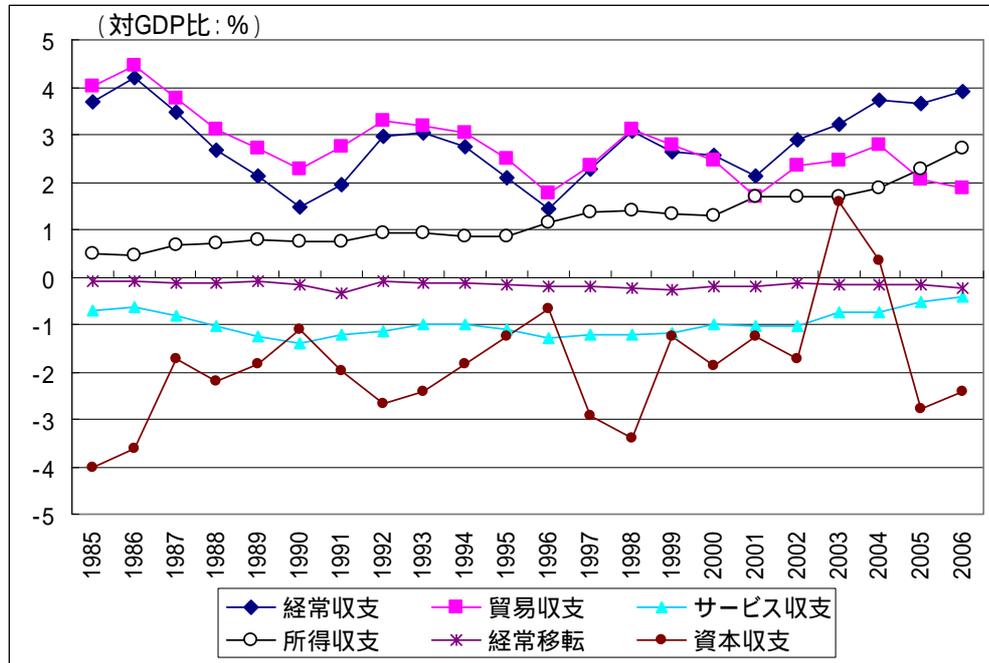
- (注) 1. 上図の実質輸出入への影響を、為替レートの輸出入価格への影響度（価格の為替感応度）と輸出入価格の実質輸出入への影響度（数量の価格感応度）に分けて表示したもの。
 2. 実質輸入も増えればプラス、減ればマイナスとなるように表示。

付図 輸出価格関数、輸入価格関数、実質輸出関数、実質輸入関数のCUSUMテスト

: 輸出価格関数の構造変化は2000年過ぎ頃だが、輸入価格関数、実質輸入関数は1996年過ぎに構造変化が確認される。

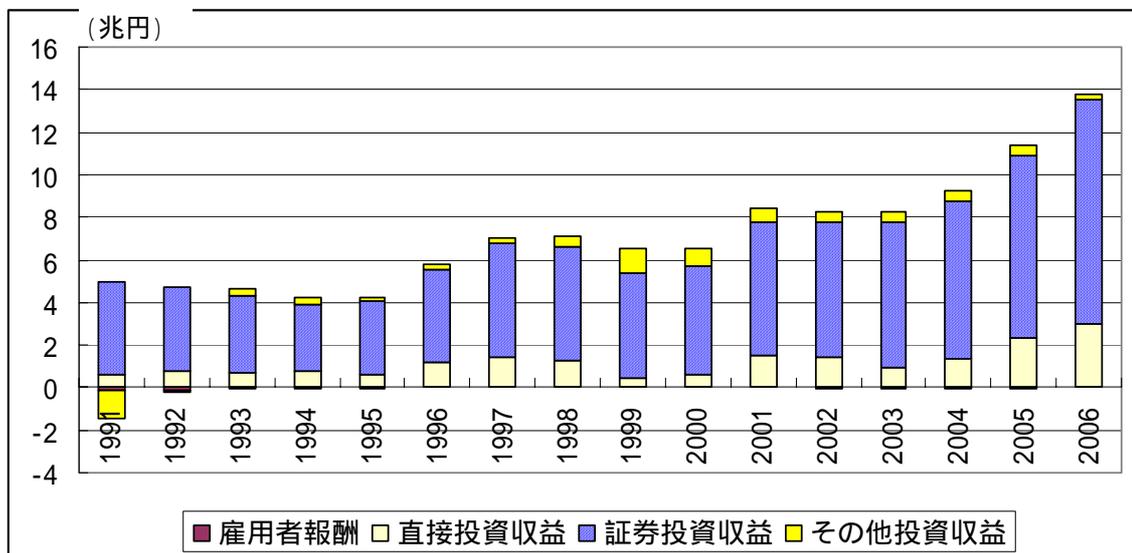


図表21 経常収支と貿易収支が乖離、所得収支が貿易収支を上回る



(出所) 財務省統計資料より作成。

図表22 所得収支の大部分は、証券投資収益が占める



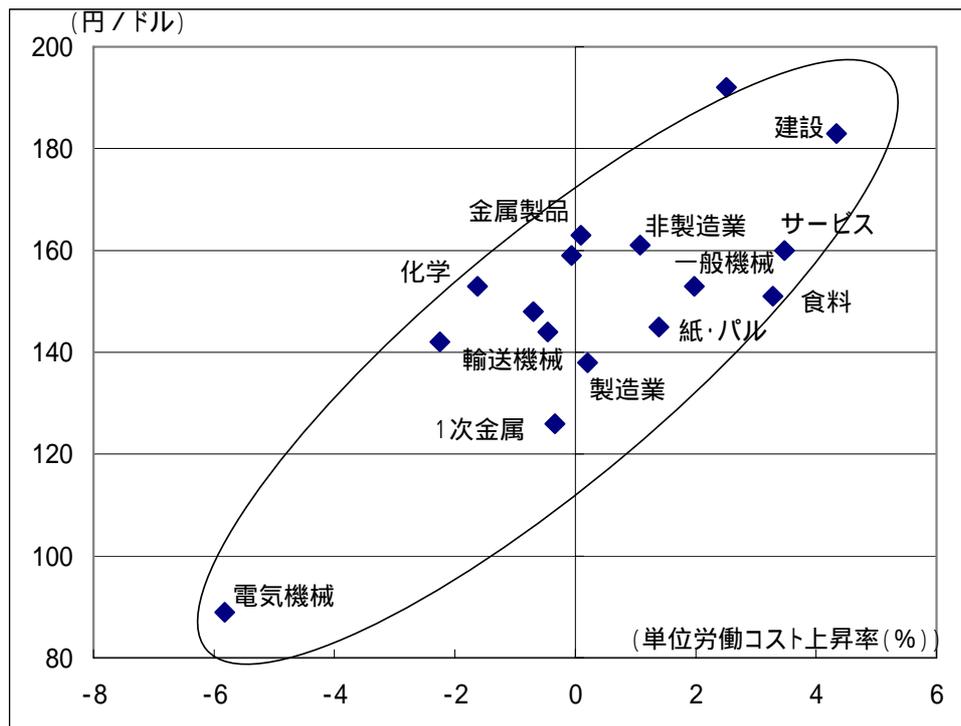
(出所) 財務省統計資料より作成。

図表23 産業別均衡レートの推移と産業構造の変化

1977	1980	1985	1987	1990	1995	1998	2002
電気機械 190	電気機械 156	電気機械 126	電気機械 115	電気機械 98	電気機械 89	電気機械 95	電気機械 99
食料 202	食料 175	一般機械 173	名目レート 145	名目レート 145	名目レート 94	1次金属 126	石油石炭製品 116
石油石炭製品 215	一般機械 182	製造業 180	製造業 168	製造業 153	石油石炭製品 123	名目レート 131	パルプ紙 121
一般機械 224	製造業 205	食料 181	石油石炭製品 168	石油石炭製品 155	1次金属 126	製造業 132	1次金属 122
製造業 235	名目レート 226	1次金属 203	食料 169	食料 158	製造業 138	食料 136	製造業 122
繊維 253	繊維 228	繊維 208	1次金属 174	1次金属 165	輸送機械 144	非製造業 137	非製造業 122
名目レート 268	1次金属 233	金属製品 209	一般機械 185	一般機械 170	パルプ紙 145	輸送機械 138	輸送機械 122
1次金属 279	石油石炭製品 234	輸送機械 212	繊維 189	パルプ紙 170	繊維 148	パルプ紙 138	食料 123
金属製品 293	金属製品 249	石油石炭製品 217	パルプ紙 198	非製造業 177	食料 151	化学 142	名目レート 125
輸送機械 297	輸送機械 266	パルプ紙 223	輸送機械 199	繊維 178	一般機械 153	一般機械 144	化学 130
パルプ紙 299	パルプ紙 271	名目レート 238	金属製品 201	金属製品 179	化学 153	金属製品 145	一般機械 134
化学 337	化学 307	化学 239	化学 209	輸送機械 185	非製造業 161	繊維 147	金属製品 140
				化学 186	金属製品 163	石油石炭製品 150	繊維 144

(出所) 貞広(2005)の表4-3-1の産業別均衡レートを、各年ごとに小さい順(均衡レート水準がより円高の順)に並べ、名目を替レートを挿入したもの。
 (注) 製造業平均よりも円高水準の均衡レートである産業は比較優位があると言える(名目を替レートよりも高い均衡レートを持つ産業は「絶対優位」があると言える)。また、製造業(平均)よりも優位な産業が少ないほど、比較優位の集中度合いが高い産業構造と言える(例えば、80年代末から90年代前半は、電気機械のみがスーパー比較優位産業とも言える状態)。

図表24 産業別の均衡レートが高いほど単位労働コストの下落も大きい



(注) 縦軸の産業別均衡レートは1995年の値、横軸の単位労働コストは1985-95年の平均上昇率(年率)。(1985-90年(平成2年基準68SNA)と1990-95年(平成7年基準93SNA)を接続)

(出所) 貞広(2005)を参考に、内閣府「国民経済計算年報」より作成

図表25 産業別の単位労働コスト、労働生産性、雇用者報酬

(年率%)

経済活動の種類	単位労働コスト				労働生産性				雇用者報酬			
	1985 -90	1990 -95	1995 -2000	2000 -05	1985 -90	1990 -95	1995 -2000	2000 -05	1985 -90	1990 -95	1995 -2000	2000 -05
産業	0.1	1.0	-1.4	-2.7	4.1	0.9	1.3	1.6	4.2	1.9	-0.1	-1.1
製造業	0.2	0.2	-3.0	-3.3	4.0	1.9	4.0	3.9	4.2	2.2	0.9	0.5
食料品	6.3	0.2	1.0	1.6	-1.0	1.3	-1.6	0.4	5.2	1.6	-0.6	2.1
繊維	1.9	-3.3	2.5	-1.9	0.0	5.8	-0.4	0.6	1.9	2.3	2.1	-1.4
パルプ・紙	-0.8	3.6	-2.0	-2.3	3.6	-1.2	1.7	2.3	2.7	2.4	-0.3	-0.1
化学	-2.8	-0.5	-1.0	-2.1	7.5	2.8	1.0	3.1	4.5	2.4	0.0	0.9
石油・石炭製品	9.8	0.8	-5.3	1.6	-3.1	1.9	4.9	-3.1	6.4	2.7	-0.7	-1.6
窯業・土石製品	2.3	0.6	-1.0	-5.2	3.2	1.7	0.9	4.8	5.6	2.4	-0.1	-0.6
一次金属	-0.2	-0.5	-1.9	-0.3	4.4	0.4	2.9	1.4	4.1	-0.0	1.0	1.1
金属製品	-0.2	0.4	-0.1	3.0	3.5	1.5	-0.1	-3.7	3.3	1.9	-0.2	-0.7
一般機械	1.0	3.0	1.6	-3.7	3.7	-1.3	-0.5	3.5	4.7	1.7	1.1	-0.4
電気機械	-6.7	-4.9	-9.9	-12.4	13.0	8.7	13.4	14.0	5.4	3.3	2.1	-0.2
輸送用機械	-1.5	0.6	-2.2	-2.7	4.8	1.3	3.1	3.4	3.2	1.9	0.9	0.6
精密機械	1.0	1.6	-1.0	-2.4	4.1	-0.2	3.3	1.7	5.1	1.4	2.3	-0.7
その他の製造業	0.6	3.6	-1.0	-1.5	2.7	-1.1	1.9	2.6	3.3	2.5	0.9	1.1
非製造業	0.6	1.6	-0.7	-2.4	3.6	0.2	0.3	0.8	4.2	1.8	-0.4	-1.6
建設業	0.1	8.5	1.3	-0.7	5.4	-5.4	-1.2	0.1	5.5	2.7	0.0	-0.6
電気・ガス・水道業	2.5	2.5	-3.3	-3.0	0.9	-0.6	3.3	3.7	3.4	1.9	-0.0	0.6
卸売・小売業	-1.9	-2.6	0.9	-2.9	6.8	4.4	-1.3	1.2	4.7	1.7	-0.4	-1.7
金融・保険業	-3.2	-2.0	-3.2	-4.1	8.4	4.1	2.9	4.7	4.9	2.0	-0.5	0.4
不動産業	3.8	-0.2	-1.3	-3.9	-1.0	1.3	2.2	2.5	2.8	1.2	0.9	-1.5
運輸・通信業	-0.6	0.5	-2.7	-4.6	4.0	1.2	1.0	3.1	3.4	1.7	-1.8	-1.6
サービス業	3.9	3.1	-0.7	-1.1	-0.1	-0.8	1.1	-0.3	3.8	2.2	0.3	-1.4

(出所) 内閣府「国民経済計算年報」より計算。

(注) 単位労働コスト = 雇用者報酬 × (就業者数 / 実質総生産額) であることから
 単位労働コストの伸び = 雇用者報酬の伸び - 労働生産性の伸び

(参考) 労働生産性変化の要因分解

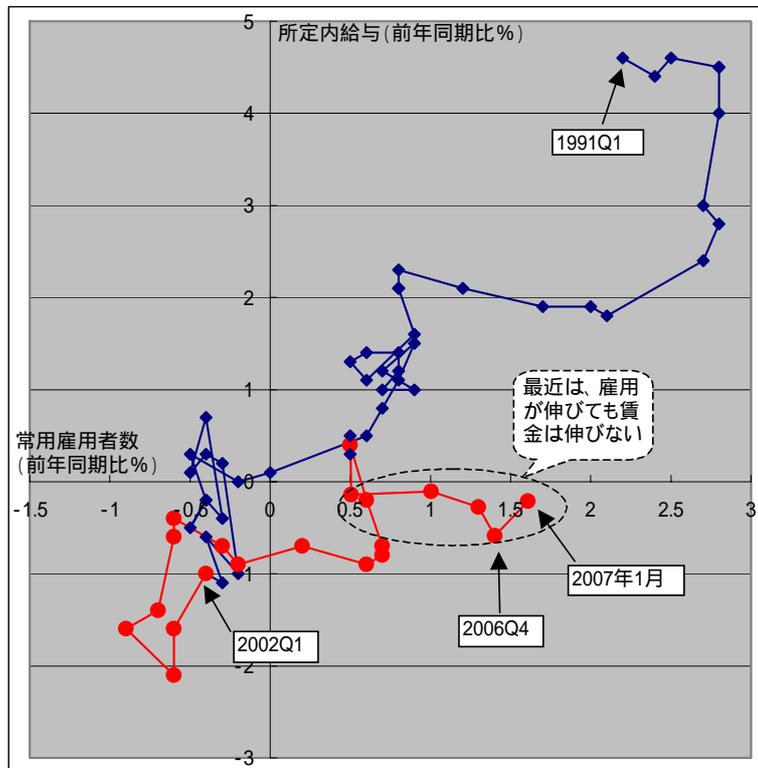
(年率%)

経済活動の種類	1995-2000年			2000-05年		
	労働生産性			労働生産性		
	生産 要因	就業者 要因		生産 要因	就業者 要因	
産業	1.3	1.4	-0.1	1.6	1.2	0.4
製造業	4.0	2.0	1.9	3.9	1.3	2.5
食料品	-1.6	-2.0	0.4	0.4	-0.7	1.2
繊維	-0.4	-6.4	5.9	0.6	-6.1	6.7
パルプ・紙	1.7	-0.4	2.1	2.3	-1.1	3.3
化学	1.0	1.2	-0.2	3.1	0.4	2.5
石油・石炭製品	4.9	2.7	2.1	-3.1	-6.2	3.1
窯業・土石製品	0.9	-1.1	2.0	4.8	-0.4	5.0
一次金属	2.9	-0.6	3.4	1.4	-0.4	1.8
金属製品	-0.1	-2.0	1.9	-3.7	-5.7	2.1
一般機械	-0.5	-1.0	0.5	3.5	2.1	1.4
電気機械	13.4	11.5	1.7	14.0	10.1	3.4
輸送用機械	3.1	2.0	1.1	3.4	4.8	-1.4
精密機械	3.3	0.9	2.3	1.7	-0.1	1.8
その他の製造業	1.9	-1.3	3.1	2.6	-1.7	4.2
非製造業	0.3	1.3	-1.0	0.8	1.3	-0.4
建設業	-1.2	-1.6	0.4	0.1	-2.6	2.7
電気・ガス・水道業	3.3	3.0	0.3	3.7	2.7	1.0
卸売・小売業	-1.3	-0.8	-0.4	1.2	0.1	1.1
金融・保険業	2.9	1.8	1.0	4.7	2.8	1.8
不動産業	2.2	1.6	0.6	2.5	1.1	1.3
運輸・通信業	1.0	1.7	-0.7	3.1	1.9	1.3
サービス業	1.1	3.4	-2.3	-0.3	2.6	-2.9

(出所) 内閣府「国民経済計算年報」より計算。

(注) 労働生産性 = 実質総生産額 / 就業者数 であることから
 労働生産性の伸び = 実質総生産額の伸び - 就業者数の伸び

図表26 雇用者数と給与はかなり明確な正の相関関係



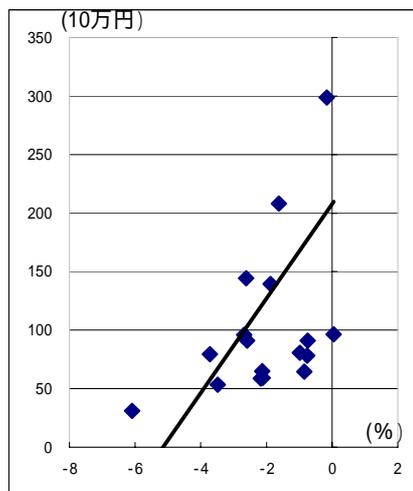
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より作成。

図表27 就業者数の変化と労働生産性、1人当たり雇用者報酬の関係

経済活動の種類	就業者数	労働生産性	1人当たり
	変化率 (1995- 2005年) (%)	(1995年) (10万円)	雇用者報酬 (1995年) (10万円)
産業	-0.39	75.8	46.1
製造業	-2.23	83.3	49.3
食料品	-0.76	78.3	36.3
繊維	-6.09	30.8	36.8
パルプ・紙	-2.67	96.0	49.2
化学	-1.62	208.1	69.9
石油・石炭製品	-3.16	1346.5	81.3
窯業・土石製品	-3.73	79.4	50.0
一次金属	-2.62	144.5	59.8
金属製品	-2.11	59.2	49.9
一般機械	-0.98	80.5	57.1
電気機械	-2.60	91.1	52.9
輸送用機械	0.04	96.4	59.3
精密機械	-2.13	64.9	50.2
その他の製造業	-3.48	53.4	41.7
非製造業	0.43	79.7	45.5
建設業	-2.17	58.6	50.8
電気・ガス・水道業	-0.16	298.9	75.7
卸売・小売業	-0.84	64.4	41.6
金融・保険業	-1.88	139.3	67.8
不動産業	-0.09	605.8	51.4
運輸・通信業	-0.75	90.9	59.4
サービス業	2.57	52.3	37.9

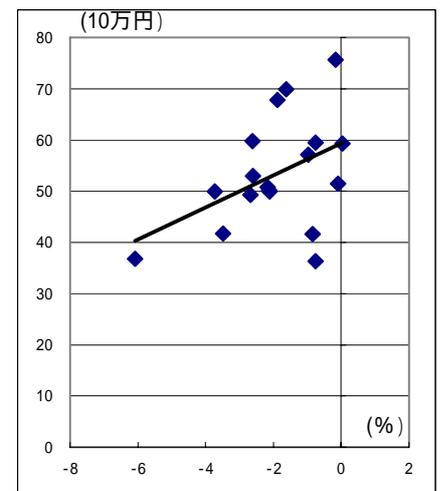
(参考1)

就業者数の変化(横軸)と労働生産性(縦軸)の関係



(参考2)

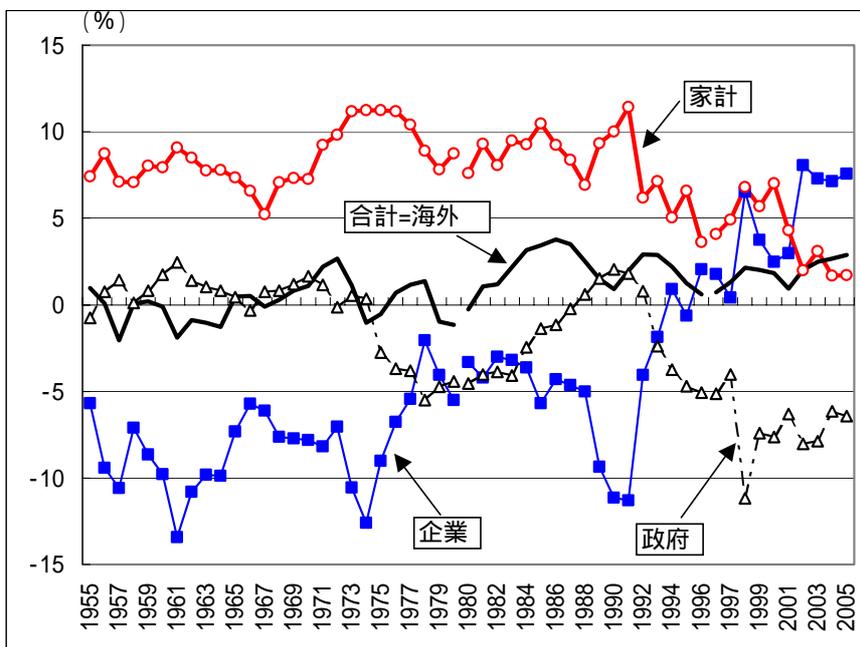
就業者数の変化(横軸)と一人当たり雇用者報酬(縦軸)の関係



(注) 左の個別部門のうち、石油・石炭製品、その他製造業、不動産業、サービス業を除いて作成。

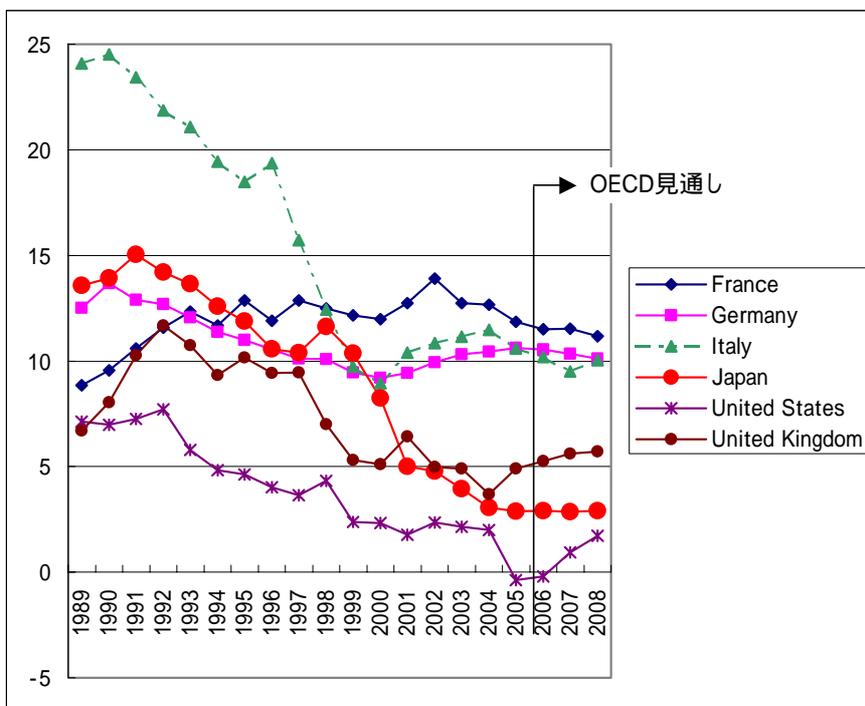
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」より計算。

図表28 部門別貯蓄・投資バランス（対GDP比）の推移



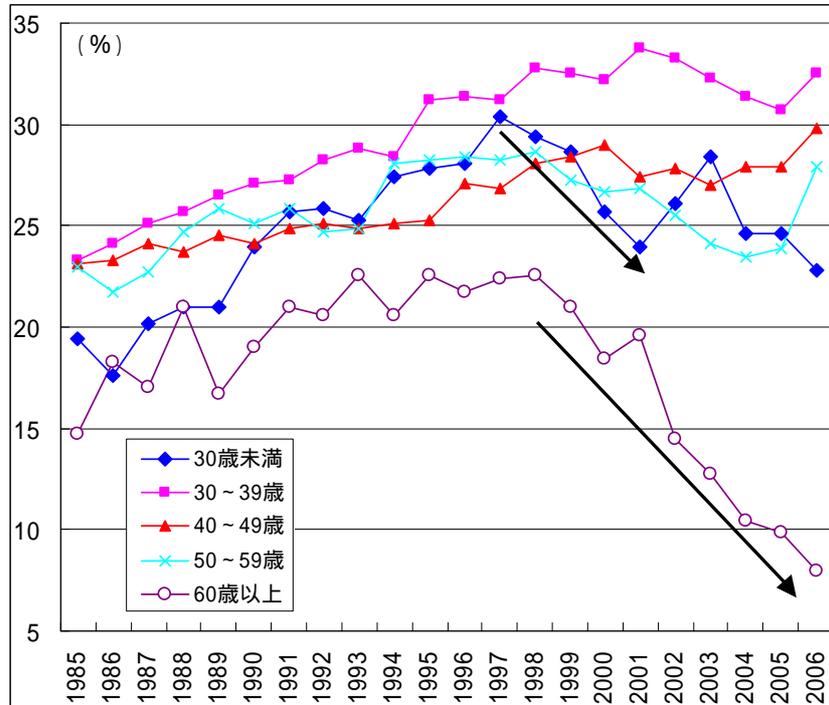
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」より作成。
 (注) 1980年、1996年は、基準改定前後の2つの値を併記している。

図表29 OECD諸国の家計貯蓄率の推移：トップ水準から急減した日本



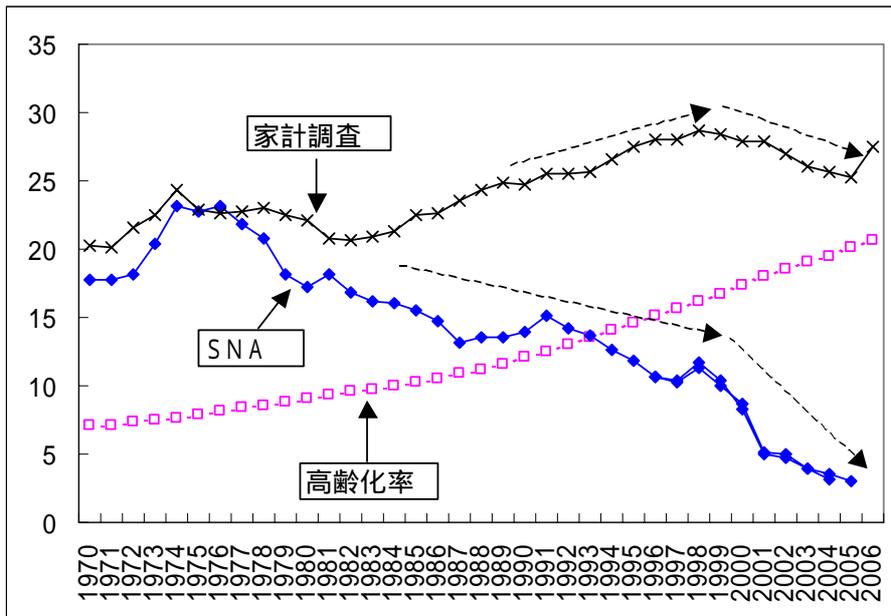
(出所) OECD "OECD Economic Outlook No. 80 Annex Tables" on line より作成。
 (注) United Kingdomは、総貯蓄ベース。他は純貯蓄ベース。

図表30 世帯主の年齢層別貯蓄率：高齢者、若手の貯蓄率低下



(出所) 総務省「家計調査」により作成。

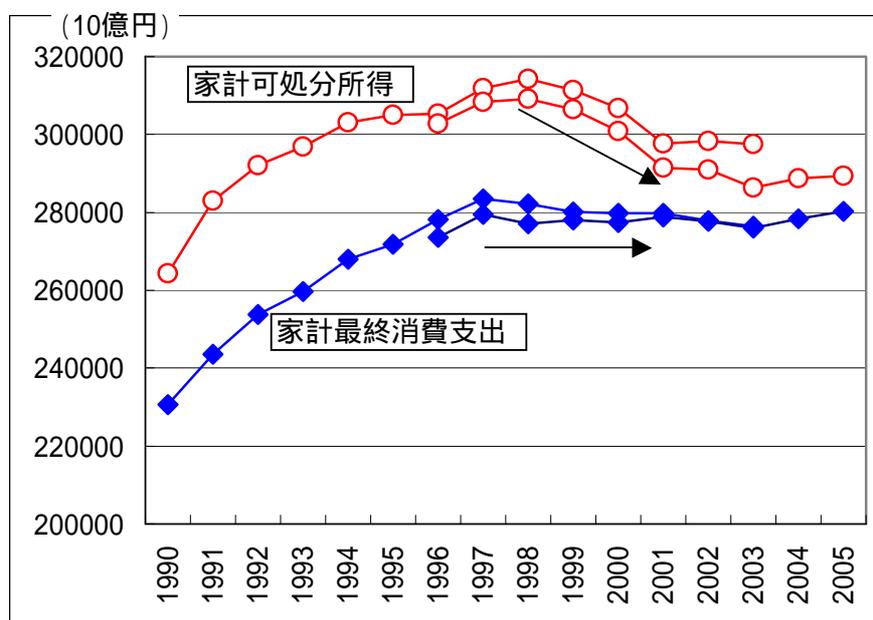
図表31 家計貯蓄率の推移 (%) と高齢化率の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、総務省「家計調査」から作成。

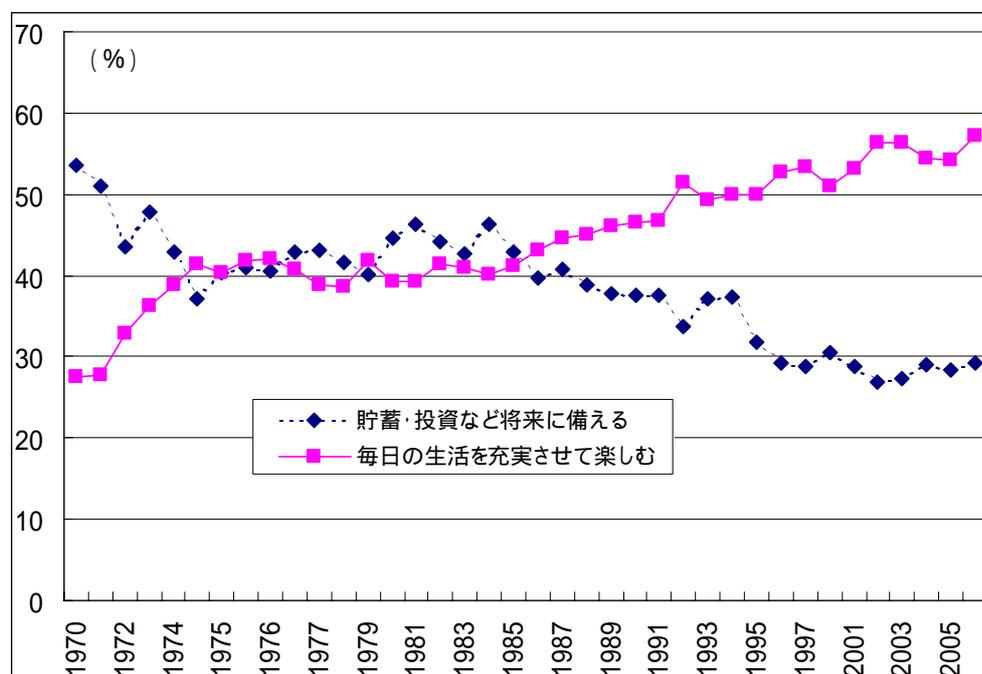
(注) 家計調査は、2人以上勤労世帯(農家漁家を除く)

図表32 1990年代後半から2000年代初頭に見られたラチェット効果



(出所)内閣府「国民経済計算」から作成。

図表33 将来よりも現在を嗜好する傾向は1980年代後半から上昇

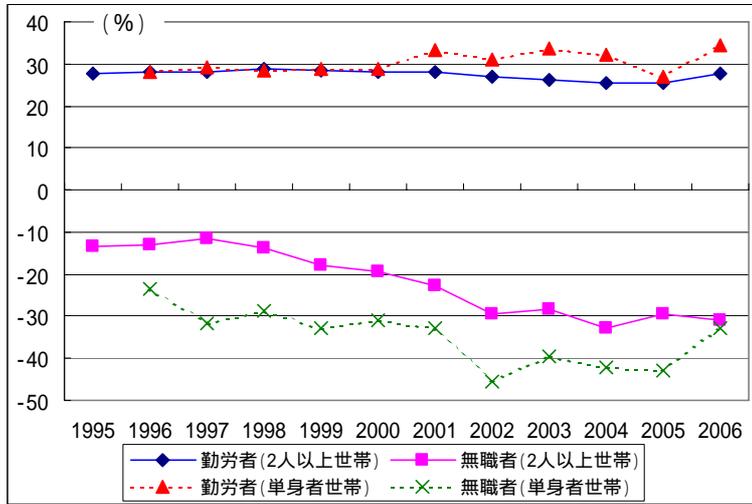


(出所)内閣府「国民生活に関する世論調査」より作成。

(注) 1. 「今後の生活において、貯蓄や投資など将来に備えることに力を入れたいと思うか、それとも毎日の生活を充実させて楽しむことに力を入れたいと思うか」(2006年版)という問いに対する回答。

2. 複数回行った年(1974、1975、1976年)、調査を行わなかった年(1998、2000年)があることに注意。

図表34 無職者世帯の貯蓄率低下が大きい



無職者世帯の割合(%)

	二人以上世帯	単身世帯
2000	20.3	-
2001	22.2	-
2002	23.4	39.2
2003	23.9	38.6
2004	24.7	39.3
2005	25.4	42.0
2006	26.0	43.7

(出所)総務省「家計調査」より作成。

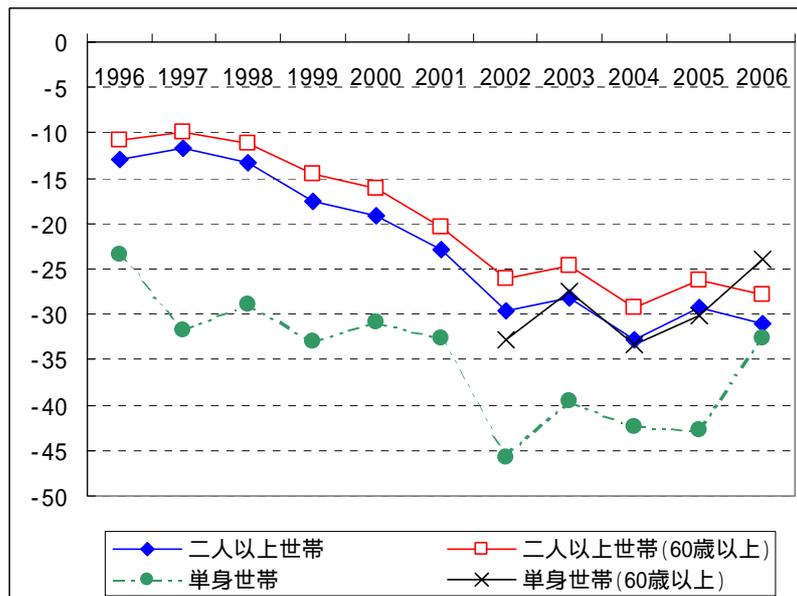
図表35 無職世帯(2人以上)では、社会保障給付、同居人の勤務先収入が大幅減

(単位:1000円/月)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	変化 (1998-2005年)
実収入	253.8	255.1	249.5	240.9	232.5	225.3	225.0	217.1	220.7	217.9	-37.2
勤め先収入	26.6	28.6	26.0	20.7	23.0	20.9	22.2	20.3	19.5	18.2	-10.4
財産収入	3.0	3.4	2.0	1.9	2.7	2.1	1.8	2.0	2.0	2.8	-0.6
社会保障給付	205.0	206.3	203.4	202.7	192.3	188.4	185.9	182.4	186.7	184.4	-21.9
可処分所得	228.4	229.5	222.8	215.0	205.5	197.9	197.8	190.2	193.0	187.3	-42.2
消費	254.7	260.7	262.2	256.2	256.6	256.5	253.5	252.6	248.9	246.1	-14.6
貯蓄率(%)	-11.5	-13.6	-17.7	-19.2	-22.9	-29.6	-28.2	-32.8	-29.0	-31.4	-17.8

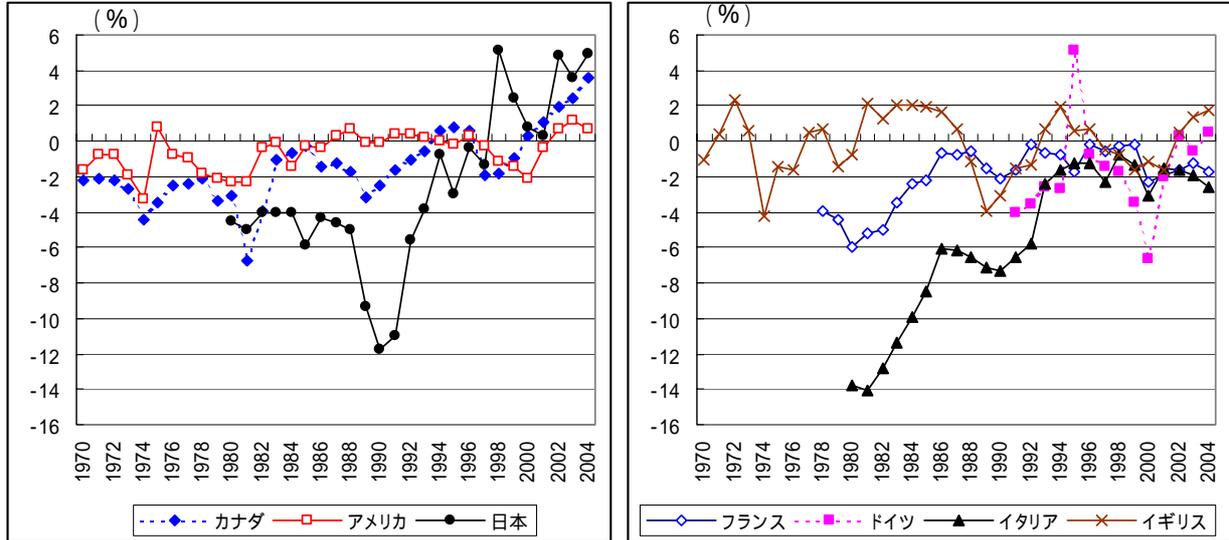
(出所)総務省「家計調査」、貞広(2005)より作成。
(注)農家漁家を除く。

図表36 現役世代の無職者世帯の影響も少なくない



(出所)総務省「家計調査」より作成。

図表37 先進国における企業部門の貯蓄－投資バランス（対GDP比%）
：純貯蓄マイナスは、フランス、イタリアのみ



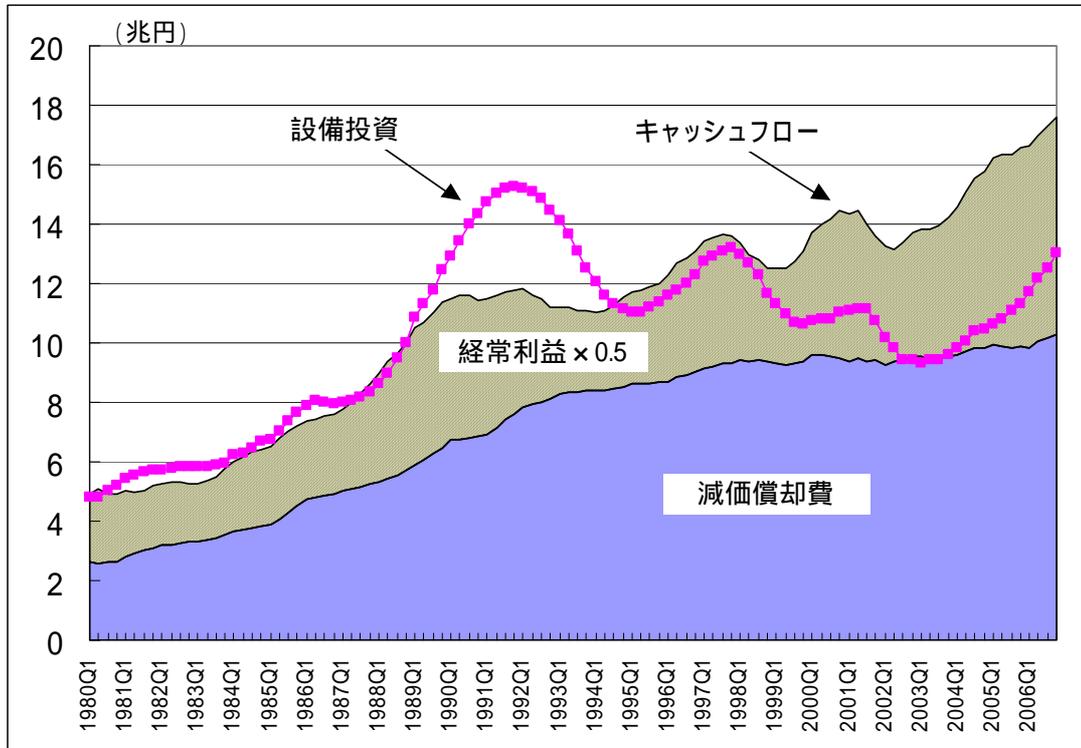
(出所) IMF "World Economic Outlook 2006 April"の統計より作成。

図表38 先進国における非金融企業部門の利潤と純貸出
日本：高い利潤、低い利払い、低い投資

	総経常余剰 (1)	所得収支 (2)	純利払い (3)	税 (4)	税引き後利潤 (5=1+2-3-4)	配当 (6)	総貯蓄 (7=5-6)	資本支出 (8)	純貸出 (9=7-8)
(2000年～2004年)の変化									
カナダ	...	...	...	...	...	...	1.8	-1.5	3.3
フランス	-0.2	0.9	-0.1	-0.3	1.1	1.6	-0.5	-1.1	0.6
ドイツ	1.6	-0.5	-0.4	-0.7	2.2	-0.2	2.5	-4.6	7.1
イタリア	-1.5	-0.5	-0.2	0.4	-2.1	-0.9	-1.1	-1.7	0.5
日本	1.7	0.4	-1.3		3.4	0.9	2.5	-1.6	4.1
イギリス	-1.2	1.1		-0.5	0.4	-0.7	1.1	-1.8	2.9
アメリカ	0.3	-0.1	-0.5	-0.3	1.1	0.4	0.7	-2.1	2.8
G7平均	0.4	0.3	-0.6	-0.3	1.6	0.9	0.8	-2.2	3.0
(1990年代半～2004年)の変化									
カナダ	...	...	...	...	...	...	3.6	0.6	2.9
フランス	-0.3	2.6	-1.5	0.3	3.5	3.1	0.4	1.2	-0.8
ドイツ	3.3	0.3	-0.6	0.1	4.0	3.3	0.8	-1.4	2.2
イタリア	-1.6		-1.5	-0.4	0.3	0.3	-0.1	1.2	-1.3
日本	1.8	0.4	-3.8	-0.5	6.5	1.0	5.6	-0.7	6.3
イギリス	-2.1	1.3	0.4	-0.4	-0.8	-1.3	0.5	-0.2	0.7
アメリカ	-0.4	0.3	-0.1	-0.5	0.5	0.6	-0.1	-0.8	0.7
G7平均	-0.3	0.7	-1.3	-0.4	2.1	1.3	1.0	-0.9	1.9

(出所) IMF "World Economic Outlook 2006 April"のTable4.1から抜粋。

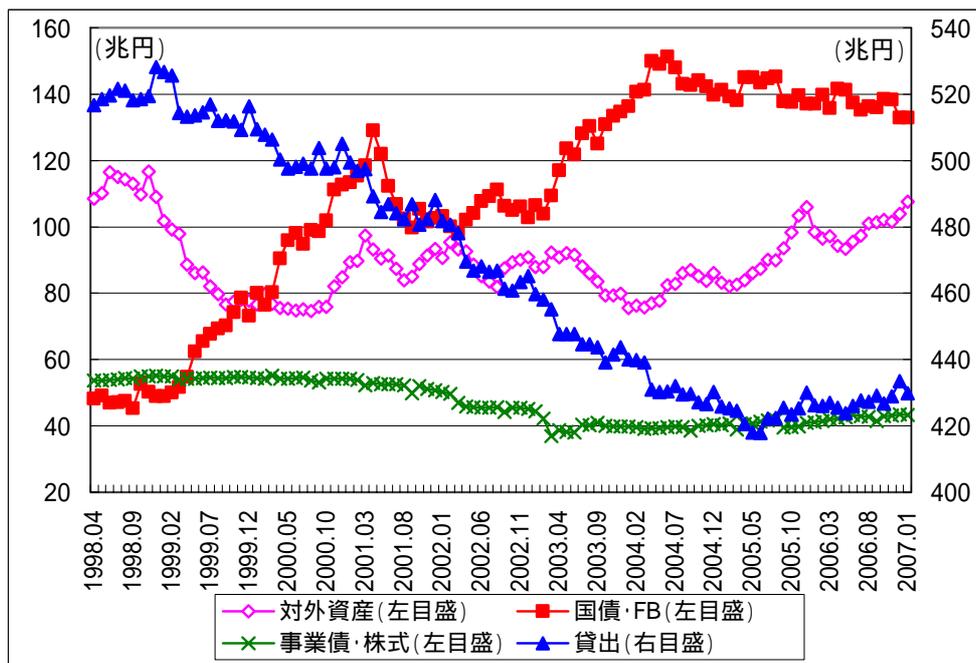
図表39 設備投資：減価償却費に拮抗する水準から回復、しかしキャッシュフロー内



(出所) 財務省「法人企業統計季報」により作成。

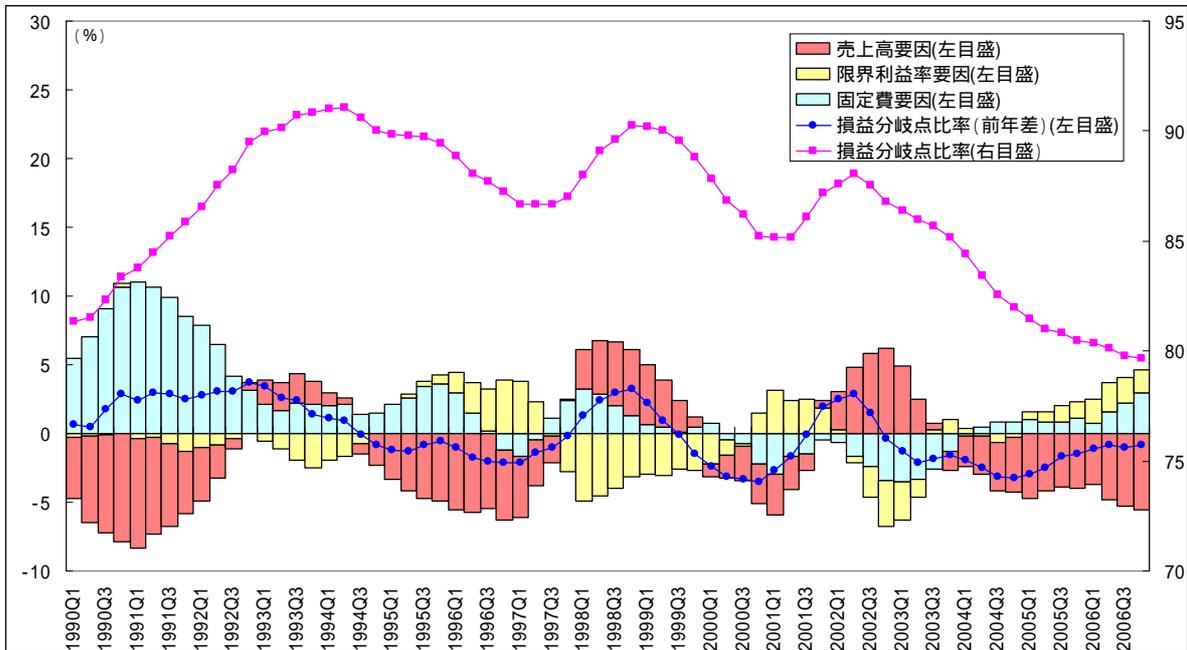
- (注) 1. 設備投資はソフトウェア投資を含まず。
2. キャッシュフロー = 経常利益 × 0.5 + 減価償却費。

図表40 民間銀行の資産運用：貸出の減少、国債、対外資産の増加

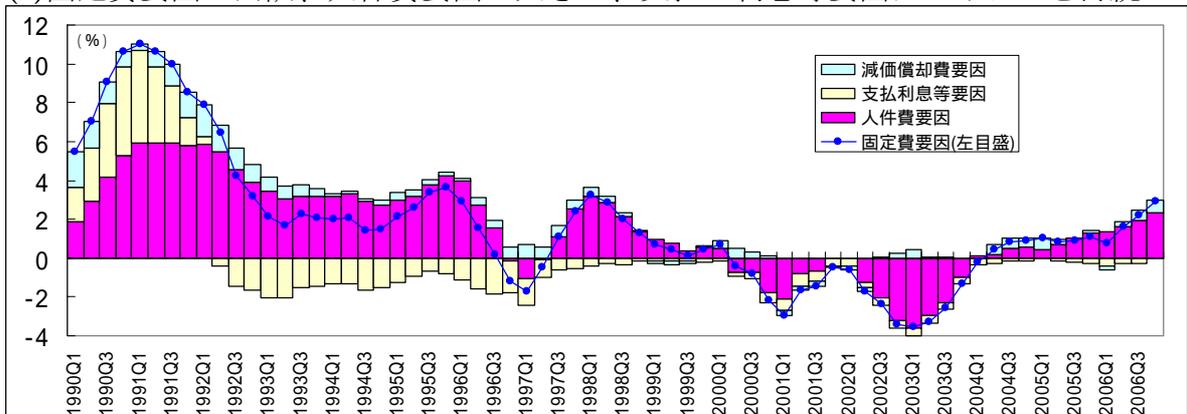


(出所) 日本銀行「マネタリーサーベイ」より作成。

図表41 (1) 損益分岐点比率はバブル期水準まで低下、企業は利益を出しやすい体質へ



(2) 固定費要因の内訳、人件費要因が大きい、支払い利息等要因はマイナスを持続

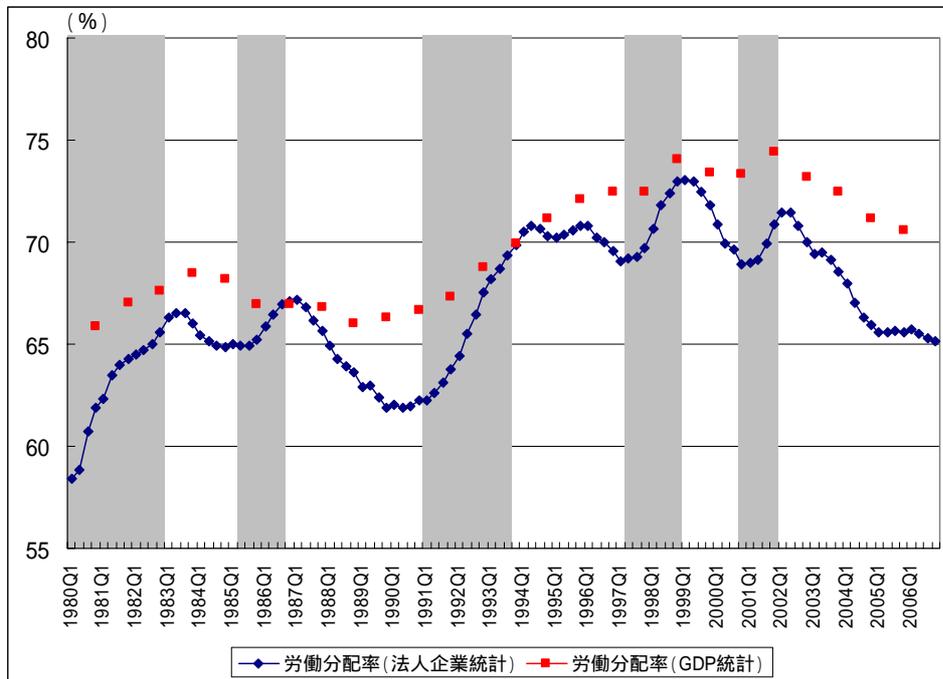


(出所) 財務省「法人企業統計季報」より作成。

(注) 1. 各々、後方4期移動平均値を利用。

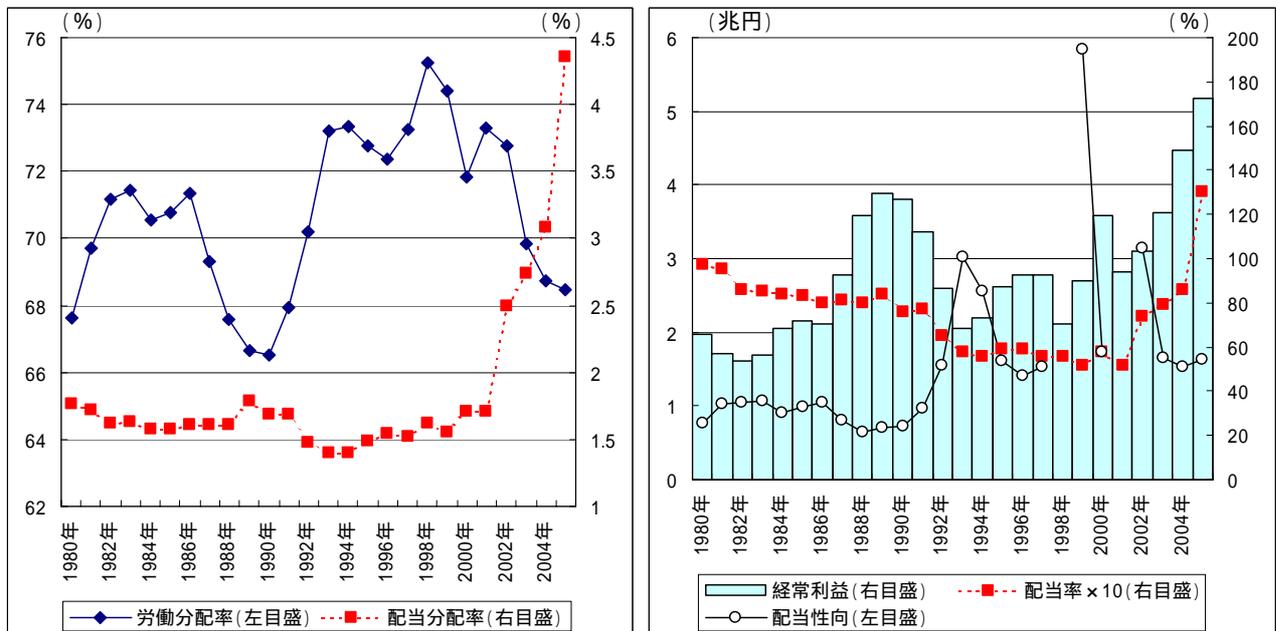
2. 損益分岐点比率=(固定費/限界利益率)/売上高、限界利益率=(売上高-変動費)/売上高
 損益分岐点売上高=固定費/(1-変動比率)
 固定費=人件費+支払利息・割引料+減価償却費
 変動費=売上高-固定費-経常利益
 変動比率=変動費/売上高

図表42 労働分配率の推移



(出所) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算年報」より作成。

図表43 配当の付加価値比率、配当率は、企業利益の増加に伴い上昇



(出所) 財務省「法人企業統計」より作成。

(注) 1. 各々年度値。

2. 人件費 = 役員給与 + 従業員給与 + 福利厚生費、付加価値 = 人件費 + 営業利益 + 減価償却費 とした上で、以下の式で試算。

労働分配率 = 人件費 / 付加価値、配当分配率 = 配当金 / 付加価値、配当性向 = 配当金 / 当期純利益、配当率 = 配当金 / 資本金

図表44 労働分配率の国際比較

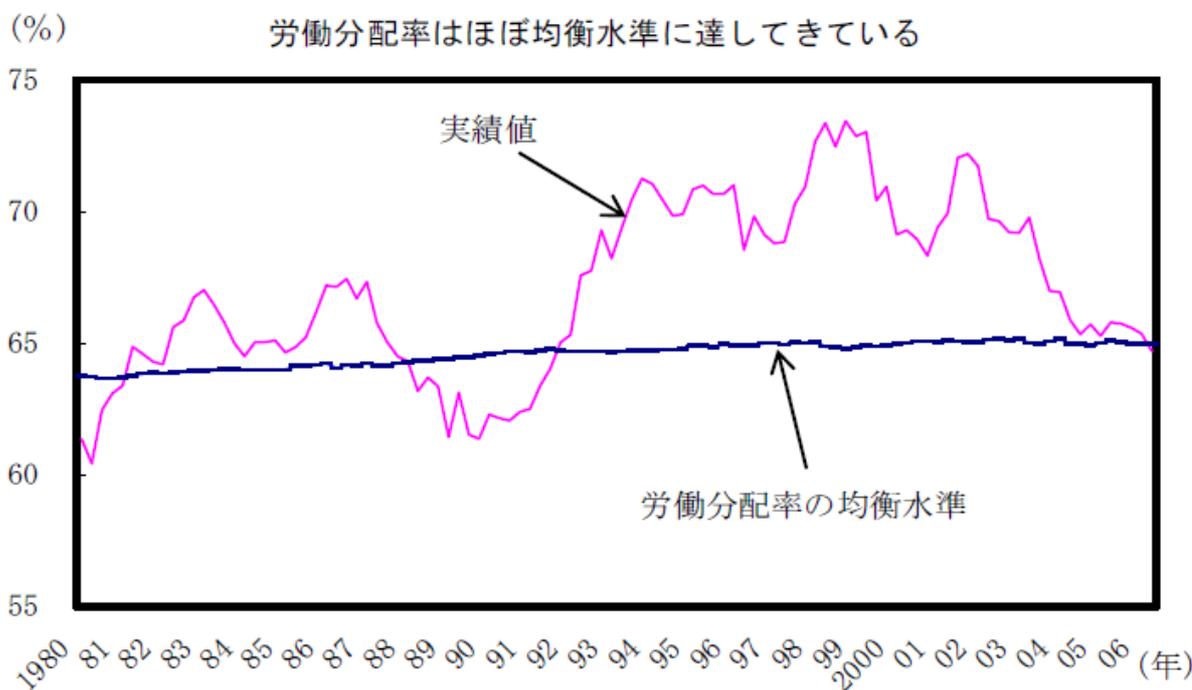
国	1985	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002	2003
日本	66.9	66.6	72.1	72.6	72.5	72.9	74.0	73.2	72.7
アメリカ	72.8	71.0	68.9	70.1	70.8	71.8	72.8	71.1	69.8
カナダ	71.8	77.0	73.2	75.4	73.7	69.7	72.7	71.1	69.4
イギリス	73.8	76.6	72.1	70.2	73.0	74.0	74.0	72.5	71.6
ドイツ ³⁾	72.6	72.2	73.9	71.8	72.3	73.2	73.3	72.7	72.2
フランス	74.1	72.0	72.6	71.4	71.3	71.8	72.3	72.7	73.3
イタリア	57.3	60.2	82.1	87.2	56.2	56.2	56.2	57.1	57.8
スウェーデン	81.3	84.8	71.4	75.8	75.8	77.3	81.0	80.7	79.4
ロシア				67.6	53.1	51.8	55.0	58.9	51.1
韓国	53.3	58.9	61.3	69.8	68.0	58.8	70.4	58.2	60.1
タイ	32.8	31.3	38.6	43.5	43.6	42.4	42.3		
フィリピン	28.8	31.1	83.3	32.0	35.8	35.3	36.1	36.3	
オーストラリア	73.3	70.6	73.6	69.4	68.7	72.2	68.2	71.7	71.5
ニュージーランド	65.8	66.8	63.6	61.9	61.7	60.8			

(出所) OECD諸国: OECD "National Accounts Vol.1, Vol.2" (2005)

その他: UN "National Accounts 2002-2003" (2003)

- (注)
- 1) 各国の国民経済計算(SNA)の基準が異なるため、必ずしも数値の算出基準が同じではない場合があることに留意する必要がある。なお、日本については、平成13年版国民経済計算年報より、93SNAに基づいている。
 - 2) 労働分配率 = (雇用者報酬 + 海外からの雇用者所得 - 海外への雇用者所得) / 要素費用表示の国民所得。
 - 3) 1990年以前は、旧西ドイツ地域。
 - 4) 1995年のロシアは固定資本減耗費がない。
 - 5) 1985年-1990年は海外からの雇用者所得を含まない。

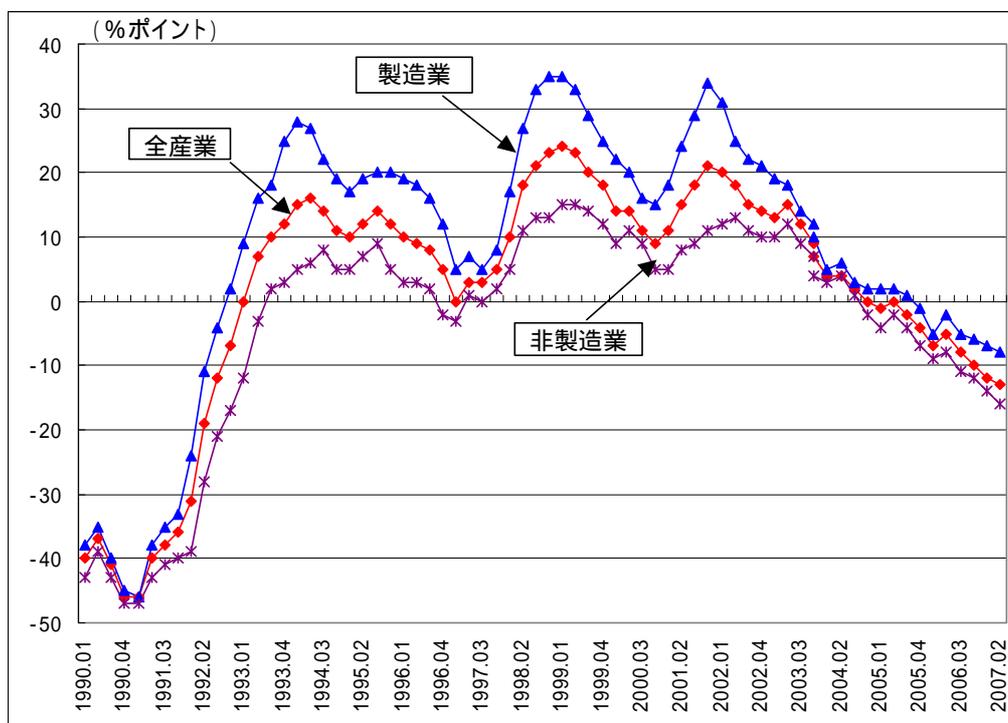
図表45 「均衡労働分配」率の試算例 (内閣府「日本経済2006 - 2007」)



(出所) 内閣府「日本経済 2006 - 2007」の第 3-2-8 図から抜粋。

- (注)
1. 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」から計算。
 2. 労働分配率 = 人件費 / (人件費 + 営業利益 + 減価償却費)
 3. 推計方法等の詳細は、平成 17 年度年次経済財政報告付注 1-4 を参照。

図表46 雇用ID（「過剰」－「不足」）：バブル期に迫る雇用不足感



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成。

(注) 1. 最新値(2007年第2四半期)は予想値。

2. 2004年3月調査から調査方法が変更されたので不連続となっている。

池本 賢悟 (いけもと けんご)

東京大学法学部平成5年卒。内閣府より出向。マンチェスター大学
経済学修士(開発経済学)。経済企画庁、国土庁、中央省庁等改革推
進本部事務局、内閣府大臣官房、日本学術会議事務局等を経て、平
成17年より現職。

連絡先：ikemoto@iips.org