

# 国立国会図書館 調査及び立法考査局

Research and Legislative Reference Bureau  
National Diet Library

論題 Title	我が国の資金循環の姿とその行方—米英独との比較を交えて—
他言語論題 Title in other language	Current Shape and Future of Japan's Flow of Funds: Comparison with the US, UK and Germany
著者 / 所属 Author(s)	廣瀬 信己 (HIROSE Nobuki) / 国立国会図書館調査及び立法考査局 財政金融課長
雑誌名 Journal	レファレンス (The Reference)
編集 Editor	国立国会図書館 調査及び立法考査局
発行 Publisher	国立国会図書館
通号 Number	900
刊行日 Issue Date	2025-12-20
ページ Pages	65-90
ISSN	0034-2912
本文の言語 Language	日本語 (Japanese)
摘要 Abstract	我が国の資金循環について、米英独との比較を交えつつ、企業部門の大幅な資金余剰、政府部門の大幅な資金不足、旺盛な対外直接投資の3つの観点から考察し、その構造の行方を探る。

\* この記事は、調査及び立法考査局内において、国政審議に係る有用性、記述の中立性、客観性及び正確性、論旨の明晰（めいせき）性等の観点からの審査を経たものです。

\* 本文中の意見にわたる部分は、筆者の個人的見解です。

# 我が国の資金循環の姿とその行方

—米英独との比較を交えて—

国立国会図書館 調査及び立法考査局  
財政金融課長 廣瀬 信己

## 目 次

はじめに

### I 我が国の資金循環の特徴

- 1 資金循環の考え方
- 2 バブル崩壊前の我が国の資金循環
- 3 バブル崩壊後の我が国の資金循環

### II 主要国の資金循環の特徴

- 1 米国
- 2 英国
- 3 ドイツ
- 4 我が国との比較

### III 我が国の資金循環をめぐる課題

- 1 企業部門の資金余剰
- 2 旺盛な対外直接投資
- 3 政府部門の資金不足
- 4 我が国の資金循環の行方

おわりに

キーワード：資金循環、資金過不足、貯蓄・投資バランス、経常収支、直接投資、産業空洞化、  
内需、財政赤字、交易条件、基軸通貨、トラス・ショック、債務ブレーキ

## 要 旨

- ① 我が国の資金循環は、家計部門と企業部門の資金余剰が、政府部門の資金不足と対外投資収益によってバランスしている状態である。その主な特徴は、企業部門の大幅な資金余剰、政府部門の大幅な資金不足、旺盛な対外直接投資の3点である。
- ② 米国の資金循環の主な特徴は、政府部門の資金不足と経常収支赤字である。米国の巨額の経常収支赤字については、その要因を貿易政策の在り方に求める見解と、同国の経済構造に求める見解がある。また、ドルが基軸通貨であることとの関連を指摘する「トリフィンの流動性ジレンマ」と呼ばれる考え方もある。英国の資金循環の主な特徴は、政府部門の資金不足と経常収支赤字である。英国では、このことを背景として、2022年9月、トラス・ショックが発生した。ドイツの資金循環の主な特徴は、政府部門における相対的に健全な財政運営と、安定した経常収支黒字である。財政運営について、2025年3月、中長期的な課題への対応の必要性から、債務ブレーキが柔軟化された。また、同国の経常収支黒字の背景には、交易条件の安定と高い輸出競争力がある。
- ③ 我が国の企業部門の大幅な資金余剰の要因としては、国内の成長期待の低迷、海外への資金流出、企業部門と家計部門に係る悪循環が挙げられる。また、我が国の旺盛な対外直接投資は、必ずしも国内経済を潤していない。海外での投資収益の多くが海外で再投資されており、産業空洞化が生じている懸念がある。また、対外直接投資と対内直接投資の不均衡という課題もある。
- ④ 我が国の長年にわたる政府部門の資金不足は、政府による積極的な財政政策の結果である。ここには、政府の積極的な財政出動が、実は、家計消費や企業投資の低迷によって支えられているという矛盾した構造があり、政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」と呼ばれている。この構造は、今後、物価の持続的な上昇、家計の行動変容、企業の行動変容、経常収支の動向等によって、変貌を余儀なくされるであろう。
- ⑤ 我が国の経済が価格のダイナミズムを取り戻しつつある中、産業空洞化を防ぐためには、国内の成長期待を高め、企業の資金余剰を内需の拡大につなげる必要がある。そのための方策としては、例えば、賃金の上昇の継続、グローバル企業の国内での研究開発活動の推進、対内直接投資の促進が挙げられる。また、経常収支の動向に目配りが必要である。

## はじめに

一国の経済は、貯蓄と投資のバランスによって成り立っている。海外部門<sup>(1)</sup>を捨象すれば、一国経済全体の総貯蓄は、常に総投資に一致する<sup>(2)</sup>。

我が国は、民間部門の貯蓄が潤沢である<sup>(3)</sup>。ならば、その潤沢な貯蓄がどのような経済活動に振り向けられてきたのか、そのお金の流れ、すなわち、資金循環の実態を把握し、今後の方向性を探ることは有益であろう<sup>(4)</sup>。

Iにおいて述べるように、バブル崩壊後の我が国の資金循環は、家計部門と企業部門の資金余剰が、政府部門の資金不足と対外投資収益によってバランスしている状態である。これは、標準的な経済学が想定するマクロ経済の姿とは、大きく異なる<sup>(5)</sup>上、IIにおいて述べるように、他国との比較においても、独特の構造を有している<sup>(6)</sup>。

折しも、我が国の経済は、過去四半世紀にわたるデフレからインフレへの転換点にある<sup>(7)</sup>。価格のダイナミズムを取り戻しつつある我が国の経済において、この独特の資金循環構造は、今後も変わらないのであろうか。あるいは、何か変化の兆しがあるのであろうか。

本稿では、Iにおいて、我が国の資金循環について、主にバブル崩壊後の姿に焦点を当てて、その特徴を紹介する。IIでは、主要国の資金循環について、その特徴を概観するとともに、我が国との比較を試みる。そしてIIIにおいては、我が国の資金循環の行方について、その構造が抱える課題を概観し、今後の方向性を探ってみたい。

なお、我が国の資金循環については、その構造を「政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」が4つに組んでいる状態」と表現した、國學院大學教授の齊藤誠氏の著書<sup>(8)</sup>があるほ

\*本稿は令和7(2025)年11月13日までの情報に基づく。インターネット情報の最終アクセスも同日である。

- (1) 本稿では、家計、企業、政府、海外の経済主体の資金循環を制度部門別に考察する。その際、貯蓄・投資バランスや資金過不足に重点を置く記述では、語尾に「部門」を付し(例えば「家計部門」)、経済主体の活動に重点を置く記述や複数部門を単に列挙する記述においては、語尾に「部門」を付さない(例えば「家計」)。また、家計部門には、対家計民間非営利団体、企業部門には、非金融法人企業及び公的非金融法人企業、政府部門には、中央政府、地方公共団体及び社会保障基金を含むものとして扱う。なお、制度部門(institutional sector)とは、制度単位(institutional unit)をグループ化した概念である。制度単位とは、それ自体の権利として資産を所有し、負債を負い、経済活動に従事し、他の主体と取引を行う能力を有する経済主体を言う。“Updated System of National Accounts (SNA): Chapter 4: Institutional units and sectors,” 2008.2.26-29, pp.4-3, 4-5. United Nations Statistical Commission website <<https://unstats.un.org/unsd/statcom/doc08/sna-chapter4.pdf>>
- (2) 吉川洋『マクロ経済学 第4版』(現代経済学入門)岩波書店, 2017, pp.22-28.
- (3) 日本銀行「資金循環統計」によれば、令和6(2024)年度の企業部門(非金融法人企業及び公的非金融法人企業)の資金余剰は25.7兆円、家計部門(家計及び対家計民間非営利団体)の資金余剰は8.4兆円であった。「時系列統計データ検索サイト」日本銀行ウェブサイト <<https://www.stat-search.boj.or.jp/>>
- (4) 宇南山卓ほか「特集 お金の流れから、日本経済を理解する」『経済セミナー』744号, 2025.6-7, pp.8-9.
- (5) 標準的な経済学が想定するマクロ経済の構造において、企業部門は、本来、銀行等から資金を調達して投資を行う資金不足主体である。しかしながら、我が国においては、企業部門が大幅な資金余剰であり、資金供給主体となっている。同上, pp.10-11.
- (6) 伴真由美ほか「第3章 資金循環の国際比較」『日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会』報告書』財務省財務総合政策研究所, 2024, p.1. <<https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2023/junkanreport03.pdf>>
- (7) 令和7年度年次経済財政報告においては、「我が国経済は、現在、消費者物価が上昇しているという点で、明らかにデフレの状況にはなく、経済学的に言えばインフレの状態にあるが、再びデフレに戻り始める見込みがないとまでは言えず、これについては総合的かつ慎重な判断が必要である。」と整理されている。内閣府『年次経済財政報告(経済財政政策担当大臣報告)―内外のリスクを乗り越え、賃上げを起点とした成長型経済の実現へー令和7年度』2025.7, pp.89-90. <[https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je25/pdf/all\\_01.pdf](https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je25/pdf/all_01.pdf)>
- (8) 齊藤誠『財政規律とマクロ経済―規律の棚上げと遵守の対立をこえて―』名古屋大学出版会, 2023.

か、財務総合政策研究所「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」（座長：宇南山卓 京都大学経済研究所教授）<sup>(9)</sup>等の先行文献があり、以下では、その内容を踏まえつつ、考察を進めたい。

## I 我が国の資金循環の特徴

本章では、我が国の資金循環の特徴を概観する。まず、I 1において、資金循環の基本的な考え方について説明した後、I 2において、バブル崩壊前の我が国の資金循環の特徴を、I 3において、バブル崩壊後の我が国の資金循環の特徴をそれぞれ概観する。

### 1 資金循環の考え方

本論に入る前に、一国の経済を資金循環<sup>(10)</sup>の観点から観察する際の基本的な考え方を説明する。

一国の経済において、経済活動に関わる主体としては、大まかに、家計、企業、政府、海外の4つがある。例えば、家計は、労働を企業に提供し、対価として得た賃金を用いて、消費を行う。また、家計は、政府に対して税を支払い、政府から様々な公共サービスを受ける。企業は、家計から提供された労働を用いて生産を行う。生産された財・サービスは、家計の消費、企業の投資、政府の公共投資等に回る。政府は、家計や企業から税を集め、公共サービスを提供する<sup>(11)</sup>。海外に対しては、財・サービスの輸出入が行われる。

このような経済活動の結果、一定期間に国内で生産された財・サービスの付加価値の合計を、国内総生産（GDP）という<sup>(12)</sup>。GDPは、支出面から見た場合、式1のとおり、消費、投資、政府支出、輸出の合計から、輸入を控除したものとして、表される<sup>(13)</sup>。

$$\text{(式1)} \quad \text{GDP} = \text{消費} + \text{投資} + \text{政府支出} + \text{輸出} - \text{輸入}$$

また、民間の貯蓄は、国内総所得<sup>(14)</sup>から、消費と租税を差し引いたものに等しく、国内総所得は、GDPに等しいので、式2が成り立つ<sup>(15)</sup>。

$$\text{(式2)} \quad \text{貯蓄} = \text{GDP} - \text{消費} - \text{租税}$$

(9) 『「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」報告書』前掲注(6)。財務省ウェブサイト <[https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2023/junkan\\_report.html](https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2023/junkan_report.html)>

(10) 資金循環表には、金融取引表（フロー表）と金融資産・負債残高表（ストック表）がある。本稿では、一定期間の中での資金循環に焦点を当てる観点から、主にフロー表に着目して考察を進める。

(11) 伊藤元重『マクロ経済学 第3版』日本評論社、2024、p.25-26。

(12) 宮尾龍蔵『コア・テキストマクロ経済学 第2版』新世社、2017、p.28。

(13) 伊藤 前掲注(11)、p.345。

(14) 国内総所得とは、財・サービスの付加価値の合計を分配面から捉えたものである。

(15) ウィリアム・H. ブランソン（嘉治元郎・今野秀洋共訳）『マクロ経済学—理論と政策—』マクローヒル好学社、1976、pp.25-26。（原書名：William H. Branson, *Macroeconomic theory and policy*, New York: Harper & Row, 1972.）；経済産業省『通商白書 令和元年版』2019、p.211。<[https://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2019/pdf/2019\\_zentai.pdf](https://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2019/pdf/2019_zentai.pdf)>；伊藤恵子『グローバル化と日本企業—国際収支構造変化とパフォーマンスの実証分析—』慶應義塾大学出版会、2025、p.9。



式2を式1に代入すると、式3が得られる。

$$(式3) \quad (貯蓄 - 投資) + (租税 - 政府支出) = 輸出 - 輸入$$

これは、一国の経済における貯蓄・投資バランスを示す式であり、民間の貯蓄超過と政府の財政収支の和が経常収支に等しいという関係を表している<sup>(16)</sup>。換言すれば、民間部門の資金過不足と政府部門の資金過不足の和は、海外部門の資金過不足の符号を逆転させたもの<sup>(17)</sup>に等しい。

ここで、民間部門を家計部門と企業部門に分け、金融機関を捨象<sup>(18)</sup>すると、家計、企業、政府、海外の4つの制度部門の資金過不足の総和がゼロであるという、式4の関係が導かれる。

$$(式4) \quad \text{家計部門の資金過不足} + \text{企業部門の資金過不足} + \text{政府部門の資金過不足} + \text{海外部門の資金過不足} = 0$$

家計であれ、企業であれ、投資が貯蓄を上回る資金不足の経済主体は、その期に他の経済主体から、財・サービスを借り入れて使用していることになる。逆に、貯蓄が投資を上回る資金余剰の経済主体は、財・サービスの使用をその期には行わず他の経済主体に融通していることになる。個々の制度部門においては、資金過不足が生じていても、その総和は、必ずゼロになる。

ここで注意しておきたいのは、資金余剰が「良い」ことであり、資金不足が「悪い」ことであるわけではない、ということである。例えば、企業が不足する資金を外部から調達し、設備投資を行うこと、家計がローンで住宅を購入することは、いずれも自然なことである<sup>(19)</sup>。経常収支についても、同様に、黒字が「良い」ことであり、赤字が「悪い」ことであるわけではない<sup>(20)</sup>。

## 2 バブル崩壊前の我が国の資金循環

我が国の制度部門別資金過不足の推移について、昭和55（1980）年度以降の実額及び名目GDP比を示せば、図1及び図2のとおりである。

1980年代前半、我が国の資金循環は、家計部門の資金余剰によって、政府部門及び企業部門の資金不足を賄う構造であった。家計部門は、年間約25兆円程度の資金余剰であったのに対し、政府部門は、年間約10兆円程度の資金不足、企業部門は、年間約15兆円程度の資金不足であった。

(16) 伊藤 前掲注(11), p.346. なお、厳密には、式3における「輸出－輸入」（純輸出）が、財・サービスの輸出入を表すのに対し、経常収支は、I 3において後述するように、利子・配当金等の収支を示す第一次所得収支等を含む概念である。

(17) 経常収支黒字は、海外部門の資金不足であり、経常収支赤字は、海外部門の資金余剰である。“Chapter 13: Capital Account,” *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, Sixth Edition (BPM6), Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2009, p.216. <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/chap13.pdf>>

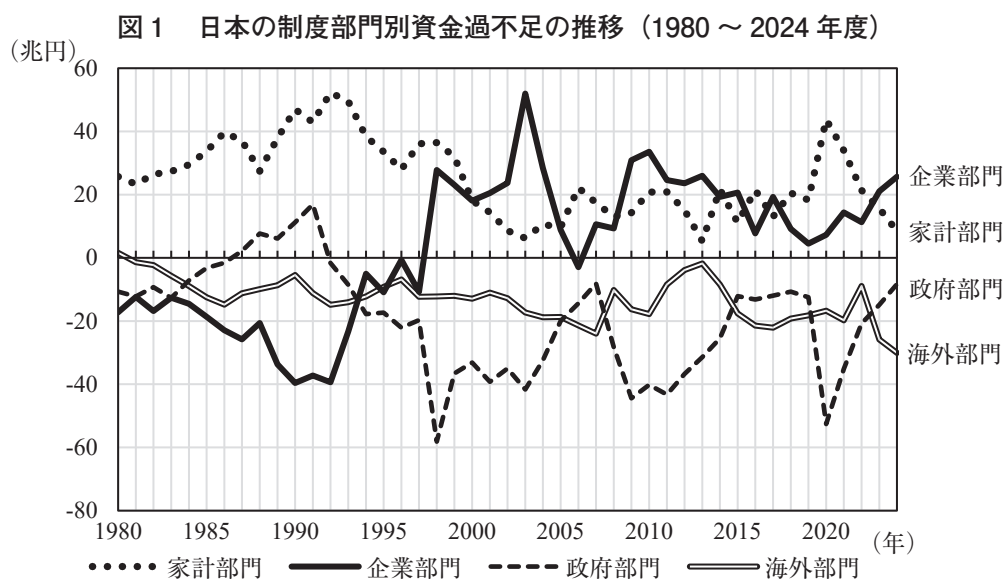
(18) 一般に、マクロ経済モデルにおいて、金融機関は、単なる資金の通過点とみなされ、明示的に取り扱われることはない。齊藤 前掲注(8), pp.67-68.

(19) 吉川 前掲注(2), pp.25-28.

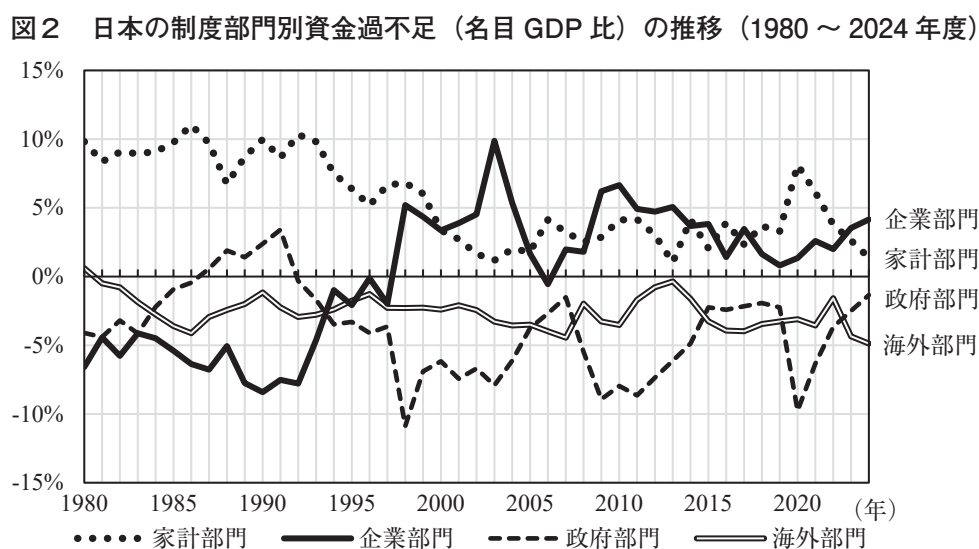
(20) 伊藤 前掲注(15), p.8.

1980年代後半に入ると、好景気を背景に、企業の設備投資が旺盛となり、企業部門の資金不足額が拡大し、1990年代初頭には、年間約40兆円規模にまで、企業部門の資金不足が拡大した。政府部門は、税収の伸びを背景に資金不足額を縮小させ、昭和62（1987）年度には資金余剰に転じ、昭和62（1987）～平成3（1991）年度までの5年間は資金余剰状態となった。家計部門についても、賃金上昇や利子・配当収入の増加を背景に、資金余剰額が大幅な増加を示し、平成4（1992）年度には、年間約50兆円規模に達した。

1980年代後半からバブル景気までの間<sup>(21)</sup>は、企業の旺盛な投資意欲が景気拡大を牽引（けんいん）し、その恩恵によって家計収入が伸び、家計の貯蓄の拡大が企業の設備投資を支えるという好循環が働いたと言えよう<sup>(22)</sup>。



(出典) 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」<<https://www.stat-search.boj.or.jp/>> を基に筆者作成。



(出典) 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」<<https://www.stat-search.boj.or.jp/>>; 内閣府「国民経済計算」<<https://www.esri.cao.go.jp/sna/menu.html>> を基に筆者作成。

(21) 景気循環に即して言えば、第11循環の始期（昭和61（1986）年11月）から景気の山（平成3（1991）年2月）を指す。「景気基準日付」内閣府経済社会総合研究所ウェブサイト <<https://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/di/hiduke.html>> を参照。

(22) 三菱UFJ銀行資金証券部『国債のすべて—その実像と最新ALMによるリスクマネジメント— 改訂版』金融財政事情研究会，2025，pp.230-231。

### 3 バブル崩壊後の我が国の資金循環

バブル崩壊を契機として、我が国の資金循環の姿は、大きく変貌を遂げる。

企業部門は、設備投資の抑制や負債圧縮の動きから、急速に資金不足額を縮小させ、平成 10（1998）年度には資金余剰に転じ<sup>(23)</sup>、その後、令和 6（2024）年度に至るまでの約 30 年弱の間、おおむね一貫して、資金余剰となっている。平成 15（2003）年度に年間 50 兆円規模の資金余剰となったのを筆頭に、多くの年度で年間 20 ～ 30 兆円規模の資金余剰となっており、直近の令和 6（2024）年度においても、年間 26 兆円の資金余剰である<sup>(24)</sup>。

政府部門は、税収の減少や景気対策のための財政出動を反映し、平成 4（1992）年度から資金不足に転じ<sup>(25)</sup>、その後、令和 6（2024）年度に至るまでの約 30 年強の間、一貫して資金不足となっている。平成 10（1998）年度に年間 60 兆円弱の資金不足となったのを筆頭に、コロナ禍の令和 2（2020）年度には年間 50 兆円超の資金不足となっており、多くの年度で年間 30 ～ 40 兆円規模の資金不足となっている。直近の令和 6（2024）年度においては、資金不足幅がやや改善し、年間 8 兆円の資金不足である。

家計部門は、一貫して資金余剰である。家計部門の資金余剰は、先述のとおり、平成 4（1992）年度に年間 50 兆円規模に達したものの、これをピークとして、その後令和 6（2024）年度に至るまでの約 30 年強の間、資金余剰幅がおおむね縮小傾向にある。もっとも、コロナ禍の令和 2（2020）年度及び令和 3（2021）年度については、家計部門の資金余剰は、令和 2（2020）年度で 44 兆円、令和 3（2021）年度で 34 兆円に達しており、政府による積極的な家計支援と消費行動の抑制によって、いわゆる過剰貯蓄が生じたことが読み取れる<sup>(26)</sup>。

家計部門の資金余剰幅が中期的に縮小している要因としては、賃金抑制や利子・配当収入の低迷等による所得減少に加え、高齢世代の増加による貯蓄取崩しの影響が顕在化している可能性が挙げられる<sup>(27)</sup>。一方で、高齢化が進む中においても、家計部門の資金余剰が継続していることに着目する見方があり、この点については、高齢者や女性の就業増が影響しているとされる<sup>(28)</sup>。

海外部門について、我が国は、一貫して、年間数兆円～数十兆円程度の規模で資金不足、すなわち経常収支黒字であり、その規模は、令和 6（2024）年度で 30 兆円に達している。しかしながら、その内訳は、大きく変化している。平成 8（1996）年度以降の経常収支の内訳と対外直接投資の推移を図 3 に示す。経常収支は、財の輸出入の収支を示す貿易収支、サービス取引の収支を示すサービス収支、利子・配当金等の収支を示す第一次所得収支等<sup>(29)</sup>から構成される。我が国の経常収支黒字を長らく牽引してきた貿易収支は、2000 年代後半以降、徐々に黒字幅が縮小し、平成 23（2011）年度から平成 26（2014）年度にかけて赤字に転じ、令和 3（2021）年度以降は、赤字が継続している。貿易収支の赤字が定着しつつある要因としては、輸出の伸

<sup>(23)</sup> 同上, p.231.

<sup>(24)</sup> なお、企業部門は、平成 18（2006）年度は、3 兆円の資金不足であった。

<sup>(25)</sup> 三菱 UFJ 銀行資金証券部 前掲注(2), p.231.

<sup>(26)</sup> 梶朋美「コロナ禍における過剰貯蓄の動向」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1205, 2022.10.4. <<https://doi.org/10.11501/12350595>>

<sup>(27)</sup> 三菱 UFJ 銀行資金証券部 前掲注(2), p.232.

<sup>(28)</sup> 宇南山ほか 前掲注(4), p.14; 川本敦・鶴岡将司「第 1 章 資金循環と日本経済の構造変化」『「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」報告書』前掲注(6), pp.4-10. 財務省ウェブサイト <<https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2023/junkanreport01.pdf>>

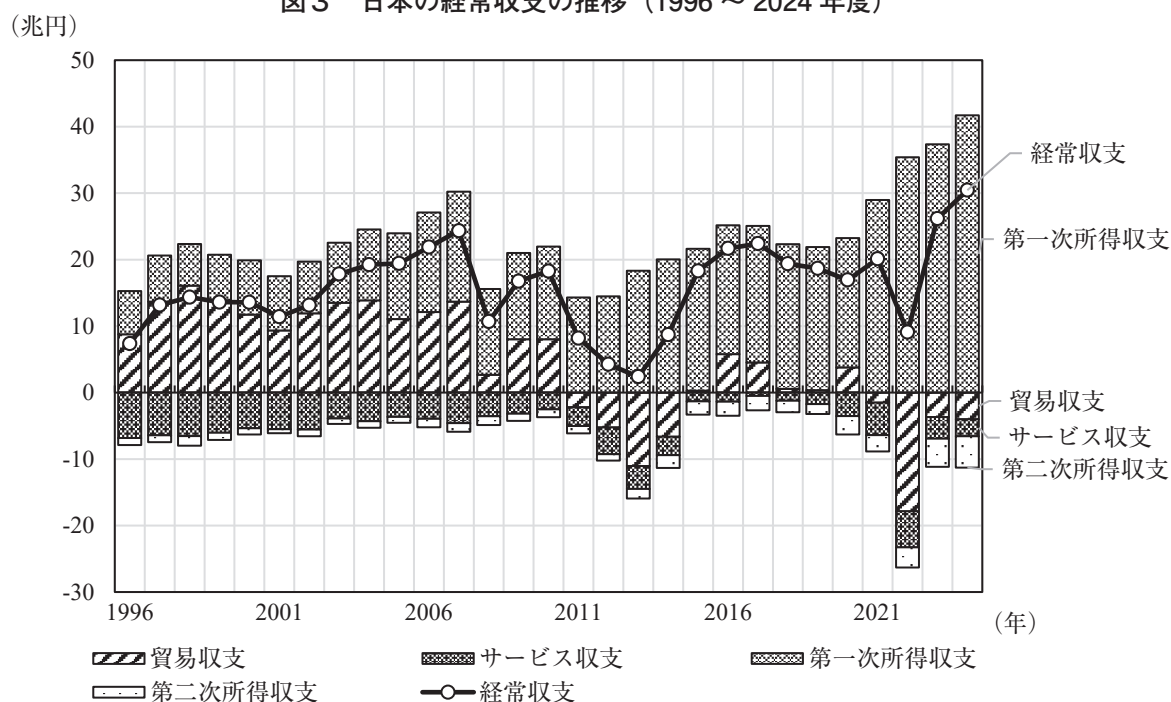
<sup>(29)</sup> このほか、官民の無償資金協力、寄付、贈与の受払等を示す第二次所得収支がある。「用語の解説」財務省ウェブサイト <[https://www.mof.go.jp/policy/international\\_policy/reference/balance\\_of\\_payments/term.htm](https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/balance_of_payments/term.htm)>



び悩みと、資源・エネルギー価格の高騰等に伴う輸入の増加が指摘されている。貿易収支に代わって、我が国の経常収支黒字の牽引役となっているのは、第一次所得収支である。第一次所得収支の内訳を見ると、我が国の企業が対外直接投資を積極的に行ってきたことを背景として、海外子会社からの配当金等を計上する直接投資収益が大きく伸びており、特に令和4（2022）年度以降、20兆円台で推移している。また、証券投資収益も増加傾向にある<sup>(30)</sup>。

以上述べたように、バブル崩壊後の我が国の資金循環は、家計部門と企業部門の資金余剰が、政府部門の資金不足と対外投資収益によってバランスしている状態である。その主な特徴は、企業部門の大幅な資金余剰、政府部門の大幅な資金不足、そして旺盛な対外直接投資の3点に集約できよう。そこで、こうした我が国の特徴を念頭に、次章では、米国、英国、ドイツの3か国を例として挙げつつ、我が国との比較を試みることにしたい。

図3 日本の経常収支の推移（1996～2024年度）



（出典）財務省「国際収支統計」〈[https://www.mof.go.jp/policy/international\\_policy/reference/balance\\_of\\_payments/bpnet.htm](https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/balance_of_payments/bpnet.htm)〉を基に筆者作成。

## Ⅱ 主要国の資金循環の特徴

本章では、Ⅱ1において米国、Ⅱ2において英国、Ⅱ3においてドイツの、それぞれの資金循環の特徴を概観した後、Ⅱ4において、我が国との比較を試みる。この3か国と比較するのは、米国は、基軸通貨国であること、英国は、トラス・ショック（Ⅱ2(2)において後述）が発生したこと、ドイツは、債務ブレーキ条項（Ⅱ3(2)において後述）を有することという、我が国と比べて、それぞれ特徴的な要素を持っているからである。

<sup>(30)</sup> 『日本経済 2019-2020—人口減少時代の持続的な成長に向けて—』内閣府政策統括官（経済財政分析担当）2020, pp.119-122. 〈[https://www5.cao.go.jp/keizai3/2019/0207nk/pdf/n19\\_3\\_1.pdf](https://www5.cao.go.jp/keizai3/2019/0207nk/pdf/n19_3_1.pdf)〉; 「国際収支の推移」財務省ウェブサイト 〈[https://www.mof.go.jp/policy/international\\_policy/reference/balance\\_of\\_payments/bpnet.htm](https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/balance_of_payments/bpnet.htm)〉

## 1 米国

### (1) 米国の資金循環の概要

米国の制度部門別資金過不足の推移について、1995 年以降の名目 GDP 比を示せば、図 4 のとおりである。

企業部門は、2008 年の世界金融危機や 2020 年代初頭の新型コロナウイルス感染拡大に伴う景気後退期を中心に、資金余剰となる時期がある。一方、景気回復期には、旺盛な資金需要に伴って、資金不足になっており、おおむね景気変動に沿った動きとなっている。

政府部門は、一貫して資金不足である。特に、世界金融危機や新型コロナウイルス感染拡大に伴う景気後退期を中心に、資金不足幅が拡大した時期がある。

家計部門は、かつて資金不足であったが、世界金融危機以降、資金余剰に転じた<sup>(31)</sup>。新型コロナウイルス感染拡大期には、資金余剰幅を大幅に拡大したが、その後、景気回復に伴って資金余剰幅が縮小、又は資金不足となっている。

海外部門については、一貫して経常収支赤字である。1996 年以降の米国の経常収支の推移を図 5 に示す。巨額の貿易収支赤字が続く一方、サービス収支の黒字は小さく、第一次所得収支は、黒字幅が縮小した後、2024 年に赤字に転じている。

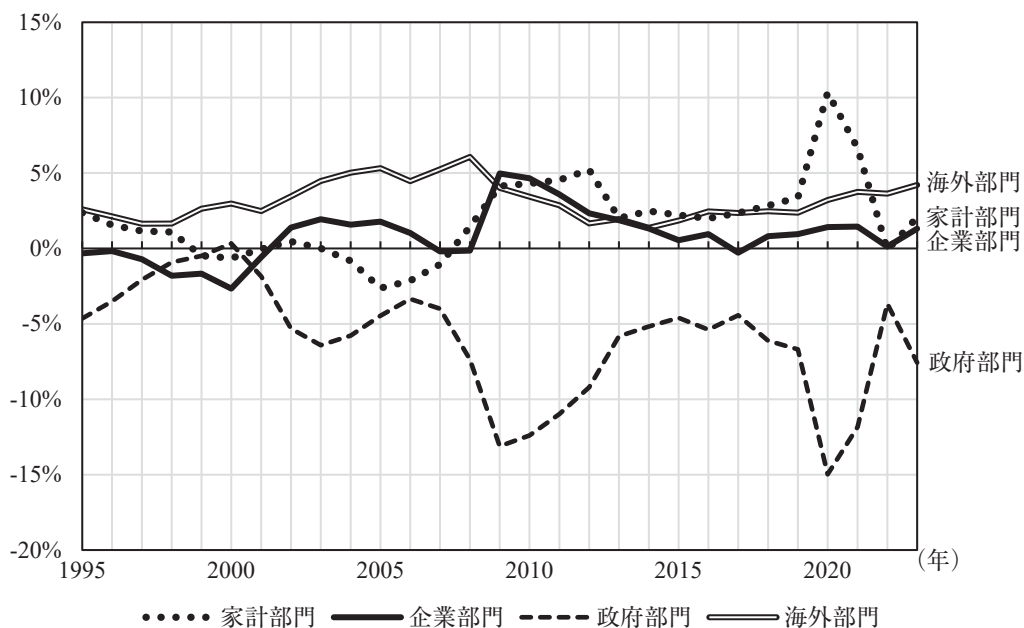
米国の巨額の経常収支赤字については、その要因を主に、貿易協定や関税等の貿易政策の在り方に求める見解と、旺盛な国内需要を賄うだけの貯蓄が国内に乏しいという同国の経済構造に求める見解がある。前者の貿易政策は、輸入関税、輸出補助金等によって、輸出量、輸入量を変化させようとする政策である。しかしながら、こうした貿易政策は、輸出量、輸入量のそれぞれに個別に影響を与えることはできても、その差である貿易赤字の主たる要因ではないとされる<sup>(32)</sup>。一方で、後者の考え方によれば、巨額の経常収支赤字の背景には、家計の貯蓄率の低さと政府の財政赤字があるとされる。1980 年代のレーガノミクスによる大規模な減税政策は、政府の財政赤字を拡大させ、財政赤字と経常収支赤字という「双子の赤字」を生み出したと言われている<sup>(33)</sup>。

(31) 伴ほか 前掲注(6), pp.53-57.

(32) Maurice Obstfeld, "The U.S. Trade Deficit: Myths and Realities," *Brooking Papers on Economic Activity*, 2025.3.27-28, p.0. <[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2025/03/3\\_Obstfeld.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2025/03/3_Obstfeld.pdf)>; Roger W. Ferguson, Jr., "U.S. Current Account Deficit: Causes and Consequences," 2005.4.20. Board of Governors of the Federal Reserve System website <<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050420/default.htm>>

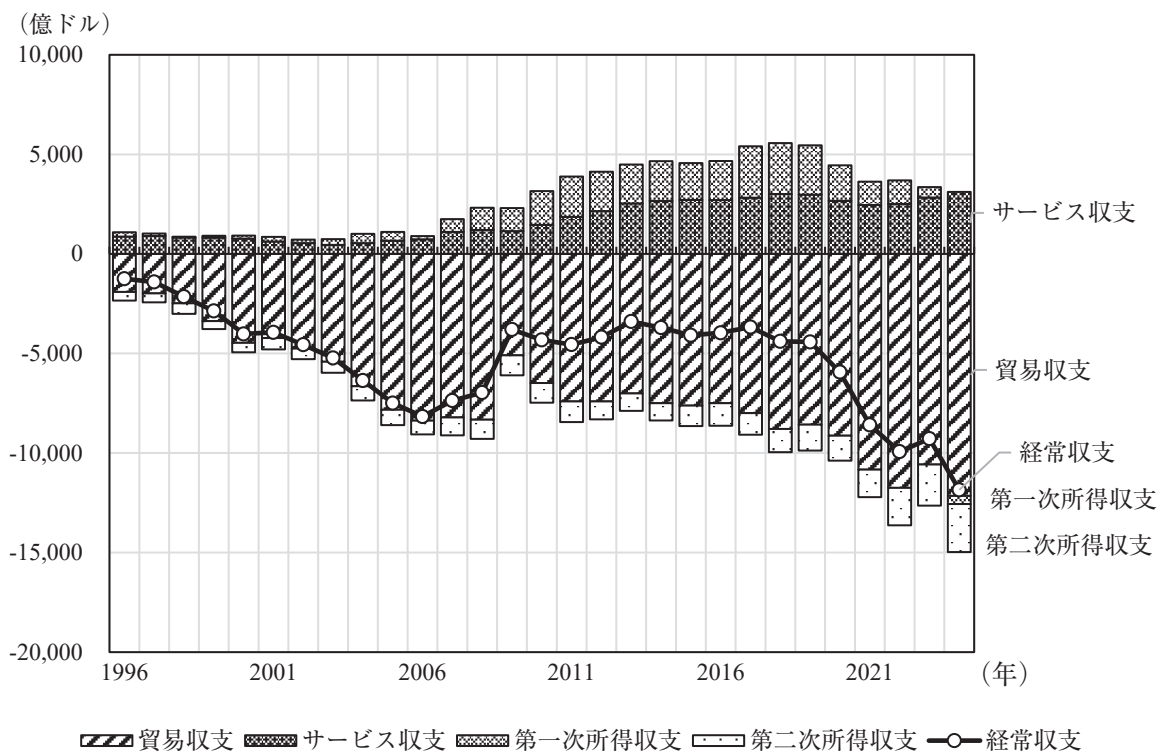
(33) Ferguson, Jr., *ibid.*; 伊藤元重「プラザ合意から 40 年（上）現在の米国と多くの共通点」『日本経済新聞』2025.9.10.「双子の赤字仮説」について、財政赤字と経常収支赤字の間には、正の相関関係が見られることが多いものの、因果関係については議論がある。米国の財政政策ショックが開放経済に及ぼす影響を分析した文献としては、例えば、次のようなものがある。Mathias Klein and Ludger Linnemann, "Tax and spending shocks in the open economy: Are the deficits twins?" *European Economic Review*, Vol.120, 2019.11. <<https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2019.103300>>

図4 米国の制度部門別資金過不足（名目 GDP 比）の推移（1995～2023年）



（出典）“OECD Data Explorer.” <<https://data-explorer.oecd.org/>> を基に筆者作成。

図5 米国の経常収支の推移（1996～2024年）



（出典）“OECD Data Explorer.” <<https://data-explorer.oecd.org/>> を基に筆者作成。

## (2) 米国の経常収支赤字と基軸通貨

米国の経常収支赤字については、前節で紹介した議論に加え、ドルが基軸通貨であることとの関連を指摘する見解がある。これは、「トリフィン（Robert Triffin）の流動性ジレンマ」と呼ばれ、各国が基軸通貨を得るために、基軸通貨国向けの輸出を拡大する結果、基軸通貨国の経常収支赤字が必然的に拡大するという考え方である<sup>(34)</sup>。しかしながら、この考え方は神話にすぎず、基軸通貨であることによる経常収支全体への影響は不確定であるとの研究もある。これは、仮に、基軸通貨国であることが、旺盛なドル需要を通じてドル高を引き起こし、経常収支を悪化させることがあったとしても、一方で、米国は、基軸通貨国であることによって、ドル建てでの借入コストが安く済むというメリット（流動性プレミアム）を享受しており、これによって消費や投資が促進されている可能性があるためである<sup>(35)</sup>。

さらに、米国が経常収支赤字を継続できる理由として、ドルが基軸通貨であることは表面的な理由にすぎず、その背景には、米国経済が決して破綻せず、今後も経済成長を続け、世界経済の信用創造の中心であり続けるとの信頼を、世界中から勝ち得てきたことにあるとの指摘もある<sup>(36)</sup>。

## 2 英国

### (1) 英国の資金循環の概要

英国の制度部門別資金過不足の推移について、1995 年以降の名目 GDP 比を示せば、図 6 のとおりである。

企業部門は、かつて資金不足であったが、2000 年代初頭以降、景気局面によって、資金余剰に転じている時期がある<sup>(37)</sup>。米国と同様、世界金融危機や新型コロナウイルス感染拡大に伴う景気後退期を中心に、資金余剰となっているほか、2016 年の英国の EU 離脱以降、企業の投資判断の不確実性が高まり、企業投資が低迷したことによって、資金余剰が続いている<sup>(38)</sup>。

政府部門は、おおむね一貫して資金不足である。米国と同様、世界金融危機や新型コロナウイルス感染拡大期に、資金不足幅が拡大している。また、近年では、資源・エネルギー価格の高騰に伴い、家計や企業の支援を手厚く行ったことが影響し、資金不足幅は高止まりしたまま推移している<sup>(39)</sup>。

家計部門は、おおむね資金余剰で推移しており、新型コロナウイルス感染拡大期には、資金余剰幅を大幅に拡大した。景気回復に伴い、2022 年に資金不足となったが、その後、家計消費の伸びの鈍化を反映して、再び資金余剰となっている<sup>(40)</sup>。

(34) 石川智久「国際基軸通貨について考える—米ドルに代わるものはあるのか—」『Viewpoint』No.2025-010, 2025.6.2, p.4. <<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/viewpoint/pdf/15850.pdf>>; Stephen Miran, “A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System,” 2024.11, p.7. Hudson Bay Capital website <[https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199\\_A\\_Users\\_Guide\\_to\\_Restructuring\\_the\\_Global\\_Trading\\_System.pdf](https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf)>

(35) Obstfeld, *op.cit.*(32), p.24.

(36) 野口悠紀雄「「対外赤字」こそが米国の強さの象徴、トランプ愚策が崩す“繁栄のメカニズム”」『ダイヤモンド・オンライン』2025.5.22.

(37) “Sectoral net lending,” 2010.11. Office for Budget Responsibility website <<https://obr.uk/box/sectoral-net-lending/>>

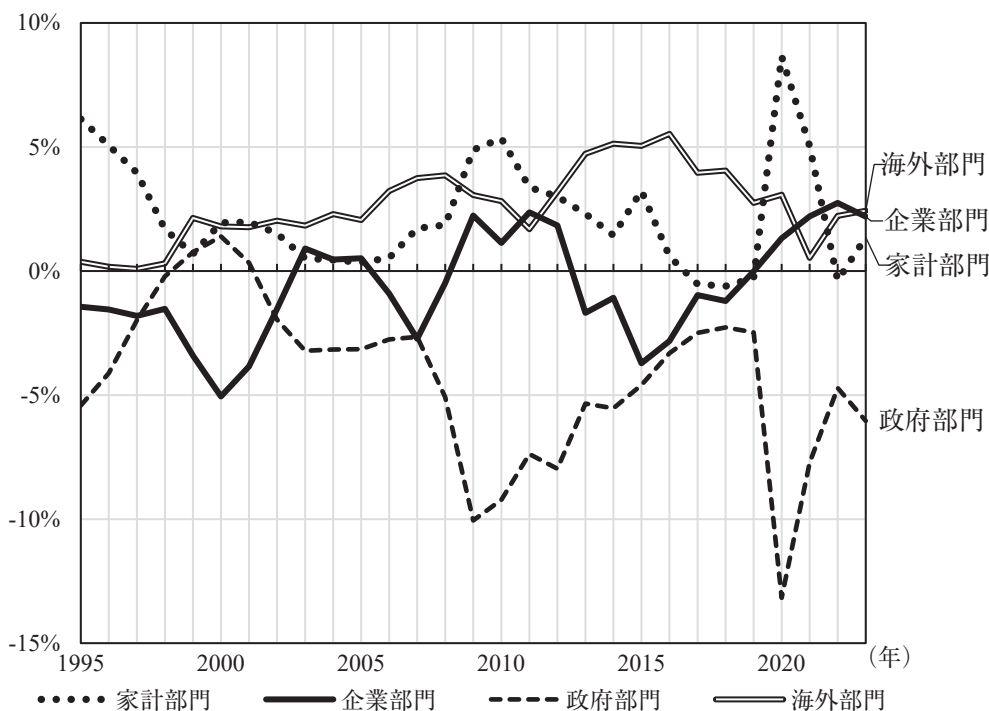
(38) P. Bunn et al., “Influences on investment by UK businesses: evidence from the Decision Maker Panel,” *Quarterly Bulletin*, 2<sup>nd</sup> Quarter, 2021.6.25. <<https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2021/2021-q2/influences-on-investment-by-uk-businesses-evidence-from-the-decision-maker-panel>>

(39) *Fiscal risks and sustainability*, [London]: Office for Budget Responsibility, 2025.7, p.3. <[https://obr.uk/docs/dlm\\_uploads/Fiscal-risks-and-sustainability-report-July-2025.pdf](https://obr.uk/docs/dlm_uploads/Fiscal-risks-and-sustainability-report-July-2025.pdf)>

(40) “Households’ finances and saving, UK:2020 to 2024,” 2024.7.22. Office for National Statistics website <<https://www.ons.gov.uk/economy/nationalaccounts/uksectoraccounts/articles/householdsfinesandsavinguk/2020to2024/pdf>>

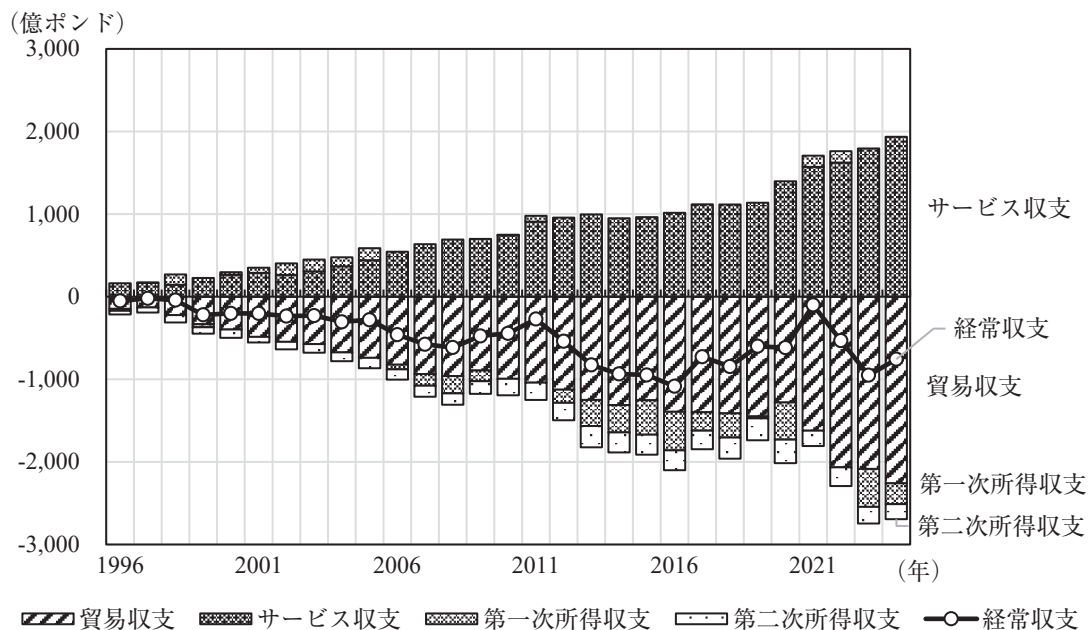


図6 英国の制度部門別資金過不足（名目 GDP 比）の推移（1995～2023 年）



（出典）“OECD Data Explorer.” <<https://data-explorer.oecd.org/>> を基に筆者作成。

図7 英国の経常収支の推移（1996～2024 年）



（出典）“OECD Data Explorer.” <<https://data-explorer.oecd.org/>> を基に筆者作成。

海外部門については、一貫して経常収支赤字である。1996年以降の英国の経常収支の推移を図7に示す。貿易赤字がサービス収支の黒字を上回る状況が続いており、近年の資源・エネルギー価格の高騰を受け、貿易・サービス収支の赤字幅は、拡大傾向にある。サービス分野の力強い成長に比べ、財の輸出が不振であることについては、成長や税収を抑制する要因である

として憂慮する見方と、英国経済が製造業からサービス業へと長期的に移行していく過程であるとの見方がある<sup>(41)</sup>。また、第一次所得収支についても、赤字傾向が続いている。これは、英国の対外直接投資に伴う収益が減少する一方、英国への対内直接投資に対する支払いが増加していること、また、英国政府による海外投資家への国債利払いの増加を背景に、証券投資の赤字傾向が続いていることが要因であるとされる<sup>(42)</sup>。

## (2) トラス・ショック

英国では、前述のとおり、政府部門及び海外部門において、長年、大幅な赤字が続いているが、このことを背景として発生した特徴的な事案として、トラス・ショックに触れておきたい。

トラス・ショックは、2022年9月、当時のリズ・トラス（Liz Truss）政権が大規模な財政出動方針を打ち出したことを契機として、英国金融市場が動揺し、債券安、通貨安、株安のトリプル安が同時進行するに至った事案である<sup>(43)</sup>。

トラス・ショックの主な要因は、財政に対する市場の信認が悪化したことであり、その背景には、政府部門において、長年の財政赤字が累積した結果、政府債務残高が名目GDPと同水準<sup>(44)</sup>にまで膨張していたこと、海外部門において、長年の経常収支赤字が累積した結果、対外純資産がマイナス<sup>(45)</sup>になっていたことがある<sup>(46)</sup>。基軸通貨国ではなく、かつ対外純資産がマイナスで経常収支赤字の国において、インフレが進行する中で過度な財政出動を行えば財政リスクが高まるのは、当然の帰結であるとされる<sup>(47)</sup>。

また、英国債の海外保有比率が高かったことが、ショックを増幅したとの指摘もある。投資家による資産選択には、ホームバイアスがある。ホームバイアスとは、投資判断の際、その収益性の大小だけではなく、為替リスクや制度的要因等を考慮する結果、海外資産への投資よりも国内資産への投資を選好しやすい傾向が生じることを指す。長年の経常収支赤字を背景に、海外保有比率が高くなっていた英国債には、ホームバイアスが働きにくく、国債市場の危機が増幅されやすかった可能性がある<sup>(48)</sup>。

(41) Valentina Romei, “Share of goods in UK exports falls to record low,” *Financial Times*, 2025.7.28.

(42) “UK Balance of Payments, The Pink Book: 2024,” 2024.10.31. Office for National Statistics website <<https://www.ons.gov.uk/economy/nationalaccounts/balanceofpayments/bulletins/unitedkingdombalanceofpaymentssthepinkbook/2024>>; 土田陽介「所得収支からみた英国の資金循環—好調な経済の裏で強まる対外脆弱性—」『調査レポート』2014.6.9. <[https://www.murc.jp/wp-content/uploads/2022/10/report\\_140609.pdf](https://www.murc.jp/wp-content/uploads/2022/10/report_140609.pdf)>

(43) 大森健吾「国債金利の上昇と財政運営」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1333, 2025.10.7, pp.8-9. <<https://doi.org/10.11501/14491438>>; 永濱利廣「再考トラスショック—トリプル安の背景に2桁インフレとGDPギャップの大幅プラスあり—」『Economic Trends』2025.6.9. <<https://www.dlri.co.jp/files/macro/465714.pdf>>

(44) 英国の一般政府総債務は、2022年第3四半期末時点で、名目GDPの100.2%相当であった。“UK government debt and deficit: September 2022,” 2023.1.31. Office for National Statistics website <<https://www.ons.gov.uk/economy/governmentpublicsectorandtaxes/publicspending/bulletins/ukgovernmentdebtanddeficitforeurostatmaast/september2022>>

(45) 英国の対外純債務残高は、2022年第3四半期末時点で、1514億ポンドであった。“Balance of payments, UK: July to September 2022,” 2022.12.22. Office for National Statistics website <<https://www.ons.gov.uk/economy/nationalaccounts/balanceofpayments/bulletins/balanceofpayments/julytoseptember2022>>

(46) 田中理「日本でトラス・ショックは起きるのか？—局面は酷似、海外勢の国債市場でのプレゼンス拡大に注意—」『Economic Trends』2025.6.17. <<https://www.dlri.co.jp/files/macro/469957.pdf>>

(47) 永濱 前掲注(43)

(48) 細江塔陽・楠原雅人「トラス・ショックを踏まえた経常収支・国債の海外保有・安全資産の関係」『ファイナンス』691号, 2023.6, pp.50-51. <[https://www.mof.go.jp/public\\_relations/finance/202306/202306k.pdf](https://www.mof.go.jp/public_relations/finance/202306/202306k.pdf)>

### 3 ドイツ

#### (1) ドイツの資金循環の概要

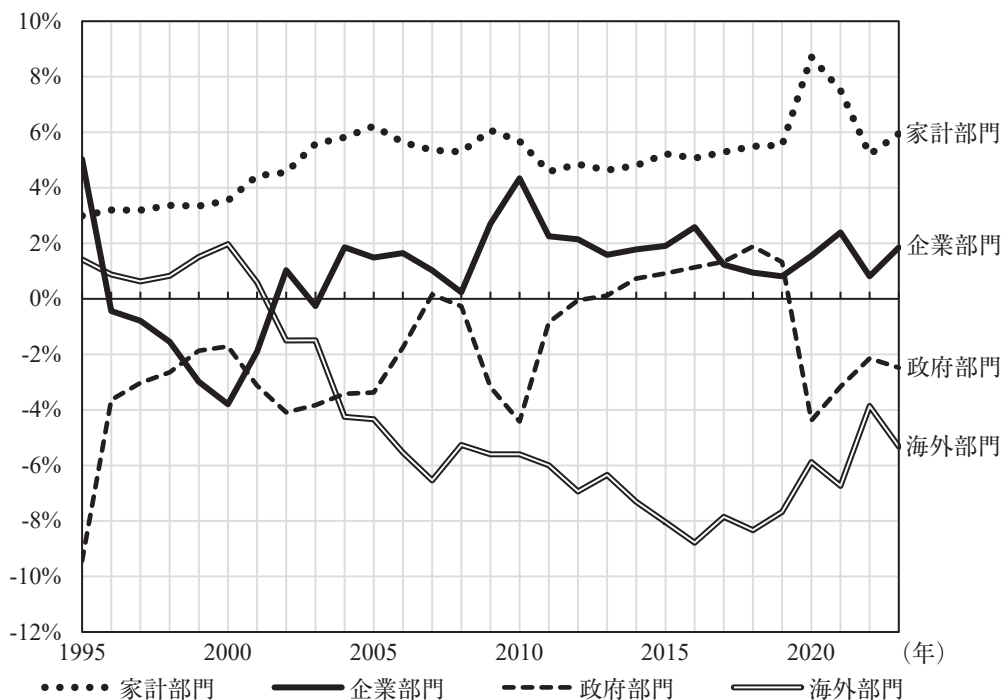
ドイツの制度部門別資金過不足の推移について、1995 年以降の名目 GDP 比を示せば、図 8 のとおりである。

企業部門は、2000 年代前半以降、若干の資金余剰傾向が続いている。国内投資が低調であり、特に、機械投資の水準が、世界金融危機前の水準に戻っていない<sup>(49)</sup>との指摘がある。

政府部門は、2000 年代前半まで慢性的な資金不足であり、世界金融危機の際にも資金不足が拡大したものの、2010 年代には、債務ブレーキ条項（後述）の導入によって、財政運営が安定し、資金余剰が続いた。2020 年代には、新型コロナウイルス感染拡大等の影響を受け、資金不足に転じている<sup>(50)</sup>。

家計部門は、一貫して資金余剰で推移しており、新型コロナウイルス感染拡大期には、資金余剰幅を拡大した。

図 8 ドイツの制度部門別資金過不足（名目 GDP 比）の推移（1995 ～ 2023 年）



（出典）“OECD Data Explorer.” <<https://data-explorer.oecd.org/>> を基に筆者作成。

海外部門は、2002 年以降、一貫して経常収支黒字である。1996 年以降のドイツの経常収支の推移を図 9 に示す。サービス収支は若干の赤字であるが、貿易収支、第一次所得収支が安定的に黒字である。貿易収支については、自動車、機械、化学製品等が主要輸出品目である。特に、2020 年代初めの資源・エネルギー価格の高騰が落ち着き、近年、輸入価格が下落しつつある中においても、輸出価格が逆に上昇し、交易条件<sup>(51)</sup>が改善しており、これは、ドイツの輸出事業

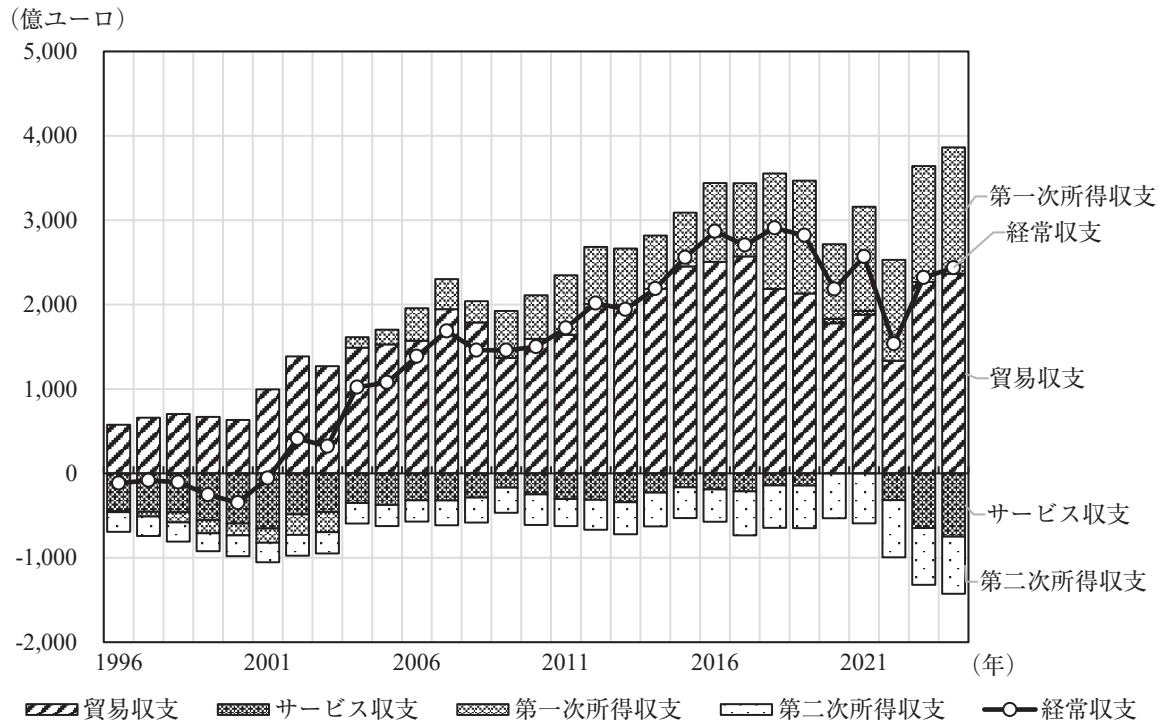
(49) ドイツの機械投資の名目 GDP 比は、1993 ～ 2008 年の平均が 7.5% であったのに対し、2009 ～ 2023 年の平均が 6.7% である。伴ほか 前掲注(6), p.47.

(50) 同上, p.48.

(51) 交易条件とは、輸出価格と輸入価格の比である。例えば、海外の物価が上がり、輸入価格が上がる時、同時

者が投入コストの上昇を価格転嫁できる、高い輸出競争力を有していることを示している<sup>(52)</sup>。

図9 ドイツの経常収支の推移（1996～2024年）



(出典) “OECD Data Explorer.” <<https://data-explorer.oecd.org/>> を基に筆者作成。

## (2) 債務ブレーキ条項

ドイツの政府部門において、2010年代、安定した資金余剰が続いた背景には、債務ブレーキ条項の存在がある。債務ブレーキ条項とは、ドイツ連邦共和国基本法（我が国の憲法に相当する。以下「基本法」という。）に基づき、連邦政府の起債額を原則として名目GDPの0.35%以内に抑制するルールであり、連邦政府には、2011年から適用が開始された<sup>(53)</sup>。ただし、例外条項があり、自然災害又は国家の統制が及ばず国家財政に甚大な影響を与える緊急非常事態の場合には、特例として起債を行うことができる。2020～2023年には、新型コロナウイルス感染拡大、ロシアによるウクライナ侵略等への対応のため、例外条項が適用され、債務ブレーキは停止されていた<sup>(54)</sup>。しかしながら、2023年11月になって、連邦憲法裁判所が、債務ブレーキの例外条項によって認められた信用枠は、当該会計年度末までしか使用できず、その後は失効するとの判断を示したことで、2024年の連邦予算は、債務ブレーキを遵守して決定された<sup>(55)</sup>。

に輸出企業がコストの上昇を輸出価格に転嫁できていれば、交易条件への影響は小さい。しかしながら、輸入価格が上がる一方で、輸出価格が変わらない場合、交易条件は悪化する。廣瀬信己「物価への3つのアプローチ―賃金と物価の好循環」の先へ」『レファレンス』888号、2024.12、pp.75-77。<<https://doi.org/10.11501/13939020>>

(52) “In-Depth Review 2024 Germany,” *Institutional Paper*, No.280, 2024.4, p.3. <[https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/752252ba-32c9-4537-858b-347ee47a2928\\_en?filename=ip280\\_en.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/752252ba-32c9-4537-858b-347ee47a2928_en?filename=ip280_en.pdf)>

(53) 山岡規雄「【ドイツ】「債務ブレーキ」緩和に関する基本法改正」『外国の立法』No.303-2, 2025.5, pp.18-19。<<https://doi.org/10.11501/14242751>> なお、州政府についても、原則として、起債によらず収支を均衡させなければならないとするルールがある。渡辺富久子「ドイツにおける財政規律強化のための基本法の規定」『外国の立法』No.263, 2015.3, pp.77-83. <<https://doi.org/10.11501/9111090>>

(54) 新井俊三「ドイツの財政政策転換―債務ブレーキの修正―」『フラッシュ』No.539, 2025.4.7. <<https://iti.or.jp/flash/539>>

(55) Veronika Grimm et al., “The Debt Brake After the Federal Constitutional Court Judgement: Increase Flexibility - Maintain Stability,” *Policy Brief*, 2024.1, p.1. <<https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/PolicyBrief/>>



その後、気候変動対策、デジタル化、防衛力強化等の中長期的な課題への対応の必要性から、ルール改定の議論が活発化し<sup>(56)</sup>、2025年3月、基本法が改正され、債務ブレーキが柔軟化された。基本法改正の主な内容は、防衛費等に係る連邦支出額のうち、名目GDP比1%の額を超える部分について、債務ブレーキの対象外とすること、インフラ整備及び気候変動対応のため、債務ブレーキの対象外となる特別基金を設立すること等である<sup>(57)</sup>。

ドイツの債務ブレーキが、経済安定のための錨（いかり）として機能しているのか、あるいは、投資や経済成長の阻害要因なのかについては論争があり<sup>(58)</sup>、今後の動向が注目される。

#### 4 我が国との比較

I 3で述べたように、バブル崩壊後の我が国の資金循環は、家計部門と企業部門の資金余剰が、政府部門の資金不足と対外投資収益によってバランスしている状態である。そこで、本節では、我が国の過去約30年間の資金循環の姿を、前節までで紹介した、米国、英国、ドイツと比較することによって、その特徴を改めて確認してみたい。

図10は、我が国、米国、英国、ドイツの、1995年から2023年までの制度部門別の資金過不足のGDP比の平均バランス<sup>(59)</sup>を示したレーダー・チャートである。仮に、各部門の資金過不足の値がそれぞれゼロであるならば、チャートの形状は、正方形となり、図10では、資金過不足ゼロのライン（以下「ゼロライン」という。）として、グレーの線で示している。実際には、制度部門間で資金過不足があるため、正方形にはならず、資金余剰の部門の値は、ゼロラインを上回り、資金不足の部門の値は、ゼロラインを下回る。しかしながら、本チャートの各国ごとの各制度部門の値の合計は、金融機関を捨象すれば、I 1の式4で示したとおり、ゼロになる。

図10における各国のチャートの形状は、各制度部門別の資金の流れが各国の経済規模に比して、どの程度偏っているかを表すものであり、言わば、過去約30年間の経済活動から導かれる、それぞれの国のカタチであると言えよう。

我が国のチャートを一見してすぐに分かることは、その形状が大きく左に突出し、企業部門の資金余剰が非常に大きいということである。他の3か国の企業部門の資金過不足がおおむねゼロライン近辺であるのに対し、我が国の企業部門の過去約30年間の資金余剰の平均は、

pb2024/Policy\_Brief\_2024\_01\_eng.pdf>; 山岡規雄「【ドイツ】2021年度第2次補正予算法に対する違憲判決（小特集 予算とそれをめぐる動向）」『外国の立法』No.298-2, 2024.2, pp.4-5. <<https://doi.org/10.11501/13331975>>; 「低成長ドイツのアップサイドリスクー違憲判決に端を発した財政見直し議論の影響とは―」『みずほインサイト』2024.2.22. <<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/2024/pdf/insight-eu240222.pdf>>

(56) “Sound public finances, stronger investment: a proposal to reform the debtbrake,” *Monthly Report*, 2025.3.4. <<https://publikationen.bundesbank.de/publikationen-en/reports-studies/monthly-reports/monthly-report-march-2025-952320?article=sound-public-finances-stronger-investment-a-proposal-to-reform-the-debt-brake-952322>>

(57) 山岡 前掲注(53)

(58) “The German Debt Brake – Anchor of Stability or Blocker of Investments?” 2023.12.8. ifo Institute website <<https://www.ifo.de/en/facts/2023-12-08/german-debt-brake-anchor-stability-or-blocker-investments>>

(59) 制度部門別の資金過不足のGDP比の平均は、1995年から2023年までの各年の制度部門別の資金過不足の名目GDP比を、各年の実質GDPによって加重平均することによって算出した。 $t$ 年における制度部門Aの名目資金過不足を $X_t^N$ 、制度部門Aの実質資金過不足を $X_t^R$ 、名目GDPを $Y_t^N$ 、実質GDPを $Y_t^R$ 、GDPデフレーターを $P_t$ と置くと、 $t$ 年の制度部門Aの名目資金過不足の名目GDP比 $a_t^N$ は、 $a_t^N = \frac{X_t^N}{Y_t^N} = \frac{X_t^N/P_t}{Y_t^N/P_t} = \frac{X_t^R}{Y_t^R}$ なので、 $X_t^R = a_t^N Y_t^R$ である。

$w_t = \frac{Y_t^R}{\sum_{t=1995}^{2023} Y_t^R}$ と置くと、制度部門Aの資金過不足のGDP比の平均 $\bar{a}$ は、 $\bar{a} = \frac{\sum_{t=1995}^{2023} X_t^R}{\sum_{t=1995}^{2023} Y_t^R} = \frac{\sum_{t=1995}^{2023} a_t^N Y_t^R}{\sum_{t=1995}^{2023} Y_t^R} = \sum_{t=1995}^{2023} a_t^N w_t$ と表せる。

大幅なプラスである。

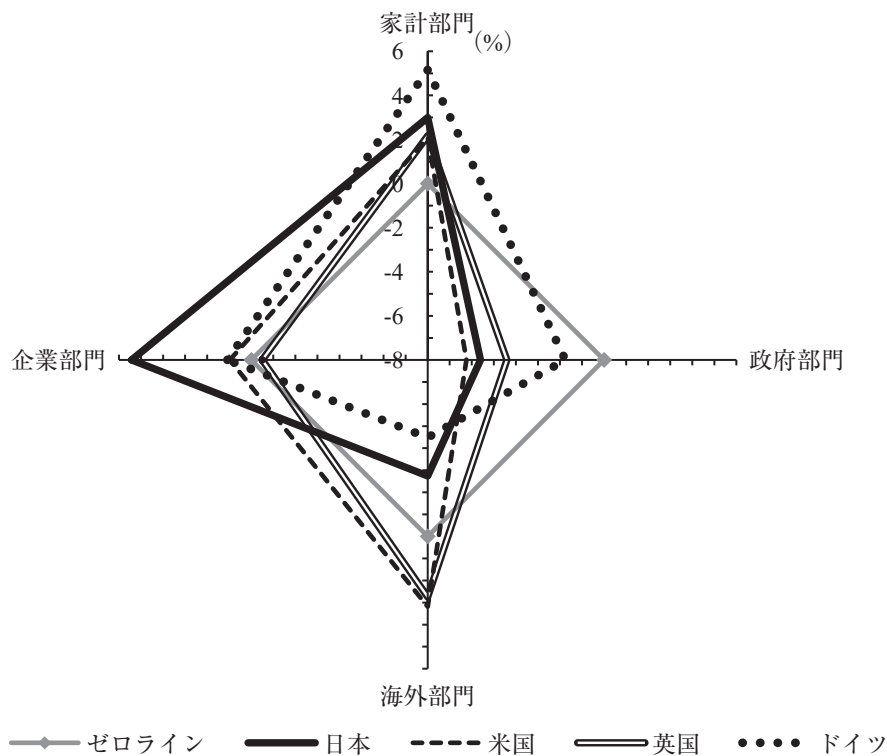
これと好対照を成すのが、政府部門である。政府部門については、各国ともゼロラインを下回っている。ドイツの政府部門の資金不足幅が最も小さいのは、債務ブレーキ条項を始めとする財政健全化努力の成果であろう。これに対して、我が国の政府部門の過去約30年間の資金不足の平均は、トラス・ショックを引き起こした英国を上回り、基軸通貨国である米国のそれに迫る規模である。

家計部門は、ドイツに次いで資金余剰の規模が大きい。また、海外部門は、ドイツに次いで、海外に資金を供給する立場にある。

以上のように、米・英・独の3か国との比較においても、我が国の資金循環の主な特徴は、I 3で述べたとおり、企業部門の大幅な資金余剰、政府部門の大幅な資金不足、そして旺盛な対外直接投資を背景とした、大幅な経常収支黒字の3点にあると言えよう。

そこで、次章においては、このような特徴的な動きをしてきた我が国の資金循環には、どのような含意があるのか、また、今後の資金循環の行方を探る上で、どのような課題が考えられるのかを考察してみたい。

図10 主要国の制度部門別資金過不足のGDP比の平均バランス  
(実質GDPベース、1995～2023年平均)



(出典) “OECD Data Explorer.” <<https://data-explorer.oecd.org/>> を基に筆者作成。

### Ⅲ 我が国の資金循環をめぐる課題

前章までで述べたとおり、我が国の資金循環の主な特徴は、企業部門の大幅な資金余剰、政府部門の大幅な資金不足、そして旺盛な対外直接投資の3点にある。そこで、本章では、これらの3点について、順序は前後するが、企業部門の資金余剰、旺盛な対外直接投資、政府部門の資金不足の順に、そのことが我が国の経済にもたらす含意について、主な論者の見解を交えつつ、考察してみたい。

#### 1 企業部門の資金余剰

世界的に見て異例とも言われる、我が国の長年にわたる企業部門の資金余剰は、なぜ続いているのであろうか。その主な要因には、①国内の成長期待<sup>(60)</sup>の低迷があり、その結果、②海外への資金流出が増加する一方、国内において、③企業部門と家計部門に係る悪循環が生じている可能性があるとの指摘がある。

##### (1) 国内の成長期待の低迷

企業の資金余剰の背景にあるのは、投資よりも貯蓄が多いという企業行動であり、それは、企業の設備投資の弱さを反映している。企業の設備投資は、なぜ弱いのであろうか。帝京大学教授の田中賢治氏の研究によれば、その背景には、将来の成長期待の低迷があるとされる。設備投資は、「今」の便益を犠牲にして「将来」の便益を得る企業行動であるから、将来の利益が期待できれば設備投資を行うが、将来の利益が期待できない場合には、企業は投資を抑制する<sup>(61)</sup>。このことは、企業の設備投資を決定する理論の1つである、「トービンのq」によって説明できる。「トービンのq」とは、株式市場で評価された企業価値を資本の再取得価値で除した値<sup>(62)</sup>であり、前者の、株式市場で評価された企業価値が将来の成長期待を表している。田中氏は、この成長期待を反映する「トービンのq」の上昇が鈍いことが、設備投資の弱さにつながっていると指摘している。また、これに加え、将来の不確実性、過去の設備投資の失敗経験、企業の社齢の上昇も、設備投資に負の影響を及ぼしているとされる。企業の社齢の上昇は、企業の新陳代謝の鈍さとも関係している。我が国は、新しい企業の誕生による新規参入が少ないだけでなく、退出する企業も少ない。企業の社齢が上昇すると、設備投資に負の影響がある<sup>(63)</sup>だけでなく、研究開発が従来と近い領域に偏る傾向があるとの研究がある<sup>(64)</sup>。

(60) 成長期待とは、将来の企業の利益や経済成長に対する期待である。将来の企業の利益に対する期待が設備投資に及ぼす影響は、Ⅲ 1(1)において述べる。また、経済成長に対する期待が企業行動に及ぼす影響を研究した文献としては、例えば、次のようなものがある。Enisse Kharroubi, "Growth Expectations and the Dynamics of Entry," *SUERF Policy Brief*, No.434, 2022.10. <[https://www.suerf.org/wp-content/uploads/2023/12/f\\_60d13a450feec30718070c94ecd841c\\_54163\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/wp-content/uploads/2023/12/f_60d13a450feec30718070c94ecd841c_54163_suerf.pdf)>

(61) 田中賢治「第7章 企業行動から見た資金循環の論点」『日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会』報告書』前掲注(6), p.108. 財務省ウェブサイト <<https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2023/junkanreport07.pdf>>; 田中賢治「やさしい経済学 資金循環で見る日本企業の姿 (3)」『日本経済新聞』2025.4.28.

(62) 宮尾 前掲注(12), p.104. 「トービンのq」は、経済学者ジェームズ・トービン (James Tobin) 氏が提唱した設備投資の費用対効果を表す尺度である。

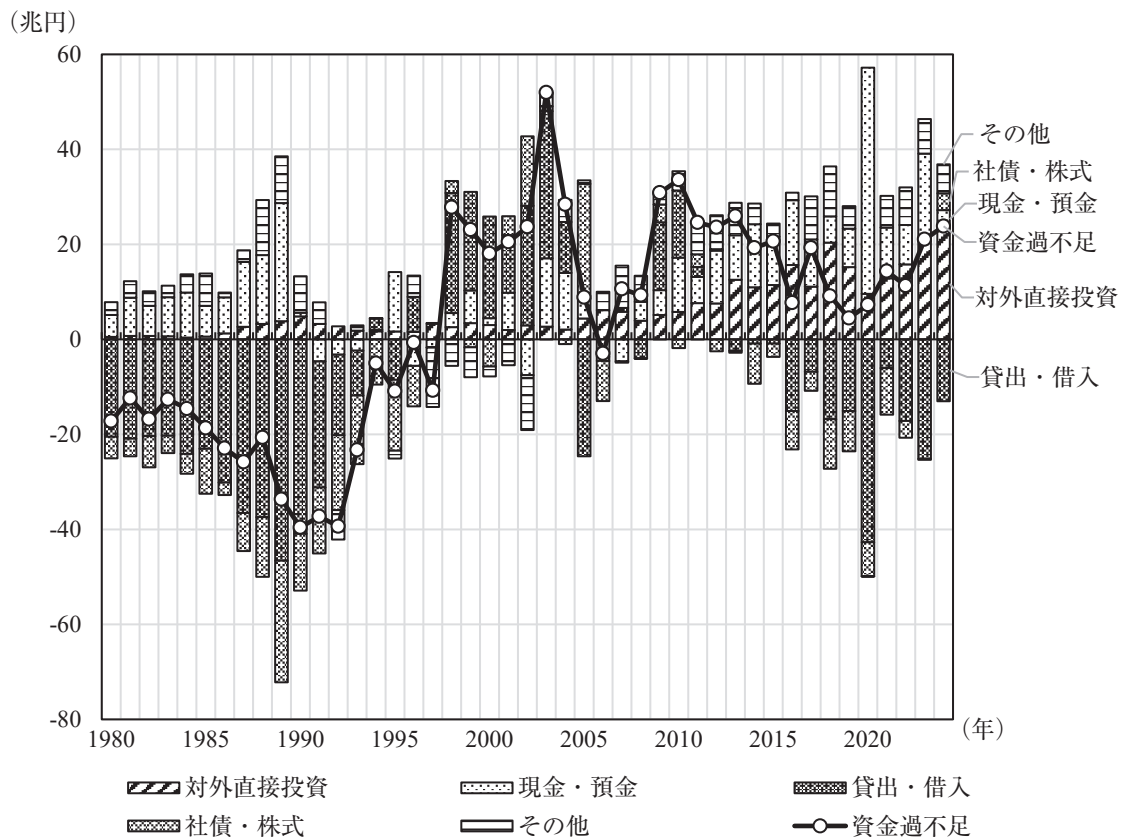
(63) 田中「第7章 企業行動から見た資金循環の論点」前掲注(6), pp.108, 129-131.

(64) Shotaro Yamaguchi et al., "Age of U.S. public firms, proximity to the past patent portfolio, and innovation," *Journal of Evolutionary Economics*, Vol.35, 2025.4.26, pp.415-439. <<https://doi.org/10.1007/s00191-025-00898-6>>

## (2) 海外への資金流出

企業部門の余剰資金は、どこに向かったのであろうか。図 11 は、企業部門の資金過不足の内訳の推移を示したものである。1990 年代後半から 2000 年代前半まで、企業は、余剰資金を、主に借入の返済や社債の償還に充ててきた。しかしながら、2010 年代以降、企業は、余剰資金を、現金・預金の積み増しに加え、対外直接投資に充てるようになってきている。企業は、成長期待の乏しい国内市場よりも、成長期待の大きい海外市場に活路を見いだし、海外事業に注力している。国内だけを観察すると企業マインドが委縮しているように見えるが、我が国の企業は、海外では、積極的にリスクに向き合い、利益を求めて事業を拡大しているのである<sup>(65)</sup>。

図 11 日本の企業部門の資金過不足の内訳の推移（1980～2024 年度）



(注) 「現金・預金」には、財政融資資金預託金及び預け金を含む。「社債・株式」には、「債務証券」「株式等・投資信託受益証券」「金融派生商品・雇用者ストックオプション」を含む。

(出典) 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」<<https://www.stat-search.boj.or.jp/>> を基に筆者作成。

## (3) 企業部門と家計部門間の悪循環

田中氏は、上述した、国内の成長期待の低迷と海外への資金流出によって、家計部門と企業部門の間で悪循環が発生していた可能性を指摘している。すなわち、家計が低成長を長期にわたり経験したことに伴い、賃上げよりも雇用維持を求め、「良いもの」よりも「安いもの」を選好し、消費を抑制する。消費の弱さに直面した企業は、国内設備投資を抑制し、海外でのビジネス展開に活路を見いだす。国内では、新製品や新サービスの開発よりも賃上げ抑制と非正

(65) 田中「第 7 章 企業行動から見た資金循環の論点」前掲注(61), pp.108, 121-122; 田中賢治「やさしい経済学 資金循環で見る日本企業の姿 (5)」『日本経済新聞』2025.4.30.



規雇用の活用でコスト削減に注力する。この結果、家計の消費と企業の国内投資の間で、悪循環が発生する<sup>(66)</sup>。

同様の指摘は他の論者からもある。東京都立大学教授の脇田成氏は、個別企業が人件費を抑制し、企業貯蓄を増大させることのマクロ経済的含意は深刻であると指摘する。企業貯蓄の増大によって、個別企業の財務基盤は安定化したとしても、人件費の停滞が家計消費を通して経済全体の需要を低下させ、その需要不足が新規設備投資の採算を悪化させるおそれがあるからである。個別企業の合理的な行動が、経済全体では好ましくない結果をもたらす「合成の誤謬」である<sup>(67)</sup>。BNP パリバ証券の河野龍太郎氏は、企業が対外直接投資に注力すればするほど、国内での人的投資や設備投資がおろそかになり、この「合成の誤謬」が助長されるため、企業業績が良くなったとしても、国内経済への恩恵は乏しく、実質賃金の増加や国内投資の拡大につながらないのではないかと懸念を指摘している<sup>(68)</sup>。

## 2 旺盛な対外直接投資

I 3 で述べたように、我が国の経常収支黒字の牽引役となっているのは、第一次所得収支の黒字であり、その背景には、我が国の企業が対外直接投資を積極的に行ってきたことがある。また、本章の 1(2) で述べたように、企業部門の余剰資金は、海外に流出している。企業部門の余剰資金がもたらす旺盛な対外直接投資は、果たして国内経済を潤しているのだろうか。

対外直接投資が国内の企業活動に正の影響を及ぼす経路の 1 つは、海外市場からの学習効果である。学習効果とは、企業が国際化することによって海外市場から技術知識やノウハウを学習する結果、生産性が向上する効果である。千葉大学教授の伊藤恵子氏の研究によれば、研究開発を積極的に行う技術吸収能力の高い企業群において、学習効果が高いことが示唆されている<sup>(69)</sup>。

一方で、幾ら海外子会社が大きな利益を上げて、それが国内での投資に回らなければ、国内の生産や雇用の増加、更には賃金の増加という国内の実体経済の拡大には、結び付かない。残念ながら、対外直接投資に伴う収益は、十分に国内には還流していないとされる。対外直接投資収益の国内への還流率は、近年およそ 50% 前後で推移しており、国内経済への恩恵は、限定的である<sup>(70)</sup>。1(2) で述べたとおり、企業は、成長期待の乏しい国内市場よりも、成長期待の大きい海外市場に活路を見いだしており、海外での投資収益の多くが海外で再投資されている状況にある。

学習院大学教授の清水順子氏は、我が国が第一次所得収支で経常収支黒字を維持するという、国際収支の発展段階説<sup>(71)</sup>における「成熟した債権国」に移行した結果、残念ながら、我が国

(66) 田中「第 7 章 企業行動から見た資金循環の論点」同上, p.132.

(67) 脇田成『日本経済の故障箇所』日本評論社, 2024, p.9.

(68) 河野龍太郎『日本経済の死角—収奪的システムを解き明かす—』筑摩書房, 2025, p.103.

(69) 伊藤 前掲注(5), pp.1, 5, 51, 199.

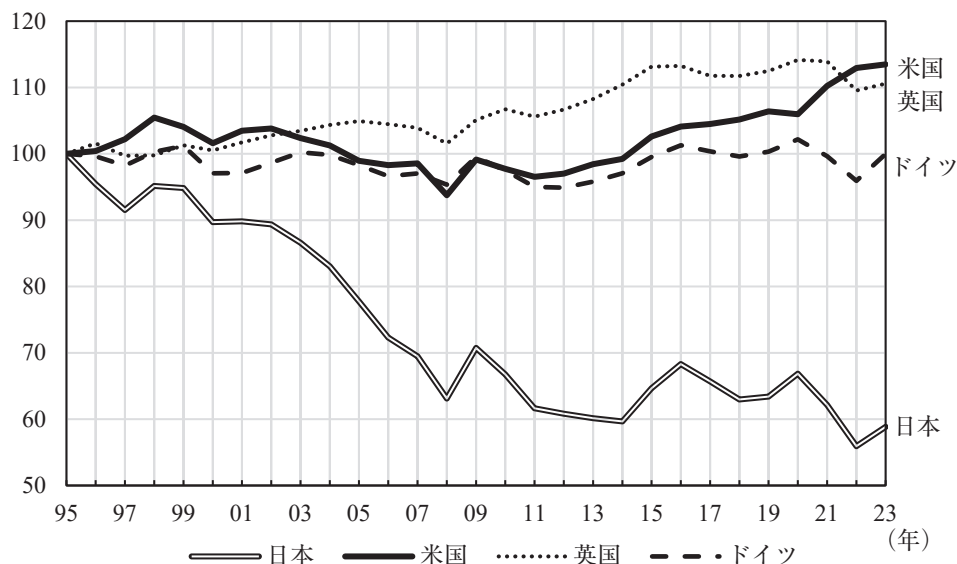
(70) 松林洋一「第 8 章 海外直接投資の新たな潮流とマクロ経済—資金循環の視点から見た展望—」『「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」報告書』前掲注(6), p.136. 財務省ウェブサイト <<https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2023/junkanreport08.pdf>>

(71) 国際収支の発展段階説とは、一国の貯蓄と投資のバランスが経済の発展段階に応じて歴史的に変化するという考え方である。未成熟の債務国、成熟した債務国、債務返済国、未成熟の債権国、成熟した債権国、債権取崩し国の 6 段階がある。吉川洋『日本経済とマクロ経済学』東洋経済新報社, 1992, pp.247-250.

の産業空洞化が改めて浮き彫りになっていると指摘している<sup>(72)</sup>。特に、我が国と同じ資源輸入国であるドイツと比べると、その違いは明らかである。Ⅱ 3(1) で述べたように、ドイツは、第一次所得収支だけではなく、貿易収支においても安定的な黒字を確保している。

我が国とドイツとの違いの背景には、輸出価格と輸入価格の比である交易条件がある。図 12 に、主要国の交易条件の変化を示す。2000 年代以降、我が国は、一次産品価格、特に資源・エネルギー価格の急騰を背景に大きく交易条件を悪化させてきた。これに対し、ドイツの交易条件の悪化幅は、数 % 程度にとどまっている。我が国とドイツとの違いは、輸出価格を引き上げることができたかどうかにある<sup>(73)</sup>。我が国の企業は、為替変動から生じる価格競争のために生産コストの安価なアジアに生産移転し、輸出価格をできる限り上昇させずに市場シェアを確保する策を採った。これに対して、ドイツの企業は、安定した実質実効為替レート<sup>(74)</sup>の下で、国内において財の差別化を図り、輸出価格を着実に上昇させることができたとされる<sup>(75)</sup>。

図 12 主要国の交易条件の変化 (1995 ~ 2023 年、1995 年 = 100)



(出典) “OECD Data Explorer.” <<https://data-explorer.oecd.org/>> を基に筆者作成。

産業空洞化という観点からは、対外直接投資と対内直接投資の不均衡にも目配りが必要である。図 13 は、主要国の対外直接投資残高及び対内直接投資残高の名目 GDP 比を示した散布図である。対外直接投資残高と対内直接投資残高のバランスを見ると、我が国は、対外直接投資残高が 50% 超であるのに対し、対内直接投資残高が 10% 未満にとどまっていることが特徴的である。対内直接投資の相対的な少なさは、国内投資の低迷の 1 つの要因であると言われている<sup>(76)</sup>。国内の成長期待を高め、産業空洞化を防ぐ取組が必要であろう。

(72) 清水順子「プラザ合意から 40 年 (中) 日独、通貨環境で貿易に明暗」『日本経済新聞』2025.9.11.

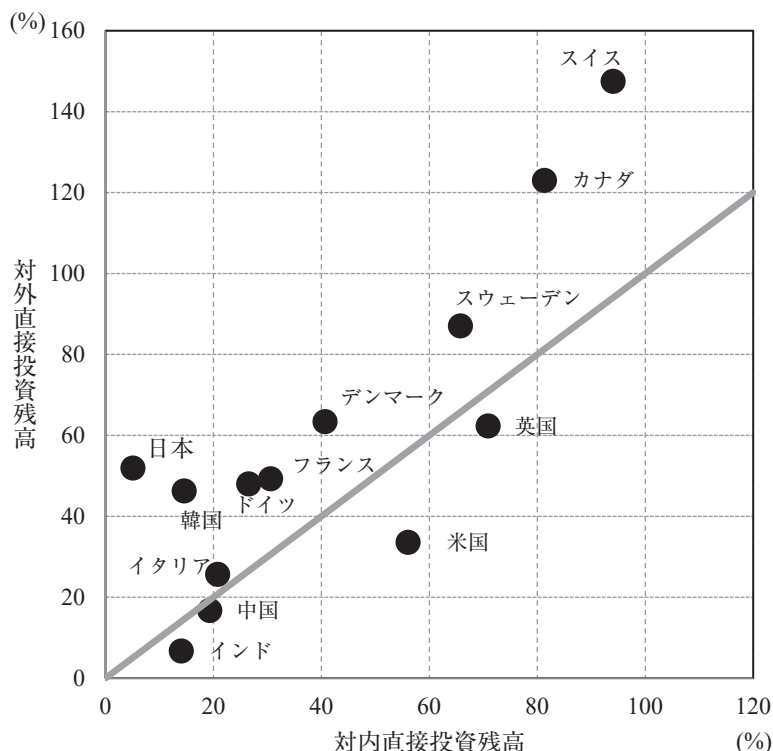
(73) 廣瀬 前掲注(5), p.77; 吉川洋『マクロ経済学の再構築—ケインズとシュンペーター—』岩波書店, 2020, pp.215-216.

(74) 名目為替レートについて、自国と他国の物価水準の違いを反映させるため、物価指数を用いて実質化し、さらに多国間での比較を可能とするため、複数の為替レートを加重平均することで実効化した為替レートを、実質実効為替レートという。伊藤雄一郎ほか「実質実効為替レートについて」『日銀レビュー』No.2011-J-1, 2011.2. <[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2011/data/rev11j01.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2011/data/rev11j01.pdf)>

(75) 清水 前掲注(72)

(76) 宇南山ほか 前掲注(4), p.17.

図 13 主要国の対外直接投資残高及び対内直接投資残高  
(2024 年、名目 GDP 比)



(注) 韓国のみ 2023 年のデータである。グレーラインは、45 度線を表す。  
(出典) “OECD Data Explorer.” <<https://data-explorer.oecd.org/>> を基に筆者作成。

### 3 政府部門の資金不足

我が国の長年にわたる政府部門の資金不足が、政府による積極的な財政政策の結果であることは、I 3 で触れたとおりである。

標準的なマクロ経済学では、財政規律が棚上げにされたまま、積極的な財政政策が繰り返され、国債が大量に発行されると、国債市場の需給が崩れ、国債価格が暴落し、金利が急上昇する。また、政府の資金調達のために貨幣が乱発されることによって、一国の貨幣の信用が揺らぎ、通貨の暴落とインフレを招くおそれがあるとされる<sup>(77)</sup>。しかしながら、これまでのところ、我が国においては、そこまでの事態は起きていない。これはなぜだろうか。

國學院大學教授の齊藤誠氏は、我が国が膨大な政府債務を抱えたまま物価の安定と超低金利を維持できたことは、大胆な財政金融政策が景気回復に無力であったことと表裏一体の関係にある<sup>(78)</sup>という、興味深い指摘をしている。

日本銀行は、平成 25 (2013) 年 4 月に開始した「量的・質的金融緩和」<sup>(79)</sup>政策の下で、国債を大規模に買い入れてきた。令和 6 (2024) 年 8 月以降、国債買入れの縮小を進めている<sup>(80)</sup>も

(77) 齊藤 前掲注(8), p.31.

(78) 同上, p.21.

(79) 「量的・質的金融緩和」とは、日本銀行が平成 25 (2013) 年 4 月 4 日に導入を決定した、非伝統的金融政策の 1 つであり、長期国債やリスク性資産の買入れ等の特徴とする。日本銀行「「量的・質的金融緩和」の導入について」2013.4.4. <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2013/k130404a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2013/k130404a.pdf)>; 廣瀬 前掲注(51), p.72.

(80) 日本銀行「金融市場調節方針の変更および長期国債買入れの減額計画の決定について」2024.7.31. <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2024/k240731a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240731a.pdf)>

の、依然として、日本銀行の保有分が国債等の残高全体の大部分を占めている<sup>(81)</sup>。このように、国債を直接買い支えてきたのは、日本銀行であるが、間接的に買い支えているのは、日本銀行当座預金に資金を預けている国内銀行である<sup>(82)</sup>。そして、国内銀行は、家計や企業から資金を預かっている立場にある。すなわち、日本銀行の国債保有の裏側には、「家計・企業→国内銀行→日本銀行」という預金の連鎖があり、日本銀行が国債を保有し続けるためには、究極のところで、家計や企業が資金を国内銀行に預け続けておくことが必要となる。このことを換言すれば、家計や企業の貯蓄が家計消費や企業投資に向かうことなく、国内銀行や日本銀行を介して国債保有の形で塩漬けになっているからこそ、初めて、政府による大量の国債発行が可能になっているということである<sup>(83)</sup>。齊藤氏は、この状態を、政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」と表現している<sup>(84)</sup>。景気の低迷を克服すべく行われてきた、政府の積極的な財政出動が、実は、家計消費や企業投資の低迷によって支えられてきた、という矛盾した構造がここにある<sup>(85)</sup>。

#### 4 我が国の資金循環の行方

前節で述べた、政府部門の資金不足が家計部門と企業部門の資金余剰に支えられているという我が国の資金循環の構造は、持続可能なのであろうか、あるいは、今後何らかの変貌を余儀なくされるのであろうか。変貌の契機となる事象としては、物価の持続的な上昇、家計の行動変容、企業の行動変容、経常収支の動向等が挙げられる<sup>(86)</sup>。

##### (1) 物価の持続的な上昇

齊藤氏によれば、政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」の構造を可能にするのは、物価水準が安定し、金利が極めて低い状態が将来にわたって継続する、という期待である<sup>(87)</sup>。

しかしながら我が国は、基調的な物価上昇率が徐々に高まりつつあり、日本銀行が着実に利上げを進め、金融緩和の度合いを調整していく環境にある<sup>(88)</sup>。一般に、インフレ下では、資金余剰の経済主体から資金不足の経済主体への所得移転が生じる。例えば、預金をする家計は、物価が上がり続ける中では、名目の利子ほどには、実質的な利子を得ることができない<sup>(89)</sup>。

(81) 大森 前掲注(43), p.5. 令和 7 (2025) 年 6 月末時点の国債等の残高に占める日本銀行の保有割合は、45.0% である。日本銀行調査統計局「参考図表 2025 年第 2 四半期の資金循環 (速報)」2025.9.18, p.10. <<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>>

(82) 齊藤 前掲注(8), p.30.

(83) 同上, p.45.

(84) 齊藤氏のモデルにおいては、企業が株主としての家計に完全に所有されていることが仮定される。このため、「政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」という表現において、企業部門の資金余剰は、家計部門の資金余剰に含まれることに注意が必要である。同上, pp.45, 99.

(85) 同上, p.96.

(86) 同上, pp.95, 227; 宇南山ほか 前掲注(4), pp.18, 39.

(87) 齊藤 前掲注(8), p.227.

(88) 日本銀行「総裁記者会見」2025.8.1, pp.1-2. <[https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken\\_2025/kk250801a.pdf](https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2025/kk250801a.pdf)>

(89) 浅子和美ほか編『新入門・日本経済』有斐閣, 2024, p.269.



## (2) 家計の行動変容

我が国の家計の金融資産は、令和 7（2025）年 6 月末現在で、2239 兆円<sup>(90)</sup>に上っており、家計部門は、政府が発行する国債の消化を着実に支えてきた<sup>(91)</sup>。

しかしながら、家計部門の貯蓄行動に、変化の兆しがあるとの見方がある。政府は、2000 年代初頭以降、「貯蓄から投資へ」という政策目標を掲げてきた<sup>(92)</sup>。NISA（少額投資非課税制度）<sup>(93)</sup>の拡充や株価の好調を背景に、家計は、株式や外貨建て資産等のリスク資産の保有に前向きになっていると言われている<sup>(94)</sup>。「貯蓄から投資へ」という政策自体は、企業価値向上の恩恵を家計にもたらし、家計の資産形成を支援する政策ではあるものの、家計の行動変容は、政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」の構造に影響を及ぼすおそれがある。すなわち、「貯蓄から投資へ」の流れが強まれば、家計部門の資金が海外へと流出する度合いが強まる可能性がある<sup>(95)</sup>。一橋大学名誉教授の野口悠紀雄氏は、「貯蓄から投資へ」は、「奇妙なスローガン」であり、家計資産の海外シフトを招くおそれがあるため、国内の投資や経済活動を活性化させる観点からは、間違った政策であると警鐘を鳴らしている<sup>(96)</sup>。

## (3) 企業の行動変容

Ⅲ 1 で述べたとおり、我が国の企業部門の資金余剰は、国内の成長期待の低迷から、海外へと流出している上、Ⅲ 2 で述べたとおり、企業の旺盛な対外直接投資の収益は、十分には国内には還流しておらず、我が国の産業空洞化が懸念される状況にある。

国内の成長期待を高め、企業部門の資金余剰を内需の拡大につなげるために重要なことは、何であろうか。ここでは、例として、3 つの方策を挙げてみたい。

第 1 に、内需の牽引役となる家計消費を拡大するために、賃金の上昇を継続させることである。Ⅲ 1(3) で述べたとおり、我が国は、家計部門と企業部門の間で悪循環が発生していた可能性がある。この悪循環を断ち切り、賃金の上昇を起点として、家計の消費と企業の国内投資

<sup>(90)</sup> 日本銀行調査統計局 前掲注(81), p.2.

<sup>(91)</sup> 川本・鶴岡 前掲注(28), p.1.

<sup>(92)</sup> 「貯蓄から投資へ」という考え方は、個人投資家の市場参加を促すため、貯蓄優遇から投資優遇へと金融の在り方を切り替えていくための施策を指し、平成 13（2001）年 6 月に策定された、いわゆる「骨太の方針」において、初めて取り入れられたと言われている。「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（平成 13 年 6 月 26 日閣議決定）p.11. 内閣府ウェブサイト（国立国会図書館インターネット資料収集保存事業（WARP）により保存されたページ）〈<https://warp.da.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/11670228/www5.cao.go.jp/keizai-shimon/cabinet/2001/0626kakugikettei.pdf>〉

<sup>(93)</sup> NISA（非課税口座内の少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置）とは、18 歳以上（非課税口座を開設する年の 1 月 1 日現在）の居住者等が金融機関に開設している非課税口座で取得した上場株式等について、その配当等やその上場株式等を売却したことにより生じた譲渡益が非課税となる制度である。中間層を中心とする層に対して安定的な資産形成を促すこと等を目的としている。「令和 6 年 1 月から開始！新 NISA のあらまし」国税庁ウェブサイト 〈<https://www.nta.go.jp/users/gensen/nisa/pdf/shinnisa.pdf>〉；金融庁「説明資料」（NISA に関する有識者会議第 1 回 資料 3）2025.4.3. 〈[https://www.fsa.go.jp/singi/nisa\\_kaigi/siryou/20250403/03.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/nisa_kaigi/siryou/20250403/03.pdf)〉

<sup>(94)</sup> 金融広報中央委員会が実施している「家計の金融行動に関する世論調査」によれば、「金融商品を選択する際に重視すること」として、「安全性」を選ぶ家計の割合が 30.0%（2023 年、金融資産保有世帯）であるのに対し、「収益性」を選ぶ家計の割合は、35.1%（同）であり、収益性重視の傾向が強まっている。宇南山ほか 前掲注(4), pp.26-27; 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査 2023 年（二人以上世帯調査）」2024.1.26. 〈<https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/yoron/futari2021-/2023/pdf/yoronf23.pdf>〉

<sup>(95)</sup> 宇南山ほか 同上, p.27.

<sup>(96)</sup> 野口悠紀雄「「高リターンの投資先が日本にない…」個人の投資マネーの“海外流出”を加速させる新 NISA。日本経済にもたらす深刻な影響とは？」『東洋経済オンライン』2025.5.14. 〈<https://toyokeizai.net/articles/-/874319>〉

との間で、好循環を作り出し、内需を強くしていく必要がある<sup>(97)</sup>。

第2に、旺盛な対外直接投資を国内への投資に結び付けることである。対外投資と国内投資が代替的であるとは限らない。対外投資が増加した分、国内投資が減少してしまうのであれば、産業空洞化が生じ得るが、グローバル企業が、対外投資を増加させるとともに、国内投資をも増加させるのであれば、産業空洞化は生じない<sup>(98)</sup>。Ⅲ2で述べたとおり、対外直接投資が国内の企業活動に正の影響を及ぼすには、企業の研究開発活動が鍵となる。我が国の企業は、米国やドイツに比べ、研究開発投資やソフトウェア投資等の無形資産への投資の停滞が顕著であると言われる。グローバル企業の国内における研究開発投資を促し、企業のグローバルな経済活動の成果を国内のイノベーションにつなげていく取組が必要であろう<sup>(99)</sup>。

第3に、対内直接投資の促進である。Ⅲ2で述べたとおり、我が国は、対外直接投資と対内直接投資の不均衡が著しく、対内直接投資の相対的な少なさは、国内投資の低迷の1つの要因であるとされる<sup>(100)</sup>。グローバルな企業立地競争の中で、海外の活力を積極的に取り込み、投資先としての我が国の魅力を高めていくことが必要であろう<sup>(101)</sup>。

#### (4) 経常収支の動向

Ⅱ2(2)で述べたように、英国においてトラス・ショックが発生した背景の1つには、長年の経常収支赤字が累積した結果、対外純資産がマイナスであったことがある。

我が国において、トラス・ショックと同様の事態は、想定され得るのであるだろうか。

経常収支について言えば、Ⅰ3で述べたとおり、我が国は、経常収支赤字が続く英国とは異なり、第一次所得収支で経常収支黒字を維持する構造にある。しかしながら、仮に、Ⅲ4(2)やⅢ4(3)で述べたように、我が国の家計や企業の行動が変容し、民間部門の資金余剰が縮小に向かう一方で、政府部門の資金不足が拡大を続ける場合、このことは、Ⅰ1で示した式4によって、経常収支黒字の縮小、または、経常収支赤字の拡大と整合的である<sup>(102)</sup>。

Ⅰ1で述べたとおり、経常収支の黒字、赤字は、それ自体が直ちに「良い」「悪い」というものではない。経常収支赤字は、国内で生産する以上に国民が消費や投資を行っていることの証左である<sup>(103)</sup>。しかしながら、Ⅲ2で述べたとおり、我が国の交易条件は、長年、悪化を続けており、少なくとも輸出競争力という観点から、課題がある。経常収支の動向に目配りが必要であろう。

<sup>(97)</sup> 田中「第7章 企業行動から見た資金循環の論点」前掲注(61), p.132; 内閣府 前掲注(7); 廣瀬信己「現下の物価高をめぐる論点—要因と対策—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1202, 2022.8.30. <<https://doi.org/10.11501/12316991>>

<sup>(98)</sup> 小峰隆夫・村田啓子『最新日本経済入門 第6版』日本評論社, 2020, pp.186-187.

<sup>(99)</sup> 伊藤 前掲注(15), pp.209-212.

<sup>(100)</sup> 宇南山ほか 前掲注(4), p.17.

<sup>(101)</sup> 「対日直接投資促進プログラム 2025」(2025年6月2日対日直接投資推進会議決定) 内閣府ウェブサイト <<https://www.cao.go.jp/invest-japan/committee/program2025.pdf>>; 廣瀬信己「外資誘致と外資規制」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.600, 2007.11.8. <<https://doi.org/10.11501/1000590>>; 廣瀬信己「企業立地と地域経済の活性化—大阪府、福岡県の取組みを中心に—」『レファレンス』691号, 2008.8, pp.53-72. <<https://doi.org/10.11501/999652>>

<sup>(102)</sup> 宮尾龍蔵「日本の経常収支黒字と財政収支赤字の持続可能性」『国民経済雑誌』Vol.191 No.1, 2005.1, p.72. <<https://doi.org/10.24546/00055979>>

<sup>(103)</sup> 野口 前掲注(36)

## おわりに

資金循環は、お金の流れから見た、国のカタチである。

主要国の状況を改めて振り返っておきたい。米国は、巨額の経常収支赤字を計上しながらも、基軸通貨を持ち、少なくともこれまでは、世界から揺るぎない信頼を勝ち得てきた。英国は、長年の財政赤字と経常収支赤字を背景に、トラス・ショックを招いた。ドイツは、相対的に健全な財政と安定した経常収支黒字を保ちながら、債務ブレーキ条項を見直し、軌道修正を図りつつある。

我が国は、企業の資金余剰が海外に流出し、国内の産業空洞化が懸念される状況にある。産業空洞化を防ぐためには、国内の成長期待を高め、企業の資金余剰を内需の拡大につなげる必要がある。そのための方策としては、例えば、賃金の上昇の継続、グローバル企業の国内での研究開発活動の推進、対内直接投資の促進が挙げられる。また、経常収支の動向に目配りが必要である。

我が国の経済は、物価の持続的な上昇によって、価格のダイナミズムを取り戻しつつある。そのような中で、政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」という、この国のカタチは、どのように変貌を遂げるのであろうか。民間部門の潤沢な貯蓄を国内の活力につなげ、国内の産業競争力を高めることが肝要であろう。

(ひろせ のぶき)