

日本の貯蓄超過と「バブル」の発生

2001年8月

一橋大学経済研究所
深尾京司

本論文は総合研究開発機構(NIRA)の研究プロジェクト『戦後日本経済・政治にとっての1980-1999年』の一部として作成された。同プロジェクトの研究会参加者から多くの有益なコメントをいただいた事に感謝したい。また、資料収集にあたっては文部科学省のプロジェクト『特定領域研究B：世代間の利害調整に関する研究』の研究費補助を受けた。

1 . はじめに

1980年代後半から現在に至る10数年間に日本が経験した超円高、資産「バブル」の発生と崩壊、90年代のデフレ不況といった異常事態の原因としてはこれまで、対外協調を重視しすぎた過剰な金融緩和とその反動としての強烈的な金融引き締め、段取りを誤った金融自由化プログラム、不適切な土地政策、脆弱な金融システム、非効率的な企業統治、等の不適切な経済政策や日本の経済システムが抱える欠陥が重視されてきた。しかし、国際マクロ経済学の視点からこの時期の日本を振り返ると、日本は高度成長の終焉にともない、70年代以降慢性的な貯蓄超過問題を抱えており、これが異常事態の原因や適切な政策発動の障害として一貫して作用してきたことに気づく。

貯蓄超過問題を無視して「バブル」の発生と崩壊を議論することは、日本経済の現状と将来について誤った判断をもたらす危険があることに注意する必要がある。この問題が解決されない限り、金融システムや政策決定プロセスをいくら改革しても日本経済が現在の不況から脱出できる保証はないからである。また、貯蓄超過問題は、人口高齢化に備えた虎の子の貯蓄をどのように運用するかという問題でもあり、プラザ合意後の円高による対外資産の減価を米国政策当局の戦略と見る円高陰謀説の是非を判断するうえでも鍵となる重要な概念である。

このような問題意識から本論文では、1970年代以降の日本の貯蓄投資バランスを概観し、過剰貯蓄の使い途としてどのような可能性があったかを検討する。また、「バブル」発生以前の80年代前半と「バブル」が発生した80年代後半について、過剰貯蓄の使途の視点から日本経済を回顧し、マクロ経済政策を評価することにする。

論文の構成は次の通りである。まず次節では日本の貯蓄超過のマクロ経済的な背景を概観する。第3節では過剰貯蓄の使途としてどのような可能性があったかを考察する。第4節では過剰貯蓄がもたらしたデフレ圧力について議論する。第5節では80年代前半の日本経済を、貯蓄超過とこれに対する政策対応の視点から分析する。第6節では80年代後半の「バブル」期について同じ視点から検討する。最後に第7節ではこの論文で得られた主な分析結果をまとめ、今後の日本経済が直面する問題について論じる。

2 . 貯蓄超過の発生

本節では日本の貯蓄超過のマクロ経済的な背景を概観する。

日本は先進諸国の中で際立って民間貯蓄率が高いが、1960年代までの高度成長期には民間投資が極めて活発であったため貯蓄超過は生じなかった。むしろ好況で設備投資が活発になると投資超過によって経常収支が赤字化し、固定レート制のもとで外貨準備を維持するために通貨当局が金融引き締めを行なうという事態がしばしば起きた。1960年代半ばまでの日本の景気循環の多くはこの投資超過による国際収支問題を中心に生じていたといっても過言ではない。すなわち、景気過熱・設備投資増加、投資超過による国際収支赤字問題の発生、金融引き締め、設備投資減少により国際収

支黒字化、金融緩和、景気過熱・設備投資増加というサイクルである。

1970年代に入ると日本経済は一転して貯蓄超過基調へと変化した。これは以下の幾つかの理由により民間投資が大幅に減少したためである。

第一に、第一次ベビー・ブーム世代が成年に達した60年代を過ぎると、図1に示したように生産年齢人口の成長率が大幅に鈍化した。10年毎の生産年齢人口平均成長率を見ると、50年代：1.9%、60年代：1.8%、70年代：1.0%、80年代：0.9%、90年代：0.1%と一貫して低下している。一般に、労働人口が成長する場合には新しい労働者に装備するため、設備投資が活発になる。これは労働が過剰になると、資本収益率が上昇し設備投資が促進されるというメカニズムが働くためである。生産年齢人口成長率の減少はこれと逆に設備投資にマイナスの影響を与えたと考えられる。¹

第二に、製造業における米欧の生産技術水準へのキャッチ・アップ過程が60年代までにほぼ達成されたが、おそらくこれに起因して、全要素生産性上昇率が低下した。たとえば黒田・野村（1999）による推計では全要素生産性平均上昇率は1960-72年の2.8%から72-92年には0%へと低下している。全要素生産性上昇率の低下は資本収益率の低下を通じて、民間投資を減少させる。²

以上2つの要因だけでも民間投資の減少をかなりの程度説明することができる。たとえばソロータイプの新古典派成長モデルにおける均整成長を想定し、民間資本・国内総生産比率が2.5とすれば、生産年齢人口成長率の2%低下と全要素生産性上昇率の2%低下は、日本の経済成長率を4%下落させ、民間投資・国内総生産比率を10%低下させる。

この二つの要因の他、主に80年代以降顕著になった以下の諸要因も民間投資を減少させる効果を持っていたと考えられる。

まず、戦後日本では労働者一人あたりの資本装備率を高めることによって高度成長が達成されたが、資本装備率の上昇は、資本の過剰によりやがては資本収益率を低下させ、投資の減退を招くと考えられる。Young（1995）、Krugman（1995）等が東アジアの途上国について指摘した資本蓄積主導の経済成長を東アジアで最初に実践したのは日本であり、このことは彼らよりずっと早い時期にJorgenson（1988）やJorgenson, Kuroda and Nishimizu（1987）によって指摘されていた。図2、

¹ ただし労働力率の変化や人的資本の蓄積も労働供給を変化させ設備投資に影響することに注意する必要がある。例えば今後日本では生産年齢人口が減少する見通しだが、高等教育のさらなる普及による人的資本の蓄積や女性による労働供給の増加が進めば労働力不足は深刻でなくなる可能性がある。

² ただし全要素生産性の実証においては、設備稼働率の変動やサービス業における生産性上昇を計測することが困難であるため結果にバイアスが生じている可能性がある。例えばバブル崩壊後の日本では多くの産業で資本の稼働率が低迷してきた。これは企業が資本ストックを持っていても、それを必ずしもすべて生産に投入できていないことを意味する。この点を過小評価して生産性を分析すると、資本ストックサービスの見掛け上の投入の割には生産量が少ないため、生産性が低迷していると誤って判断することになる。

図3に見られるように、90年代には日本の資本労働比率が米国のそれを上回るほど高くなり、³資本収益率の低下が生じたが、このような資本蓄積、資本収益率の低下、投資の減退というメカニズムはもっと早い時期から徐々に生じていたと考えられる。たとえばPyo and Nam (1999) の国際比較によれば日本と韓国の資本の粗収益率は1970年代までは他のOECD諸国と比較して格段に高かったが、80年代以降その差はほとんど無くなったという。

また、1980年代中ごろから日本の製造業向け対外直接投資が急増し、日本の製造業企業は生産活動の2割以上を海外で行うようになったが、このような生産の海外移転も国内での設備投資を縮小する働きをしたと考えられる(深尾・天野 1998)。なお、80年代の製造業の海外移転は、相手国の貿易障壁をジャンプすることを中心的な目的として行われた先進国向けと、主に相手国の低廉な労働力の利用を目指したアセアン諸国や中国を中心としたアジア向けに大別されるが、長期的な円高傾向により日本の賃金率を海外と比較して割高にし、アジアへの進出を促した原因は、資本蓄積等による日本の経済成長であったと考えられるから、⁴アジアへの生産移転もおおもとの原因は資本過剰問題にあったということができる。

なお、民間投資は、これまで説明してきた、労働人口成長率の減少や資本労働比率の上昇といった長期的な要因だけでなく、景気変動や銀行の貸出行動と言った短期的な要因にも依存する。90年代バブル崩壊後の投資の低迷は明らかにこれら短期的な要因にも起因していよう。後述するように民間貯蓄や一般政府の赤字も景気変動に依存する。したがって、日本の構造的な貯蓄超過問題を厳密に分析するためには民間投資や民間貯蓄の変動のうちどれだけが景気変動等の短期的な要因に起因し、どれだけが構造的な部分かを分離して調べる必要がある。そのような分析の詳細については深尾(1986)を見られたい。

先に述べたように民間投資の対GDP比は70年代以降大幅に低下したが、図4が示すとおり民間貯蓄の対GDP比はあまり低下しなかった。これは基本的には、生産年齢人口の成長率は鈍化したものの、働き盛りの世代が老後に備えて貯蓄に励んだためであると考えられる(Horioka 1991)。このような民間投資と民間貯蓄の動きの違いのため、1970年代以降、2度のオイルショック期(1973-74年と78-79年)を除けば、日本は貯蓄超過基調になった。(注:家計の貯蓄行動に関する経済理論によれば、オイルショック期の石油輸入国のように実質可処分所得が減少し、しかも家計が高騰した原油価格は将来下落し可処分所得もやがては回復すると予想する場合には、家計は可処分所得が下落した時期に貯蓄率を下げ、将来可処分所得が回復してから貯蓄率を上げることによって、実質

³ ただし資本ストックの推計方法が米国と日本でしばしば異なるため、逆転が起きたか否かについては経済学者の意見は必ずしも一致していない。また90年代の資本収益率の低下は不況にもかなりの程度起因していることに注意する必要がある。なお、新古典派貿易論によれば資本労働比率が高まっても資本集約的な産業中心の産業構造に移行すれば資本収益率が低下しない場合もありうる。資本過剰問題を議論する際にはこのような産業構造の視点が欠かせない。

⁴ この問題についてはYosikawa 1990 参照

消費水準を時間を通じてできるだけ平準化するような貯蓄行動をとると考えられているが、オイルショック期における貯蓄過剰の解消もこのような家計の反応で一部理解できる。一橋大学経済研究所の長期経済統計によれば日本では日露戦争や関東大震災時にもこのような貯蓄投資差額の減少が見られた。家計の時間を通じた消費の平準化行動と経常収支の関係についてはObstfeld and Rogoff (1996) 参照。))

なお、貯蓄超過の状況はいつまでも続くとは限らないことを確認しておこう。図5に示したように日本では他の諸国に先駆けて人口の高齢化が進んでおり、それにつれて2010年代以降、急速に民間貯蓄率が低下していく可能性がある。日本の人口高齢化が貯蓄・投資バランスに与える影響についてはHorioka (1992)、Yashiro and Oishi (1997)、Dekle (2000)、鈴木 (2001)等の研究がある。⁵

3. 過剰貯蓄の使い途

国民経済計算で良く知られているように、一国全体の貯蓄と投資の間には事後的には以下のような会計的な恒等式が成り立つ。

$$(1) \quad \text{民間貯蓄} = \text{民間投資} + \text{一般政府赤字} + \text{経常収支黒字}$$

すなわち民間貯蓄は事後的に見ると、民間投資に使われるか(つまり企業に貸されるか)、政府に貸されるか、海外に貸されることになる。なお、経済学者の間では、ある理論が現実を説明する上で正しいか否かについてしばしば意見が別れるが、(1)式は理論ではなく会計的な恒等式であるから、すべての経済学者が正しいことに合意する。

先にも述べたように、日本の民間貯蓄率は諸外国に比べて高く、その原因の一つは働き盛りの世代が老後に備えて貯蓄に励んでいるためと考えられる。(1)式は、日本にとって虎の子の、高齢化に備えた貯蓄を運用する方法として上記3つの選択肢があったことを示している。ただし民間貯蓄の3つの使い途には、日本の場合それぞれ問題があった。

まず、先にも述べたように生産年齢人口成長率の下落や資本過剰により資本収益率が逡減する傾向の下では、高度成長期のような活発な民間投資を続けることは困難であったと考えられる。また、日本の貯蓄超過は後述するように慢性的な需要不足の状態を作り出したが、そのような状態では民間投資によって供給能力を高めても誰が買うのかという問題もあった。なお、日本の劣悪な住宅事情から判断すると、住宅投資を促進するような政策は望ましかったと考えられるが、住宅投資が国内総支出に占める割合は6、7%とそれほど大きくないから、民間設備投資の減少を相殺するほどの

⁵ ただし米国の経験では民間貯蓄率は必ずしも人口の年齢構成の変動で説明できない動きをしたという (Auerbach and Kotlikoff 1989)

役割を期待することは難しかった。

民間貯蓄を政府が使う場合にも次のような問題があった。日本の硬直的な政治・官僚システムの下では、公共事業は次第に極めて非効率的な分野に支出されるようになった。例えば府県別の生産関数推定により戦後日本の地域間所得格差縮小の原因を分析している深尾・岳（2000）によれば、1970年代までは地方で活発に行われた公共投資が、労働の地方から都市部への移動と並んで地域間所得格差縮小に大きく寄与したのに対し、70年代以降は公共資本の限界生産性が極めて低くなったため、引き続き地方で手厚く行われた公共事業が地域間所得格差を縮小する効果は消えたとの結果を得ている。高齢化に備えた虎の子の貯蓄を、ほとんど利用されない過疎地の高速道路や飛行場にさらにつぎ込むことは愚かな政策である。なお、一般政府の赤字は、利払い増により財政を硬直化させたり、国債の累積が長期金利を高くするため望ましくないとの議論がある。しかし日本のように貯蓄超過の状況ではこのような金融面での弊害は起きにくいと考えられる。一般政府赤字のもっとも基本的な問題は、政府の投資・消費支出が極めて非効率的であり、家計貯蓄により余った経済資源を有効な目的に使っていないことにある。例えば将来の高齢化に備えて医療設備や都市部の重要な公共資本整備等の有益な使途に政府投資が向けられるのであれば、一般政府赤字も望ましいことであると考えられる。

民間貯蓄の第三の使途である対外投資にも次のような問題があった。国際融資や国際ポートフォリオ投資の場合には借り手が資金を有効に使っているか否かをモニターすることが難しい。たとえば70年代後半のラテンアメリカ向け融資で見られたように非効率的な公的企業の赤字ファイナンスに使われたり、80年代末のタイ向け投資で見られたように不動産バブルにつぎ込まれる事態がしばしば生じる。また、国際貸借の場合には債務者が返済を拒否しても、その資産を差し押さえることがしばしば困難である。このため債務者は返済を拒否するインセンティブを持ちこれが途上国の累積債務問題を深刻化させ、また新たな国際貸借を困難にしていると考えられる。1980年代に顕在化した途上国の累積債務問題ではこのような現象が顕著に見られた。⁶

金融市場や法制度が整備された先進国向け投融資であれば、以上のような問題はそれほど生じない。しかし80年代初め以降ほぼ一貫して世界最大の経常収支赤字国であり続けている米国への投融資については次のような問題があった（日本、米国およびその他諸国の経常収支の推移については図6参照）。まず、日本が対米取引において多額の経常収支黒字を計上すると、1978年の日・独機関車論や1985年のプラザ合意前後に見られたように、米国においてしばしば保護貿易主義が台頭し日本は円高による経常収支黒字縮小に追い込まれた。また、国際貸借は多くの場合為替リスクを伴うという問題もある。対米投資の多くはドル建て債券にあてられたため、円高ドル安により、日本では機関投資家等が為替損失を被った（為替レートの推移については図7参照）。為替リスクをおそれ、これを担おうとする主体（すなわち外貨建資産を保有しようとする居住者や邦貨建負債を負

⁶ 深尾（2000）は途上国向け国際投融資が持つ諸問題に関するサーベイを行っている。

おうとする非居住者)が十分に居ない場合には、膨大な経常収支黒字はやがては円高と経常収支黒字の縮小をもたらし、対外投資は結果的に縮小する。このような現象が1978年や95年の円高期に観察された。

なお、米国の膨大な経常収支赤字の背景には、日本と逆に慢性的な貯蓄不足が存在する。図8には米国と日本の貯蓄・投資バランスが比較してあるが、米国においては民間貯蓄率が低下傾向にある一方、80年代から90年代初めにかけては大幅な財政赤字が生じたこと、90年代に入ってから民間投資が活発化したことが、貯蓄不足と経常収支赤字を生み出したことが分かる。

間接投資と異なり直接投資の場合には、親会社が海外での生産活動を直接モニターできること、為替リスクが少ないこと等の長所を持っている。しかし製造業向けの直接投資は先にも述べたように投資母国内での民間投資を削減する効果があるため、日本の貯蓄超過を減らすことには必ずしもつながらない。また後述するように80年代後半から90年代初めにかけて極めて活発に行われた非製造業向け(主に欧米の金融業や不動産業に向けられた)の直接投資は日本企業がこの分野で競争力を持たないため、結果的には大きな損失が生じた。⁷

貯蓄過剰を解決するもう一つの方策は民間消費を増やし貯蓄率を減少させることである。1986年4月に発表された前川レポート(1986)では民間消費や住宅投資の促進が望ましい政策であると主張された。しかし不況対策としての一時的な消費刺激はともかく、政府の介入によって長期にわたって民間の貯蓄率を低下させることは、おそらくそれほど簡単ではない。例えば内外価格差を縮小し家計を実質的に豊かにしても、家計が消費者物価下落による実質所得の増加を今日の消費に充てるのか、それとも将来の消費に充てようとして貯蓄率を引き上げるのか、必ずしも明らかでない。また、資産の収益率の低下は現在の消費より将来の消費が相対的に有利になって現在の消費を減らす価格効果と、家計が貧しくなる分、現在の消費を減らす所得効果がともに働くため、消費を増やすとは限らない。年金制度等に関する不確実性をなくすことは老後の不安を和らげ貯蓄率を下げる可能性があるが、反対にこれまで年金の負担と受益について楽観的な予想を持っていた家計は貯蓄率を上げるかも知れない。また、そもそも家計がマーケットの資産収益率の下で自ら選択している一生涯の間の消費・貯蓄に関する意思決定プロセスに政府がさまざまな形で長期にわたって介入することが望ましいか否かについては注意深く判断する必要がある。

4. 貯蓄超過と慢性的な需要不足

前節で見たように過剰貯蓄の3つの用途は、そのいずれについても困難が伴ったが、過剰貯蓄を円滑に運用しなければ需要不足により不況に陥る。日本はこのような需要不足の危険を慢性的に抱えていた。90年代の日本のデフレーションを分析したKrugman(1998)も、日本の極めて高い民間

⁷ 財務省『対外直接投資許可・届出統計』によると1986-90年に行われた対外直接投資2,272億ドルのうち74.8%は非製造業向けであった。

貯蓄率を米国の極めて低い貯蓄率と比較し、高度成長の終焉の後には日本は常にデフレに陥る危険を抱えていたことを指摘し、日本の政策当局に同情している。

ケインズの有効需要の原理によれば、民間が意図した貯蓄が意図された民間投資および他の使途の合計を上回る場合には、有効需要の不足により国内生産は低迷し不況に陥ることになる。

すなわち、意図された貯蓄が超過する

$$\text{民間貯蓄} > \text{民間投資} + \text{一般政府赤字} + \text{経常収支黒字}$$

という状況は、上式両辺に意図された民間投資を足せば分かるように

$$\text{民間所得} > \text{民間消費} + \text{民間投資} + \text{一般政府赤字} + \text{経常収支黒字}$$

つまり自国で生産された財の供給が、意図された需要を上回ることを意味する。ケインズ理論によれば、この時、国内生産は下落し、民間所得が減少する。この過程は意図された消費と投資について

$$\text{民間所得} = \text{民間消費} + \text{民間投資} + \text{一般政府赤字} + \text{経常収支黒字}$$

が成り立つまで続くことになる。なお、ケインズの有効需要の原理は経済理論であり、必ずしもすべての経済学者が合意するわけではないが、本論文では短期的な景気変動の過程ではこの理論が正しいものとして以下の議論を進める。

図4と図8から、1970年代以降、日本が過剰基調にある民間貯蓄をどのような使途に運用してきたかを知ることができる。おおよそ次のように分類できよう。

1970年代後半：貯蓄過剰を財政赤字と経常収支黒字に充てた

80年代始め：財政赤字

82 - 86年：経常収支黒字（主に対米投資）

87 - 92年：民間投資

92 - 98年：財政赤字

99 - 2001年：経常収支黒字と財政赤字

なお、ケインズ理論に従えば、貯蓄が過剰であるにも関わらずその使い途が無い状況では、国内生産の縮小により民間所得が減少し、民間貯蓄が減ることによってマクロの需給均衡が回復される。

つまり、過剰貯蓄について有効な使途が無い場合には、国内不況によって過剰貯蓄が解消されることになる。

この関係を調べるため、図9に示した国内の景況（日銀短観の大企業業況判断指数で見ている）および各需要項目が実質GDPの成長にどれだけ寄与したかを示した図10、11を、先に整理した時期別の過剰貯蓄の使途と比較すると興味深いことが分かる。すなわち日本では1980年以降では、82、86、92、97-98年に景気後退が起きているが、その多くは過剰貯蓄の使途が変化した時期と一致する。図式的には、ある時期において中心的に行われてきた過剰貯蓄の使い方が、状況変化等により維持できなくなったものの、それに変わる新しい使い方にうまく移行できない時期に不況が起きていると言えよう。

5．貯蓄超過と80年代前半の経常収支黒字

これまで議論してきたように、日本では1970年代以降、民間投資の減少と高い貯蓄率の継続により貯蓄超過基調が続き、有効需要不足の危険を慢性的に抱えていた。高齢化に備えた潤沢な家計貯蓄をいかに有効な使途に向けるかが重要なマクロ経済上の課題であった。ケインズ理論によれば、過剰貯蓄がうまく使われなければ、不況が生じることになる。

このようなマクロ経済上のアンバランスは、「バブル」の発生期の前後でどのような役割を果たしたであろうか。政府の取りうる政策の幅を狭め適切な政策発動を阻害しなかっただろうか。このような問題意識から本節と次節では、それぞれ80年代前半と後半の日本の経験を貯蓄・投資バランスと過剰貯蓄の使い途の視点から検討してみる。

「バブル」発生をきっかけになった1986年前後の異常な金融緩和政策を理解するためには、1980年代前半のドル高期から見ておく必要がある。

1980年代に入り、米国はレーガン政権の下で極端な高金利政策と減税・財政支出拡大を実施した。ドル金利の急上昇により一次産品価格が急落し、ドルが他通貨に対して高騰した。ドル高とドル金利の高騰は、79年の第二次オイルショック以降、短期のドル建国際銀行借入によって経常収支赤字をファイナンスしながら高度成長政策を採用してきた、ラテンアメリカを中心とする中所得国にとって債務の返済を困難にし、累積債務問題が急速に深刻化した。

累積債務問題と原油を含めた一次産品価格の低迷は、80年代初めまでの国際資金市場における最大の借手である中所得国と最大の貸手である産油国の比重を大幅に低下させた。代わって米国が、高金利によるドル高、財政赤字、84年以降の投資ブームにより、世界最大の赤字主体となった（図6、図8参照）。

ドル高の状況は図7で見ることができる。図7には円・ドル為替レートだけでなく、円とドルの実質実効為替レートも載せてある。実質実効為替レートはある国（例えば日本）の通貨の価値を、円・ドルレートのように他のもう一つの通貨（例えばドル）との交換比率で測るのではなく、当該

国〔日本〕にとって貿易の上で重要な他の多くの国（米国だけでなくアジアや欧州諸国等）の通貨との交換比率の平均値（図7の場合は貿易額をウエイトとして平均値を算出している）として測り、しかもそれぞれの国の物価上昇（図7の場合は各国の卸売物価指数）について調整した指標である。為替レートの変動が一国の生産物の国際的な競争力を左右し、これにより貿易収支にどのような影響を与えるかを知るためには、2国間の為替レートよりも実質実効為替レートの方が適切な指標である。図7では、円とドルそれぞれについて1990年平均値を100とした実質実効レート指数が示してある。破線で示した円に関する指数は小さな値（下方）ほど円高をあらわす。逆に細い実線で示したドルに関する指数は大きな値（上方）ほど、ドル高をあらわす。図7から分かるように、ドルの実質実効レート（細い実線）は1980年代前半を通じて上昇を続け、1984年から85年にかけては前後30年間で最も高い記録的な値に達している。これに対して円の実質実効レート（破線）はこの時期円安で推移しているものの、ドルの実質実効レートに比べるとずっと動きは穏やかである。このことは、80年代前半の為替レート変動が、単なる円安ドル高ではなく、世界規模でのドル高現象であったことを示している。この現象を生み出した最大の原因は米国が採用した強い金融引締と財政拡張というポリシー・ミックスであった。

米国の通貨高と輸入拡大のもとで、日本は輸出主導により第二次オイルショック後の不況から脱出した（図10）。図4および図8の貯蓄・投資バランスを見れば分かるように、80年代前半には民間投資はふるわず、民間の貯蓄・投資差額（民間余剰）は高い水準で推移したが、経常収支黒字（図4では民間余剰と一般政府赤字の差が経常収支黒字にほぼ相当する）が次第に拡大していったために、政府は財政再建を進め、一般政府赤字を急速に減らすことができた。つまりこの時期は過剰貯蓄の使い途が財政赤字から経常収支黒字（つまり対外投資）に次第に移行した。政府はまた80年代前半に、為替管理や機関投資家に対する対外投資規制を緩和することにより積極的に資本輸出を促進する政策を取った。この時期、日本は世界最大の黒字主体となり、貯蓄過剰を主に対米投資で運用した（図6）。一方、米国の多額の経常収支赤字が自らのポリシーミックスに起因することを理解しない米国議会ではこの時期、膨大な対米黒字を記録する日本に対する批判と保護主義が高まった。

なお、80年代前半における多額の対米投資は、米国国債等、ドル建資産で主に運用されたため、80年代後半のドル安によって日本の機関投資家等は為替差損を被った。吉川（1998）は巨額の為替差損が「バブル」崩壊後に重いデフレ圧力として作用したと主張している。ここで、過剰貯蓄を海外で運用する方策が誤りであったか否かを検討しておこう。図8から分かるように過剰貯蓄の対外投資は、「バブル」期にやや減少したものの、90年代に入って再び拡大している。図6が示すように金額（ドル）ベースで見れば日本の経常収支黒字は90年代の方が80年代よりかなり大きい。日本の対外純資産は84年末には17兆円に過ぎなかったが、98年末には133兆円に達している。過剰貯蓄を海外でいかに効率的に運用するかは、過去の問題ではなく現在まさに進行中の問題だと言えよう。

図12は、1970年以降の日米長期金利と、仮に各年において米国国債を購入し、10年間そのまま運用した場合の円換算した収益率をあらわしている。85年以前については、ブラザ合意後のドル減価を反映して、米国国債で運用した場合の（円換算）収益率は、日本国債で運用した場合の収益率より確かに低い。しかし、ドルの価値が85年から88年にかけて1ドル=260円前後から130円台へと急落したことから判断すると、米国国債の円換算収益率はそれほど低くない。これは、70年代末以降日本より米国の方が長期金利が一貫して高く、特に80年代前半には5%前後の格差があったため、長期にわたる投資では金利収入が為替差損を補うからである。85年以降については、日本での金利低迷を反映して、米国債で運用した方が事後的な収益率が高い年が多い。

対外投資で日本が損をしたか否かは、図12で分かったように、どの時期に投資が行なわれたかに依存する。そこで図13では、日本の経常収支黒字（ただし利子の二重計算を避けるため、経常収支から財産所得収支は除く）をすべて米国国債に投資しつづけた場合と、仮に日本国債で運用した場合それぞれの、日本の対外純資産の推移を比較している。もちろん日本の対外純資産は多額だから、その運用方法は内外金利や為替レートを左右するはずである。例えば米国債への投資を減らせば、円高や米国での金利上昇と日本での金利下落が起きるはずである。しかしこの試算では一次近似として、金利と為替レートの内生性については無視している。図13からも図12と同様の結論が得られる。すなわち80年代後半にはドル安によりかなりの為替差損が生じたが、その後も続いた内外金利格差によって損失分は補われ、最近年の仮想的な残高比較では、二つの運用方法でほとんど差が無い。以上の試算から、ドルが減価したため、経常収支黒字の対米投資によって日本が損をしたとは、長期的な視野で見ると言えないことが分かった。

なお、図13には参考として、現実の対外純資産の推移が灰色の棒グラフで示してある。驚くべきことに、現実の日本の対外純資産は、経常収支黒字をすべて米国債で運用したと仮定した場合の仮想的な対外純資産より100兆円分も少ない。

大蔵省・日本銀行による対外純資産の推計が必ずしも信頼できるとは限らないが、それにしても

⁸ 対外資産の運用については、日本は過去の英国や米国の経験と比較されることが多い。この問題について簡単に見ておこう（詳しくは深尾 2000参照）。まず、国内経済に対する対外投資の規模はこの3国間で大きく異なる。国内に蓄積された再生産可能有形資産に対する対外純資産の比率は、米国はピーク時（1949年前後）でも5%であり、日本の現在の10%より格段に少ない。一方、英国ではピーク時（1913-14年）においてこの比率は43%に達した。また英国は比較的高い投資収益をあげたといわれている（Cairncross 1953）。このように対外投資の面で英国は大先輩だが、英国が海外投資に成功した第一次大戦前を中心とする時期と今日では国際政治・経済状況が大きく異なることに注意する必要がある。円滑な資産運用を可能にしたのは、単に金・ポンド本位制下で諸外国がポンド建債券発行により資金調達を行ったことだけでなく、新大陸や植民地など有望な投資機会が存在したこと、返済が滞った場合には関税を始めとする徴税権を支配（中国、エジプト）したり砲艦による威嚇・侵略（Foreman-Peck 1989）が可能であったことが背景にあった。

この乖離がなぜ生じたかは興味深い問題である。乖離は日本が高齢化に備えて海外投資した貯蓄が極めて非効率的に運用されている可能性を示唆しているからである。

現実の対外純資産が少ない原因としては次の二つが考えられよう。第一は、為替レートや資産価格の変動によって生じる資本損失である。第二は対外投資の収益率が長期金利と比較して低い場合である。それぞれの要因の寄与は対外資産負債残高表の調整勘定と国際収支統計の財産所得収支からある程度知ることが出来る。表1では、経常収支黒字をすべて米国長期債に投資したと想定した場合を標準ケースとして、資本損失と収益率を現実のデータと標準ケースの間で比較している。表1によれば、仮に経常収支黒字をすべて米国債に投資した場合にドル下落によって生じる為替差損よりも、現実の評価調整額が格段に大きく、このことが現実の対外純資産が伸び悩む最大の原因となっている。日本は、対内・対外ポートフォリオ投資、銀行融資、直接投資等により、対外純資産の数倍の対外資産を保有し、対応した負債を負っているから、非常に非効率的な資産運用が行なわれれば100兆円の損失もありえないことではない。例えばバブル期には多額の対外不動産投資や銀行業の海外進出が行なわれ、その多くが失敗に終わったことが知られている。また、非居住者による日本株投資がスマートで高い収益を上げているとすれば、これも対外純資産の減少に寄与する。どのような原因で対外純資産が伸び悩んでいるかは、今後の重要な研究課題であると考えられる。⁹

6. 貯蓄超過と「バブル」の発生

過剰貯蓄を対外投資で運用するという状況は85年9月のプラザ合意によって転機を迎える。

これまで見てきたように、米国は80年代前半に、歴史的なドル高と多額の経常収支赤字および財政赤字を続けたが、80年代半ばにはこのような異常なドル高と双子の赤字の維持可能性に疑問がもたれるようになった。ドル高は、日本をはじめとする非居住者が高いドル金利に引かれ、ドル建資産への投資を増やし続けることによって支えられている。しかしドル高と財政赤字を続ければ、米国産業の国際競争力の面から見ても、また貯蓄・投資バランスの面から見ても米国の対外債務は急速に拡大し、米国としては、ドル高の放任を維持できなくなる時が将来必ず来る。このことを現在のマーケットが予想すれば、今日、明日のうちにドルが暴落してもおかしくない。仮にドルの暴落と海外からの投資資金の急減が起きれば、米国経済に深刻な影響をおよぼす。以上のような危惧が広まった。

85年初めにリーガン財務長官に代わったベーカー財務長官のもとで、米国はドルのソフトランディングをめざす政策に転換し、それまでの強い金融引締と財政拡張というポリシー・ミックスとド

⁹ 1998年末から、99年末にかけて12.2兆円の経常収支黒字にもかかわらず日本の対外純資産は48.5兆円という未曾有の減少を記録した。大蔵省国際局国際収支課(2000)によれば、これは(1)対外資産のほうが対外債務より外貨建ての割合が格段に高く、円高により為替差損が生じた、(2)日本の株高により非居住者の持つ株の価値が増え、対外債務が増加した、等に起因しているという。

ル高の放任という為替政策を変更した。米国金利は大幅に下落し〔図12〕、財政赤字は削減されていった（図8）。またプラザ合意（85年9月）により、先進国の協調介入によるドル高修正、および米国の財政赤字削減と日・独等の内需拡大という組み合わせによる先進国間での「政策協調」が開始された。

プラザ合意にもとづく協調介入をきっかけに、86年にかけて円は日本の通貨当局にとって予想外に騰貴し（図8）、国内景気は急速に悪化していった。図9に見られるようにこの時期、非製造業の業況判断はほとんど悪化せず、輸出の採算悪化により専ら製造業で業況判断が大幅に低下していることが分かる。図11が示すとおり、85年秋以降、実質GDP成長に対する純輸出の寄与は大きなマイナス値を続けるようになった。

日本は85年から87年にかけて5度の公定歩合引き下げを行うなど大幅に金融を緩和し、89年の公定歩合引き上げまで、低金利を続けた（図12）。一方、一般政府赤字が減少し続けた（図4）ことから分かるように、景気対策として財政政策をほとんど発動しなかった。87年以降は、景気拡大や資産価格上昇にともない財政赤字は急速に減少を続けた。また内需の拡大と円高により、経常収支黒字は縮小していった。

貯蓄投資バランスの視点から見ると、図4が示すように80年代後半には対外投資（経常収支黒字）や財政赤字が大幅に減少し、民間投資が急速に拡大した。日本はこの時期、金融緩和の継続により過剰貯蓄を専ら民間投資に充てる選択をしたと言えよう。87年から91年にかけての非常に活発な民間投資は、結果的に見ると収益性の低い資本ストックの蓄積により、その後の不良債権問題へとつながった。収益性の低い資本ストックが蓄積された原因としては、銀行による安易な融資や、「バブル」崩壊後の低成長だけでなく、生産年齢人口成長率の低下や資本過剰による資本収益率の低下という長期的な傾向にもかかわらず非常に活発な民間投資を行ったこと自体に無理があった可能性がある。

87年前後の景気回復と資産価格高騰等に見られた景気加熱の兆候にもかかわらず日本が金融引締を遅らせた原因としては、更なる円高を回避したいという通貨当局の脅迫観念があった。船橋（1988）によれば、日本銀行高官はこの間の金融政策を「全く為替に振り回された」と回想しているという（船橋 1988、p. 86）。この時期の金融政策においては、為替安定について米国の合意を取り付けるためや米国のドル安誘導口先介入を止めさせるために協調利下げ要求を受け入れたり、ブラック・マンデー時（87年10月）に対米配慮するなど、米国との関係が、金融引き締めタイミングを遅らせる一因となった。

国際マクロ経済学の視点から見ると、この時期の日本の経済政策には以下のような反省すべき点があったと考えられる。

1. 為替レートを中・長期的に決定しているのは、貯蓄・投資バランスや金融政策、物価水準、産業の生産性といったファンダメンタルズであり、金融政策を伴わない為替介入政策（不胎化さ

れた介入)の効果は小さいというのが国際経済学の常識である。ドル減価の主因は米国が80年代前半の金融引締と財政赤字というポリシーミックスを変更したことにある。日本の通貨当局はこの点を十分理解せず、円高ドル安は協調介入によって生じたのであり、また政策協調で止めることができる、と錯覚していた。

2. 図7のドルの実質実効為替レートを見ても分かるように、85年から87年のドルの減価はドル暴落というよりも、85年までの異常なドル高が米国のポリシーミックス変更により終息し、ドルの価値がほどほどの水準に戻った現象として理解すべきである。確かに円・ドルレートは260円台から130円台へと急落したが、第三国の通貨も軒並みドルに対して騰貴したため、円の実質実効為替レートは円・ドルレートほど円高になっていない。たかだか73年や78年の円高時の水準に戻っただけである。日本の通貨当局はこのようなドル高修正にヒステリックに対応しすぎた。
3. この時期に円高が止められたか否かにかかわらず、世界最大の経常収支赤字国である米国がポリシーミックスを変更したことにより、日本がそれまで続けていた過剰貯蓄を対外投資で運用するという方策は維持できなくなった。80年代前半の米国の高金利・ドル高政策がきっかけとなった途上国の累積債務問題はこの時期まだ深刻であったから、日本が膨大な貯蓄を途上国に投資することも難しかった。日本政府は円高不況対策、円高回避のための対米協調等、短期的な視点からのみマクロ経済政策を判断するのではなく、貯蓄過剰をどのように有効に利用するかという長期的な視点から政策立案をすべきであった。日本は金融緩和の継続により、結果的に過剰貯蓄を民間投資に充てたわけだが、これが貯蓄の望ましい用途であるか否かについて十分な検討は行われなかった。
4. マクロ経済政策が他国に波及する効果は、自国経済に与える効果に比べると格段に小さい。たとえば内需を5%拡大しても、日本や米国では輸入のGDPに対する比率は10数%だから、輸入はGDP比1%未満しか増えない。しかも日米間の貿易はそれぞれの国の総貿易額の一部にしか過ぎないため、輸入増のうちの一部しか波及しない。また、政策目標が物価安定や景気対策等、数多く有るにもかかわらず政策手段の数は限られている。従って、各国は基本的に国内の政策目標のためにマクロ経済政策を運営すべきであり、また事実そうしているというのが国際経済の常識である。例えば米国が国内目標よりも日本への政策協調を重視してマクロ経済政策を運営したようなことは過去に一度もなかった。日本政府は国際政策協調を重視したり、米国に協調を期待するなど、不適切な政策をとった。

7. おわりに

日本は高度成長の終焉にともない、70年代以降慢性的な貯蓄超過問題を抱えており、これが不況の原因や適切な政策発動の障害として一貫して作用してきた。このような問題意識から本論文では、

1970年代以降の日本の貯蓄投資バランスを概観し、過剰貯蓄の使い途としてどのような可能性があったかを検討した。また、「バブル」発生以前の80年代前半と「バブル」が発生した80年代後半について、過剰貯蓄の使途の視点から日本経済を回顧し、マクロ経済政策を評価した。

主な結論は次のとおりである。

1. 1980年代前半には、米国の金融引締め政策と拡張的な財政政策というポリ・シーミックスのもとで日本は多額の経常収支黒字を記録し、過剰貯蓄の使途は国内の一般政府赤字から米国向けを中心とする対外投資へと移行していった。その後のドル減価によって日本は為替差損をこうむったが、米国金利が高かったため、長期投資の視点から見れば過剰貯蓄を対外投資に宛てたことで日本が損をしたわけではない。他に有効な過剰貯蓄の使い道が少なかった状況では対外投資はそれほど愚かな運用方法とは言えない。ただし現実の日本の対外純資産は、経常収支黒字をすべて米国債で運用したと仮定した場合の仮想的な対外純資産より100兆円分も少ない。この乖離は日本が高齢化に備えて海外投資した貯蓄が極めて非効率的に運用されている可能性を示唆しており、今後詳しい分析が望まれる。
2. 1985年前後に世界最大の経常収支赤字国である米国がポリシーミックスを変更したことにより、日本がそれまで続けていた過剰貯蓄を対外投資で運用するという方策は維持できなくなった。日本政府は円高不況対策、円高回避のための対米協調等、短期的な視点からのみマクロ経済政策を判断するのではなく、貯蓄過剰をどのように有効に利用するかという長期的な視点から政策立案をすべきであった。日本は金融緩和の継続により、結果的に過剰貯蓄を民間投資に充てたわけだが、これが貯蓄の望ましい使途であるか否かについて十分な検討は行われなかった。
3. 85年以降のドル減価の主因は米国が80年代前半の金融引締めと財政赤字というポリシーミックスを変更したことにある。日本の通貨当局はこの点を十分理解せず、円高ドル安は協調介入によって生じたのであり、また政策協調で止めることができる、と錯覚していた。ドルの実質実効為替レートから分かるように、85年から87年のドルの減価はドル暴落というよりも、85年までの異常なドル高が米国のポリシーミックス変更により終息し、ドルの価値がほどほどの水準に戻った現象として理解すべきである。日本の通貨当局はこのようなドル高修正にヒステリックに対応しすぎた。
4. 87年から91年にかけての活発な民間投資は、結果的に見ると収益性の低い資本ストックの蓄積により、その後の不良債権問題へとつながった。収益性の低い資本ストックが蓄積された原因としては、銀行による安易な融資や、「バブル」崩壊後の低成長だけでなく、生産年齢人口成長率の低下や資本過剰による資本収益率の低下という長期的な傾向にもかかわらず非常に活発な民間投資を行ったこと自体に無理があった可能性がある。

過剰貯蓄によるデフレ圧力は現在も続いている。日本は「バブル」崩壊後の不況を通じて過剰貯蓄を主に財政赤字と対外投資に使ってきたが、赤字国債の累積問題や米国景気の悪化によって、どちらの用途についても継続することが難しくなりつつある。短期的な視点からのみマクロ経済政策を運営するのではなく、貯蓄過剰をどのように有効に利用するかという長期的な視点からの政策立案を期待したい。

参考文献

- Ando, Albert (2000) "On the Japanese Economy and Japanese National Accounts," Paper prepared for the NBER/CIRJE/EIJS/CEPR Japan Project Meeting, Sept. 22-23, 2000, Tokyo.
- Auerbach, Alan J., and Laurence J. Kotlikoff (1989) "Demographics, Fiscal Policy, and U.S. Saving in the 1980's and Beyond," NBER Working Paper Series, no. 3150, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Cairncross, A.K. (1953) Home and Foreign Investment: 1870-1913.
- Dekle, Robert (2000) "Demographic Density, Per-capita Consumption, and the Japanese Saving-Investment Balance," Oxford Review of Economic Policy, vol. 16, no. 2, pp. 46-60.
- Foreman-Peck, J.F. (1989) A History of the World Economy: International Economic Relations since 1850, Second Edition, New York, N.Y.: Harvester Wheatsheaf.
- Gale and Sabelhaus (1999) Brookings Papers on Economic Activity, no. , pp. .
- Horioka, Charles Yuji (1991) "Why is Japan's Household Saving Rate So High?" A Literature Survey," Journal of the Japanese and International Economies, vol. 4, pp. 49-92.
- Horioka, Charles Yuji (1992) "Future Trends in Japan's Saving Rate and the Implications Thereof for Japan's External Balance," Japan and the World Economy, vol. 3, pp. 307-330.
- Jorgenson, Dale W. (1988) "Productivity and Economic Growth in Japan and the United States," American Economic Review, vol. 78, no. 2, pp. 217-222.
- Jorgenson, Dale W., Masahiro Kuroda, and Mieko Nishimizu (1987) "Japan-U.S. Industry-Level Productivity Comparisons, 1969-1979," Journal of the Japanese and International Economies, vol. 1, no. 1, pp. 1-30.
- Krugman, Paul (1994) "The Myth of the Asia's Miracle," Foreign Affairs, November/December.
- Krugman, Paul (1998) "It's BAAACK! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," Brookings Papers on Economic Activity, no. 2, pp. 137-205.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff (1996) Foundation of International Macroeconomics, MIT Press, Cambridge: MA.
- Pyo, Hak K., and Kwang-Hee Nam (1999) "A Test of the Convergence Hypothesis by Rates of Return to Capital: Evidence from OECD Countries," mimeo, Seoul National University.

- Yashiro, Naohiro, and Akiko Oishi (1997) "Population Aging and the Saving-Investment Balance in Japan," in Michael Hurd and Naohiro Yashiro, eds., The Economic Effects of Aging in the United States and Japan. Chicago: University of Chicago Press, pp. 59-88.
- Yoshikawa, Hiroshi (1990) "On Equilibrium Yen-Dollar Rate," American economic Review, vol. 80.
- Young, A. (1995) "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience," Quarterly Journal of Economics, vol. 110, pp. 641-680.
- 大蔵省国際局国際収支課 (2000) 「本邦対外資産負債残高と資金循環について」大蔵省国際局国際収支課。
- 黒田昌裕・野村浩二 (1999) 「経済教室：日本の潜在成長力 下」『日本経済新聞』1999年1月27日付、1999年。
- 国際協調のための経済構造調整研究会 (1986) 「国際協調のための経済構造調整研究会報告書（前川レポート）」。
- 経済企画庁 (1998) 『平成11年版日本経済の現況』大蔵省印刷局。
- 鈴木将覚 (2001) 「少子・高齢化と過剰貯蓄」研究レポート、富士総合研究所。
- 深尾京司 (1987) 「日本の貯蓄・投資バランスと経常収支、為替レート」、『経済研究』、第38巻、第3号、pp. 222-239。
- 深尾京司 (2000) 「国際資本移動 - 資本は豊かな国から貧しい国に流れるか - 」、福田慎一・堀内昭義・岩田一政編『マクロ経済と金融システム』、東京大学出版会。
- 深尾京司・天野倫文 (1998) 「対外直接投資と製造業の『空洞化』」、『経済研究』、第49巻、第3号、pp. 259-276。
- 深尾京司・岳希明 (2000) 「戦後日本国内における経済収束と生産要素投入 - ソロー成長モデルは適用できるか - 」、『経済研究』、第51巻、第2号、pp. 136-151。
- 船橋洋一 (1988) 『通貨烈々』、朝日新聞社。
- 吉川元忠 (1998) 『マネー敗戦』、文芸春秋。