

２０２６年１１月７日

日　　本　　銀　　行

日本の経常収支黒字と企業行動の変容

ＩＭＦ・Michel Camdessus Central Banking Lecture
における講演の邦訳
（11 月 6 日）

日本銀行総裁　　植田 和男

１．はじめに

本日は、ミシェル・カムデッシュ氏を讃える場で講演を行う機会をいただき、大変光栄に存じます。道徳的な明晰さ、知的な深み、そして揺るぎない善意を持って、現代の国際経済協力の基盤を築き上げることに貢献されたカムデッシュ氏のリーダーとしての姿は、比類なきものです。カムデッシュ氏は、マクロ経済政策が単なる技術的なものにとどまらず、グローバルに共同で責任ある運営がなされるべきものであることを、同時代を生きた政策担当者に教示された方です。

この英知が特に明らかとなったのは、1980 年代半ばのことです。この時期、世界規模で経済の不均衡が問題視され、日本の経常収支黒字は国際的な経済議論の中心にありました。カムデッシュ氏は、黒字国が世界需要を牽引する機関車としての役割を果たすべきとの考えを最も雄弁に主張された方の一人でした。日本はその呼びかけに応じた国ですが、歴史は予想外の方向に展開しました。プラザ合意後の調整により経常収支黒字は一時的に縮小しましたが、その後、構造的な所得収支主導の黒字へと転換し、現在に至るまで続いています。

カムデッシュ氏を讃えるにあたり、私たちにできる最良の方法は、彼が世界のガバナンスに対して発揮したのと同様の分析的な誠実さを持って、これらの難解な経済的現実を検討することでしょう。本日は、日本の持続的な経常収支黒字が明らかにする対外収支調整への示唆について、とりわけ企業の貯蓄と投資の役割の変遷に焦点を当てて考察したいと思います。

２．日本の経常収支黒字の全体像

日本の経常収支は、20 世紀中頃以降、顕著な変化を遂げてきました（図表１）。すなわち、1980 年代初頭まで、日本の経常収支は赤字と黒字の間を数年単位で行き来していました。その後、経常収支は持続的な黒字に移行しました。短期的な変動はあったものの、この 40 年程度の間、黒字幅は概ねＧＤ

Ｐの２～４％の範囲で推移してきました。

その内訳も、同様に著しい変化を遂げました（図表２）。1980 年代半ば、貿易収支の黒字はＧＤＰ比４％以上に達しましたが、それ以降、黒字は徐々に減少した後、赤字に転じました。一方で、1980 年代半ばにはほとんどゼロに近かった第一次所得収支の黒字は拡大し、現在ではＧＤＰ比６％以上にまで増加しています。こうして、海外投資から得られる純所得が日本の経常収支黒字の主要な構成要素となったのです（図表３）。

この点で、日本は特異な例ではありません。19 世紀後半から 20 世紀初頭の英国も、よく知られた歴史的な類似点があります（図表４）。産業革命を経て、英国の貿易収支および経常収支は大幅な黒字を記録していました。その後、経済が成熟するにつれて貿易収支は赤字に転じましたが、それでも海外での広範な投資から得られる所得が経常収支黒字を支え続けました。20 世紀初頭には、英国の海外投資からの純所得は、国民所得の８％近傍に達したと推計されています。今日、日本も非常によく似た道をたどっています。かつては世界の工場としての性格を有していた日本は、いまや世界に対する資金提供者としての立場を有するようになりました。

貿易黒字から所得収支黒字への移行は、経済が債務国から成熟した債権国へと移行する過程を説明する際に頻繁に引用される「国際収支発展段階説」の一環として知られています[1]。しかし日本の場合、この移行を理解するには、次の国民所得勘定における恒等式をより詳細に検討する必要があります。すなわち、経常収支の黒字は、国内投資を上回る国民貯蓄を反映するという関係です。日本の部門別データを分析すると、この余剰がどのように生成されてきたかについて、深遠なマクロ経済的逆説が浮かび上がります。

標準的な国際経済学の理論では、社会が高齢化するにつれて、家計が資産を取り崩す結果、国全体の貯蓄率が低下し、経常収支が赤字へと向かうと予測されます。日本の家計は実際、この典型的なライフサイクル仮説に従いま

[1] Crowther (1957)を参照。

した[2]。1990 年代半ばまで、家計の純貯蓄は経常収支黒字の主要な構成要素でしたが、高齢化が進むにつれて、その後の 30 年間で大幅に減少しました。一方、政府部門では財政赤字の拡大基調が続きました（図表５）。

それにもかかわらず、対外収支の黒字は消えることはありませんでした。それは、日本の非金融法人部門が特徴的な行動をとったことにより維持されたのです（図表６）。1990 年前後に起きた投資ブームの後、企業の投資率はその後 20 年間にわたり低下を続ける一方で、企業の貯蓄率は上昇しました。1990 年代後半には、日本企業は純借入主体から大幅な純貯蓄主体へと転じ、現在に至るまでその状態が続いています。

したがって、企業部門の行動変容は、標準的な人口動態の変化による経常収支予測を完全に覆す形となりました。では、なぜ企業は持続的な純貯蓄主体となったのでしょうか。さらに、急激なバランスシートの調整が終了した後も、なぜこの状況が続いているのでしょうか。これらの問いに答えるためには、日本のバブル崩壊後に残された長期的な影響と、その後の日本企業の海外展開について検討する必要があります。

３．バランスシート調整のきっかけ

1980 年代半ばの貿易摩擦の状況について、少し振り返りたいと思います。当時、日本の経常収支黒字の大部分は、貿易収支によって支えられていました。日本は世界第２位の経済大国となっており、その対外収支は注目の的となりました。当時の多国間貿易交渉はこの不均衡を是正することを目的とし、また、プラザ合意が米ドルを急激な下落へと誘いました。

この取り組みの一環として、日本は、1986 年に発表された歴史的な前川レポートに記述されている通り、国内需要の拡大と労働時間の短縮を目指す抜

[2] Kasa (1997)は、当時の文献を概観し、様々な代替的シミュレーション手法を用いても、日本の貿易収支は減少することが示されており、議論の余地があるのは、そのタイミングだけであると結論付けています。実際、日本の財・サービス貿易収支は 2010 年代初頭以降、多くの時期で赤字となっています。ただし、経常収支はその限りではありません（図表２）。

本的な構造改革に取り組みました[3]。また、急速な円高がもたらす逆風に対処するために、積極的なマクロ経済緩和政策も実施されました。このような拡張的政策は、振り返ってみれば、1980 年代後半の投資ブームと株式・不動産価格の急騰につながりました。

1990 年頃、日本の経常収支黒字は、国内投資のブームにより縮小しました（前掲図表５、６）。しかし、バブルが崩壊すると黒字は急速に回復し、その後のバランスシート調整期、さらにはその先の期間まで黒字は維持されました。経常収支黒字の縮小は一時的なものとなり、一方で企業行動に残された構造的な傷跡は、長期的な影響をもたらすこととなったのです。

バブル崩壊後に企業投資が急減した時期には、資本収益率に持続的な低下が生じていました。図表７が示すように、日本の資本収益率は 1990 年代に急落し、その後、バブル前の水準に戻ることはありませんでした。この変化は、米国における資本収益率が相対的に安定していることと明確な対照を成しています。

資本収益率の低下には複数の要因が挙げられています。戦後の先進国へのキャッチアップ期間の終了、労働時間の短縮、人口動態の変化などがその例です。しかし、投資ブームの後遺症が中心的な役割を果たしたと考えられます。担保価値の低下は、企業および金融機関のバランスシートに打撃を与え、1990 年代後半の金融危機へとつながりました。これらの金融面と構造面のショックは相互に増幅し、日本企業が設備投資のあり方を根本的に変えるきっかけとなったのです。

４．バランスシート調整と企業貯蓄

バブル経済が崩壊すると、日本企業は厳しい試練に直面しました。それは、保有していた資産が大きく評価を下げた一方で、名目上の債務はそのまま残っていたという現実でした。その結果、企業は長期にわたるバランスシート

[3] 国際協調のための経済構造調整研究会（1986）を参照。週労働時間の短縮も、余暇の時間を増やし、内需を喚起する施策として位置づけられていました。

の調整プロセスを余儀なくされました。この時期の企業の市場価値を基にしたレバレッジ指標は、企業が直面した前例のない財務的な調整圧力を如実に示しています（図表８）。

図表９には、この数十年に及ぶ調整プロセスが描かれています。設備投資は1990年頃にピークを迎えた後、1990年代初頭から2010年にかけて一貫して減少傾向をたどりました。また、企業は金融資産の取得を抑制し、1990年代後半までには保有資産を積極的に売却するようになりました。

1990年代後半から2010年代初頭にかけて、日本企業にとって債務の返済が最優先事項のひとつとなりました。国内投資を抑制し、内部留保を債務削減に充当することで、非金融法人部門は膨大な財務余剰を生み出しました。この守りの姿勢は、財務の健全性が回復した後も消えることはなく、それ以来、経常収支の黒字も継続しました。

５．バランスシート調整後：海外直接投資の拡大

バランスシートの調整は、段階的に進行し、収束していきました。2000年代半ば、日本の銀行危機が収束したことで財務的な圧力が徐々に緩和されましたが、その回復は世界金融危機によって一時的に中断されました。より明確で構造的な転換点は2011年から2012年頃に現れました。この頃になってようやく国内投資と借入がわずかに回復の兆しを見せ始めました（前掲図表９）。

しかしながら、企業貯蓄は依然として極めて高い水準にとどまりました。それらの資金を国内の工場建設などに積極的に投じるのではなく、企業は純貯蓄の多くを対外直接投資に振り向けました。2012年以降、対外直接投資はポートフォリオ投資を凌駕し、日本の資本流出の主要な構成要素となりました（図表10）。

この資本の再配分は合理的なものでした。対外直接投資の収益率は極めて堅調に推移し、債券や株式に係る対外投資収益率が低下する中でも、バランスシート調整期が終わった後の多くの期間で８％を超える水準を維持しまし

た（図表 11）[4]。海外子会社によって生み出された収益のかなりの部分が現地で留保され、さらに再投資されました。これらの収益は直接的に日本の第一次所得収支の黒字を拡大させる一方で、再投資分は新たな対外直接投資として記録されました[5]。こうして国際的な生産ネットワークを構築することで、日本の多国籍企業は急成長を遂げる海外市場に直接足場を築くことができました。

2024 年に日本銀行が企業を対象に実施した調査は、なぜ国内投資がこれほど長期間低調であったのかについて、直接的な手がかりを与えてくれます（図表 12）[6]。1990 年代半ば以降の期間を振り返って、企業経営者たちが最も頻繁に指摘したのは、構造的な「成長期待の低下」でした。1990 年代および 2000 年代については、「債務圧縮・財務改善圧力」が支配的な理由でありました。2010 年代に入ると、多くの企業が「将来に備えた現預金の蓄積を優先」する一方で、特に大企業は海外での合併・買収や対外直接投資に注力しました。

国内の成長期待の低下は、バランスシート調整が行われていた時期に形成され、それが深く根付いていきました。その後の人口動態の変化がこれらの期待をさらに固定化し、資本を海外に展開することを戦略的な優先課題とすることに貢献する結果となりました。

６．経常収支黒字に関するその他の説明：人口動態による説明の再考

これまで私の議論は、日本の持続的な経常収支黒字の主要な要因として、主にバランスシートの傷跡と対外直接投資に焦点を当ててきました。

しかし、現代の経済理論は、これとは異なる有力な説明を提示しています。それは純粋に人口動態の作用に基づくものです。新古典派の貿易および成長モデルによれば、生産年齢人口の減少は、労働と比較して資本の余剰を生み

[4] Colacelli, Gautam, and Rebillard (2021)も日本の海外直接投資の収益率の高さに言及しています。

[5] なお、海外子会社の所得の大部分は日本に送金されていませんが、統計上は日本企業の貯蓄の一部として分類される点に注意が必要です。

[6] 日本銀行（2024）を参照。

出し、国内の資本の限界生産性が低下します。これに応じて、将来を見据えた企業や家計は資本を海外に展開すると考えられました。国内生産が海外に移転することで、貿易黒字から第一次所得収支の黒字への転換が起きつつ、対外収支の黒字が拡大するのです[7]。

この理論は洗練されていますが、一つの実証的な条件を前提としています。それは、1990 年代から 2000 年代にかけて、日本の労働市場が極めて逼迫していたことを必要とするという点です。

しかし、歴史的なデータはまったく逆の状況を示しています。日本銀行が分析データとして公表している需給ギャップは、1993 年から 2012 年の間、ほぼ一貫してマイナスのままでありました。また、失業率は同 20 年間で平均して３％を大幅に上回り、それまでの推移と比較すると高水準にありました（図表 13)。さらに、女性や高齢者の労働力率の急上昇に支えられ、人口高齢化が進む中でも就業者数全体は長い目でみると増加していました。

人口動態は確かに非常に大きな影響を及ぼしました。しかしそれは、1990 年代に企業が労働力不足に直面したからではありません。むしろ、国内市場の縮小が予測された結果として国内資本の期待収益率が低下し、対外直接投資が促進されたからであると考えられます。人口動態の変化は、日本が物理的に供給面からの制約を受け始める数十年前から、投資期待の需要面に作用していました。実際に深刻な労働力不足が現実となったのは、近年になってからのことであると考えられます。

７．変化の兆し

しかし最近、構造的変化の兆候が具体的に現れ始めています。日本の企業を対象に実施した日本銀行の調査では、2023 年から 2024 年にかけて、70％以上の企業が以前よりも国内での投資をより活発に行ったと回答しました。特筆すべきは、最も多く挙げられた理由として、国内の労働力不足に対処する切迫した必要性が指摘された点です（前掲図表 12)。さらに、大企業では

[7] Hirakata and Katagiri (2025)を参照。

脱炭素化、デジタル・トランスフォーメーション、そしてサプライチェーンの戦略的な国内回帰を理由に挙げる声が聞かれました。

労働力不足は、生産の現場でいよいよ顕在化するもとで、一方的に資本を海外に押しやるだけではありません。むしろ、国内資本の蓄積を促進し、人手を省く自動化を推進する力ともなります。

実際、感染症流行後の企業の設備投資は、ついに 1990 年代初頭のピークを上回りました（前掲図表９）。銀行貸出の伸び率は直近で５％以上に達しており、これは過去 30 年間で最も速いペースです[8]。緩やかな物価上昇の復活に助けられ、企業のリスクテイク姿勢が目覚めつつあるように見受けられます。

では、これはついに日本が 40 年前に思い描いた「内需主導型の調整」というビジョンを実現していることを意味するのでしょうか。この問いの答えは、いまだに明らかにはなっていません。更なる人口高齢化は家計の資産取り崩しを加速させるかもしれません。そして、国内の生産性向上と設備投資の拡大は、企業の貯蓄余剰を減少させる可能性があります。これらの要因は、いずれも国全体の貯蓄と投資のギャップを縮小する方向に作用するでしょう。

それでもなお、日本は巨大な対外純資産を蓄積させており、海外投資が国内投資よりも依然として高い収益率を維持しているという状況も続いています。第一次所得収支の黒字は、今後何年にもわたり、日本の対外収支の持続的な柱であり続けるでしょう。

８．おわりに

日本の経験は、持続的な経常収支黒字を理解するうえで、企業行動の変容がいかに重要であるかを明らかにしています。バブル崩壊後、企業は投資を抑制し、債務を返済しながらバランスシートを修復することに長い年月を費やしました。この調整が大方完了した後でも、企業の貯蓄率は高い水準を維持し、一方で海外投資がますます重要な役割を果たすようになりました。

人口動態やグローバル化は、企業が直面する機会に影響を与えました。人

[8] 政府が小規模企業への融資に対して支援を行った 2020 年の値を除きます。

口高齢化は国内の成長期待を押し下げる一方で、国際的な生産ネットワークの拡大は海外でのビジネス機会を広げました。海外投資から得られた収益は、貿易収支が減少する中でも経常収支黒字を支える助けとなりました。また、企業の純貯蓄の増加は、人口高齢化に伴う家計の純貯蓄の減少を大部分、相殺しました。

これらの主な要因は、経常収支の長期的なトレンドを説明する助けとなります。さらに、日本の経験は、金融面の混乱が対外収支調整の進展に対して、いかにして長期間にわたり影響を及ぼしうるかを示しています。この歴史から、異なる政策対応の下で経常収支がどのように変化したかを導き出すことはできません。しかし、対外収支の調整を理解するには、投資インセンティブ、企業のバランスシート、人口動態の変化を併せて考慮する必要があることを示しています。

日本の経常収支黒字は、極めて持続的です。しかし、その要因は必ずしも一定ではないのです。

本日はどうもありがとうございました。

以　上

【参考文献】

Colacelli, Mariana, Deepali Gautam, and Cyril Rebillard. 2021. "Japan's Foreign Assets and Liabilities: Implications for the External Accounts." IMF Working Paper, WP/21/26.

Crowther, Geoffrey. 1957. "*Balances and Imbalances of Payments*." Boston, Mass.: Harvard University Graduate School of Business Administration.

Hirakata, Naohisa, and Mitsuru Katagiri. 2025. "Foreign Direct Investment as a Long-Term Capital Flow Channel: Evidence from Japan." *Journal of International Economics*, vol. 158.

Kasa, Kenneth. 1997. "Get Ready for Japanese Trade Deficits." *FRBSF Economic Letter*, 1997-28.

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」

日本銀行（2024）、「「1990 年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」の集計結果について」、地域経済報告―さくらレポート―（別冊シリーズ）

日本の経常収支黒字と企業行動の変容

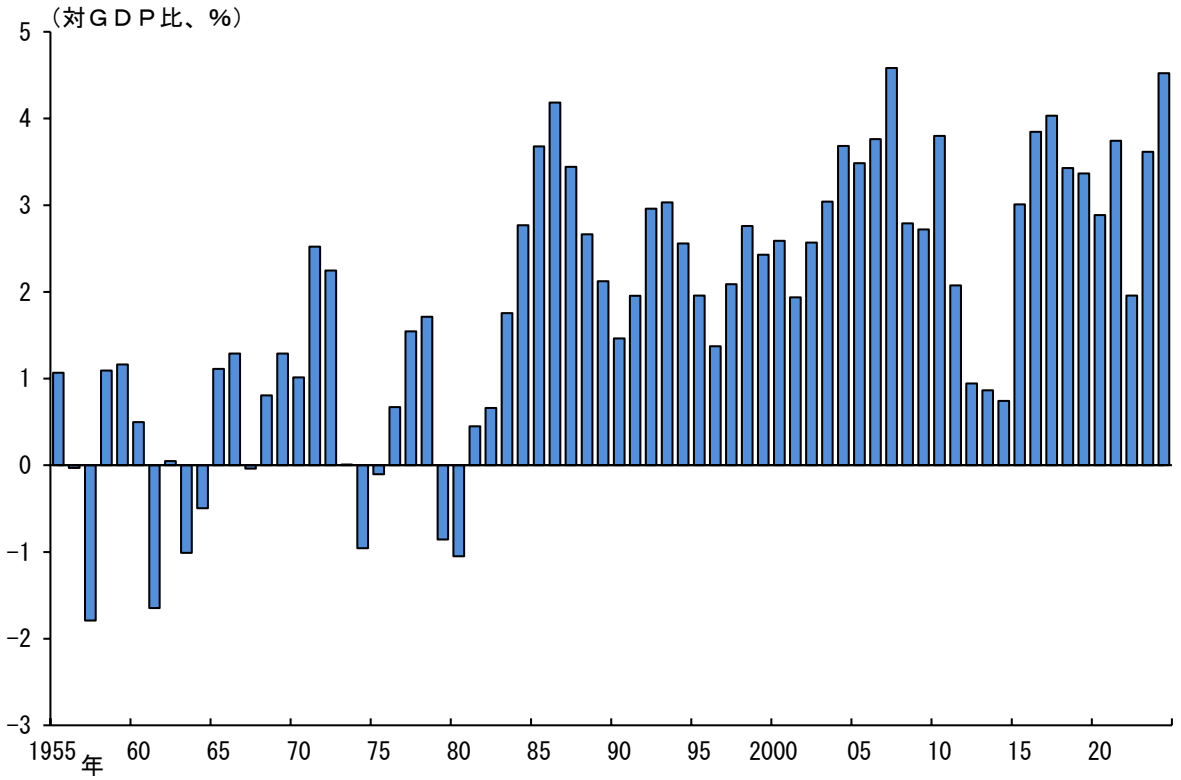
ＩＭＦ・Michel Camdessus Central Banking Lecture
における講演

2026年11月６日

日本銀行総裁
植田　和男

図表１

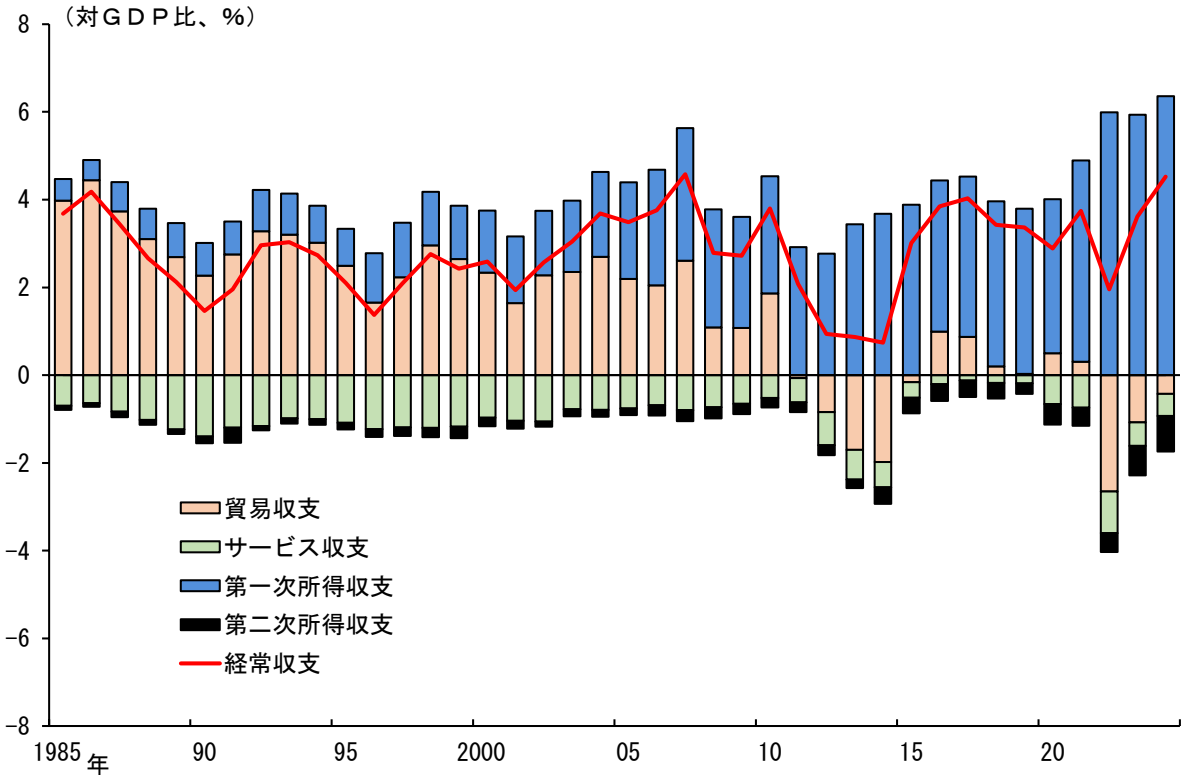
日本の経常収支



（出所）内閣府

図表２

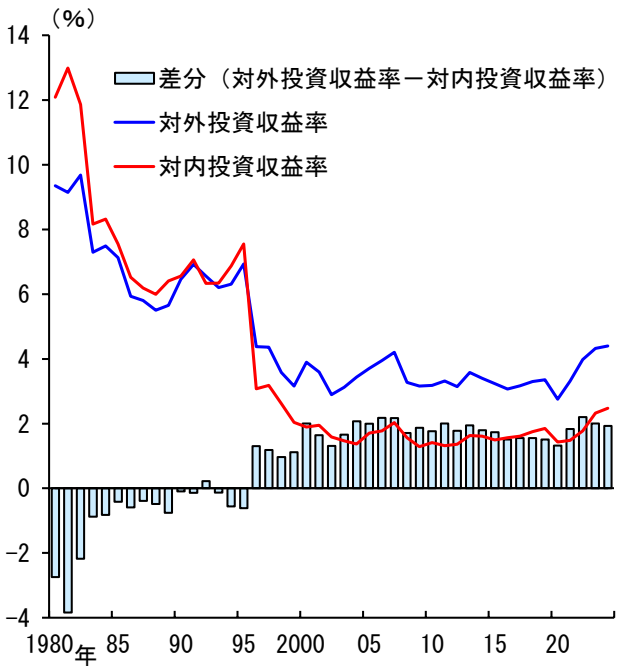
日本の経常収支の内訳

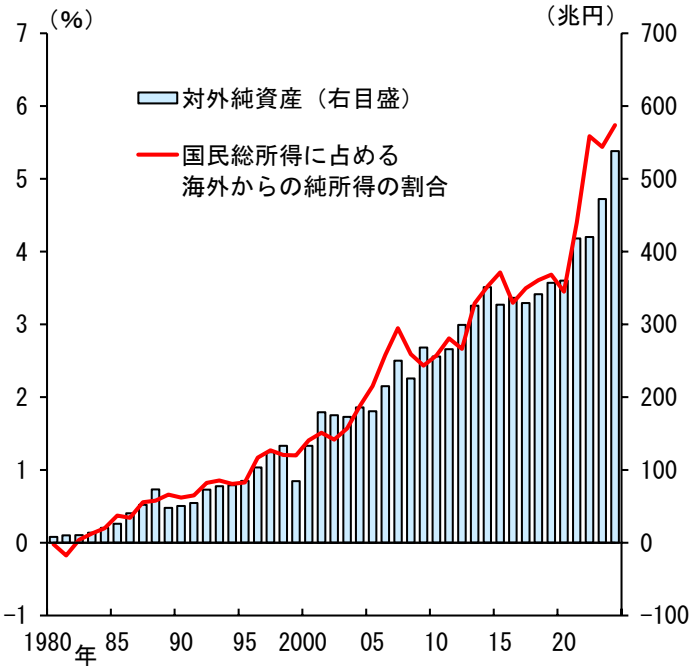


（出所）内閣府、財務省

図表３

対外投資収益



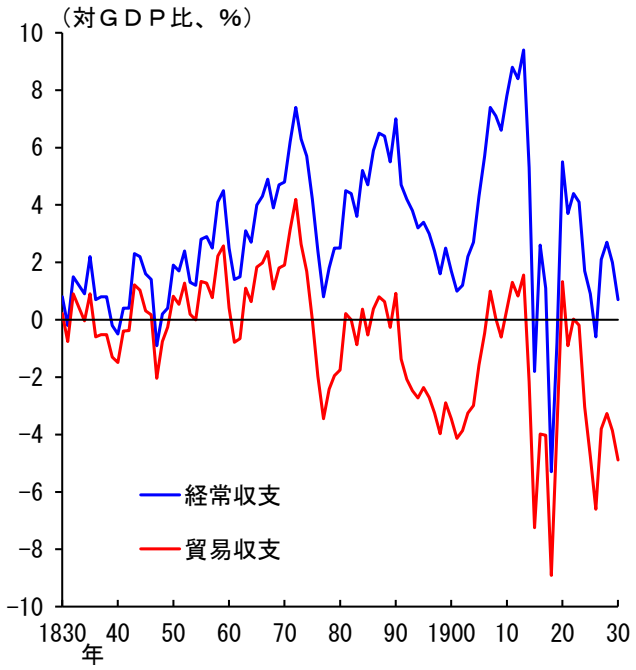


（注）左図の対外／対内投資収益率は、投資収益（受取／支払）を前年末の対外資産／負債の残高で割って推計。
（出所）内閣府、財務省

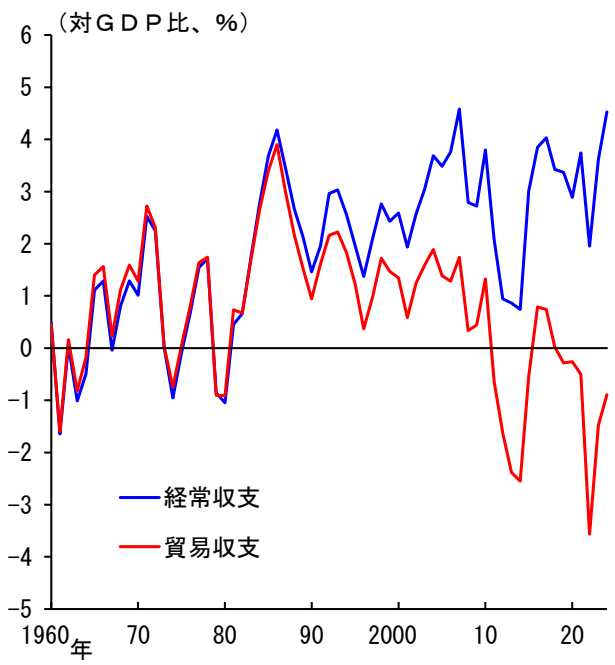
図表４

日英の経常収支

英国（1830年～1930年）



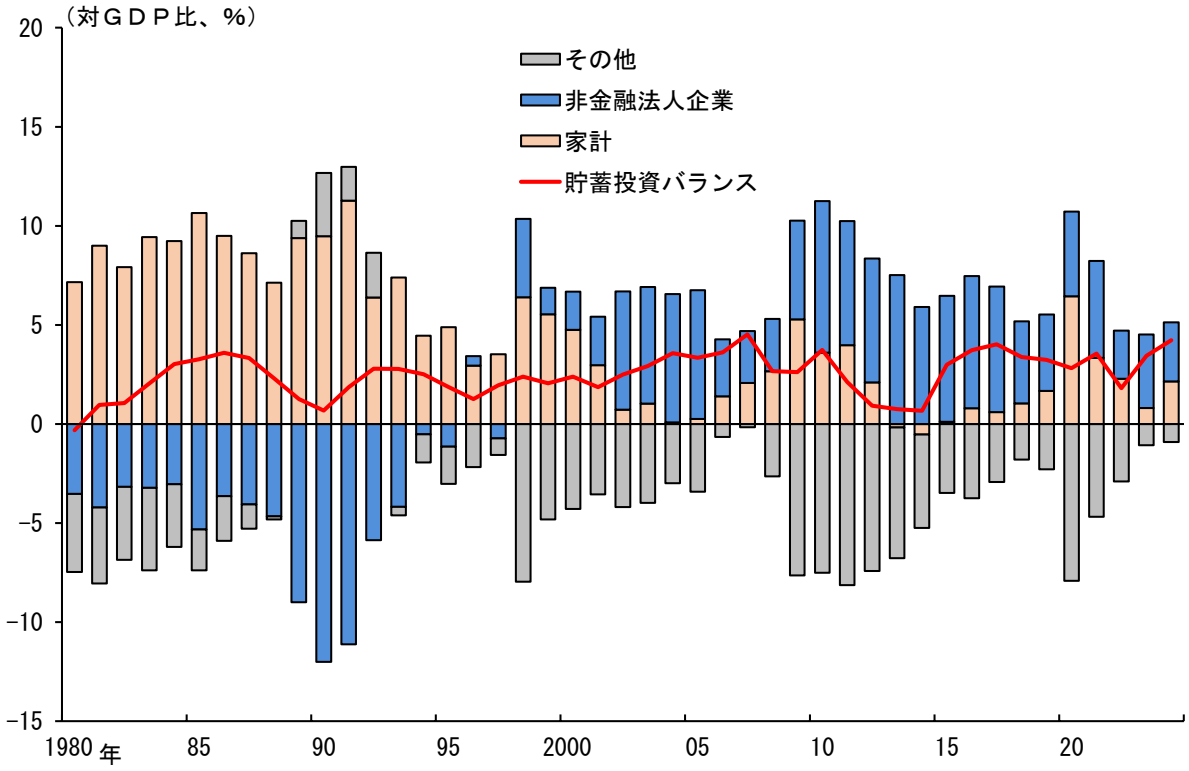
日本（1960年～）



（注）貿易収支は、財貨・サービスのネット輸出入。
（出所）Bank of England、内閣府

図表５

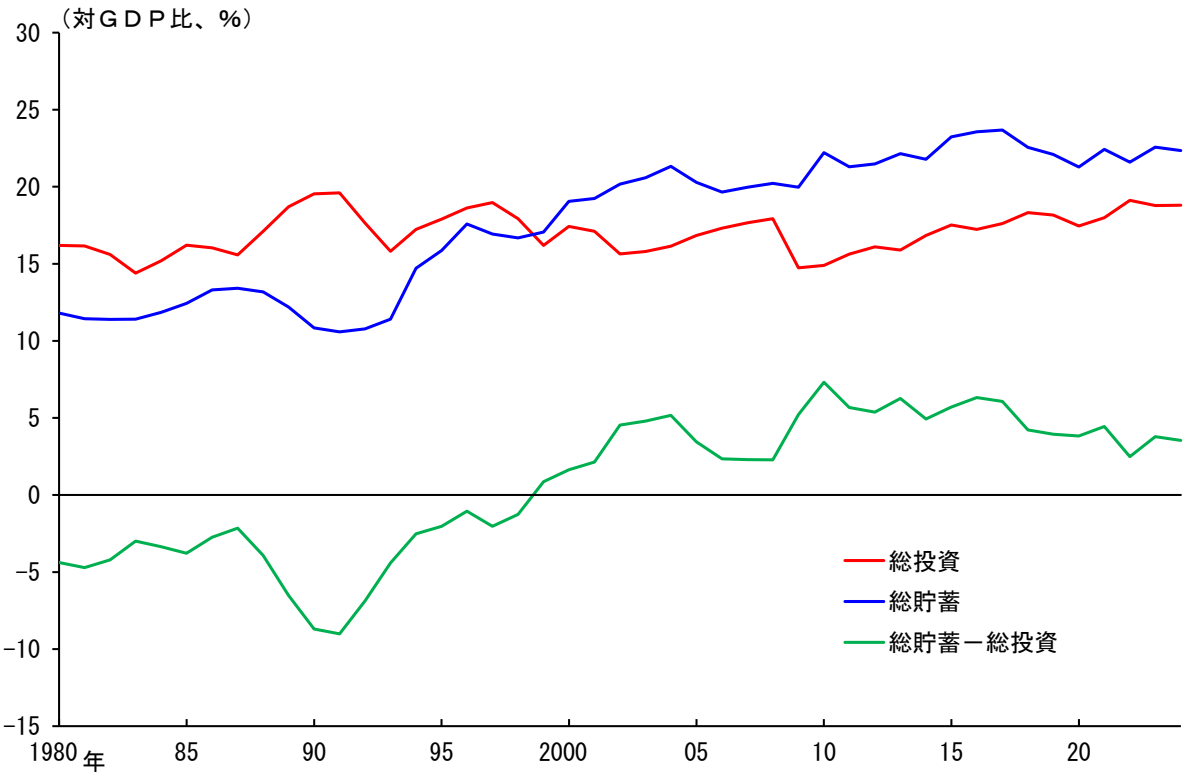
貯蓄投資バランスの部門別寄与



（注）貯蓄投資バランスは、純貸出（＋）／純借入（－）。
（出所）内閣府

図表６

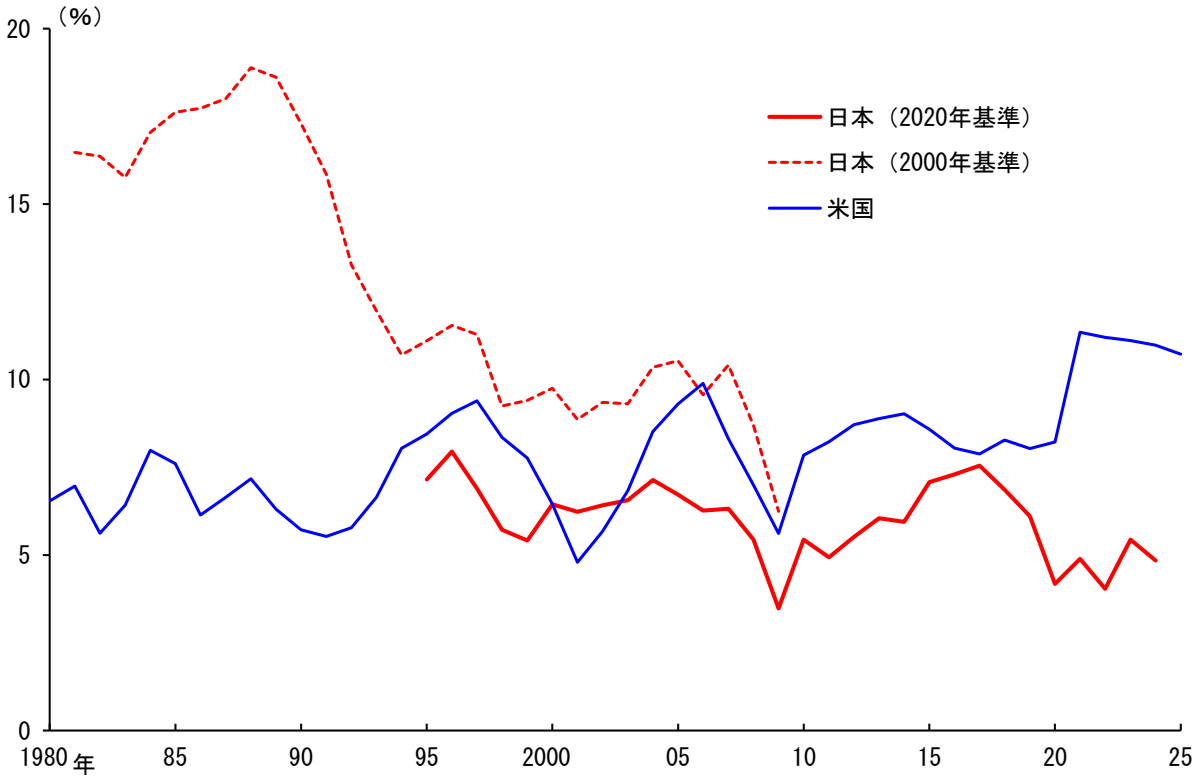
非金融法人企業の総貯蓄と総投資



（注）総投資は、総固定資本形成＋在庫変動、総貯蓄は、純貯蓄＋固定資本減耗として定義。
（出所）内閣府

図表７

日米の資本収益率

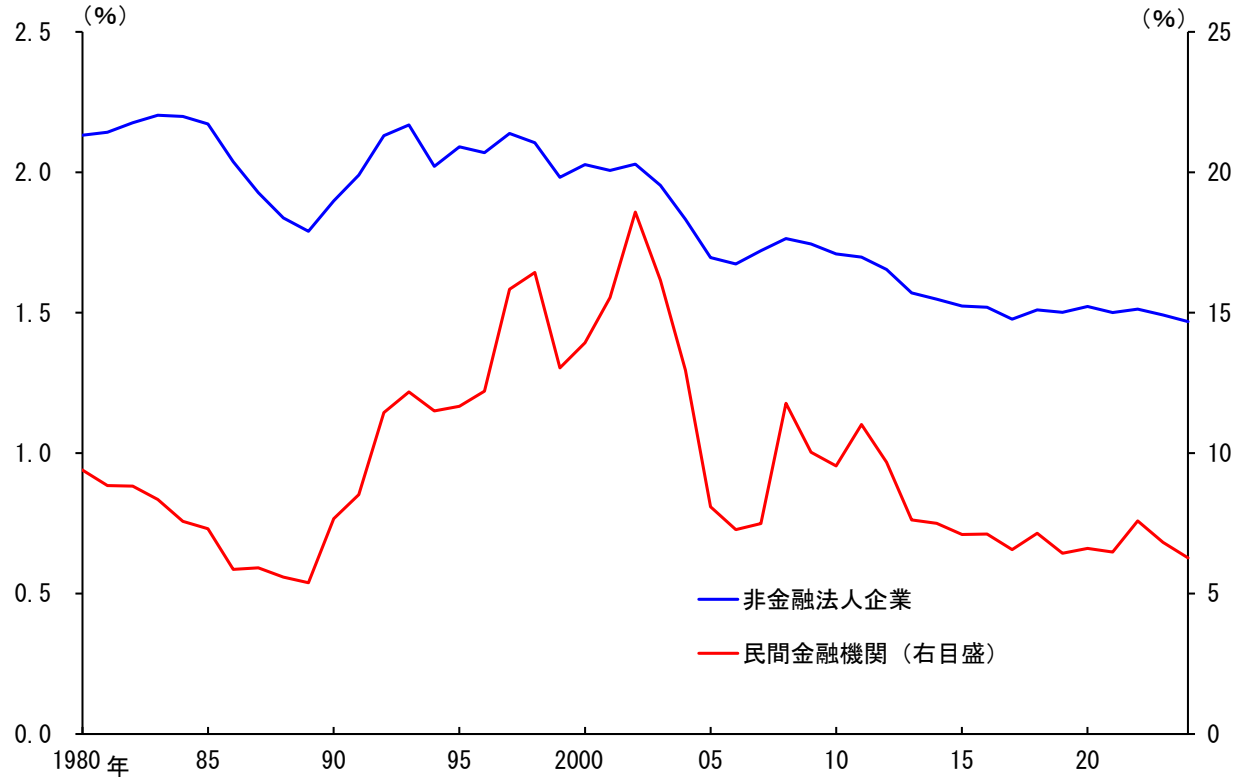


（注）資本収益率は、非金融法人企業の企業利益を、前年末の純固定資産残高で割ることで算出。日本の企業利益には、純営業余剰を用いた。固定資本減耗について、2000年基準では簿価ベース、2020年基準では時価ベースで計測されている等の統計作成上の違いがあるため、両基準は単純には比較できない。米国の企業利益には、在庫評価調整および資本減耗調整後の税引前企業利益を用いた。

（出所）内閣府、United States Bureau of Economic Analysis

図表８

レバレッジ

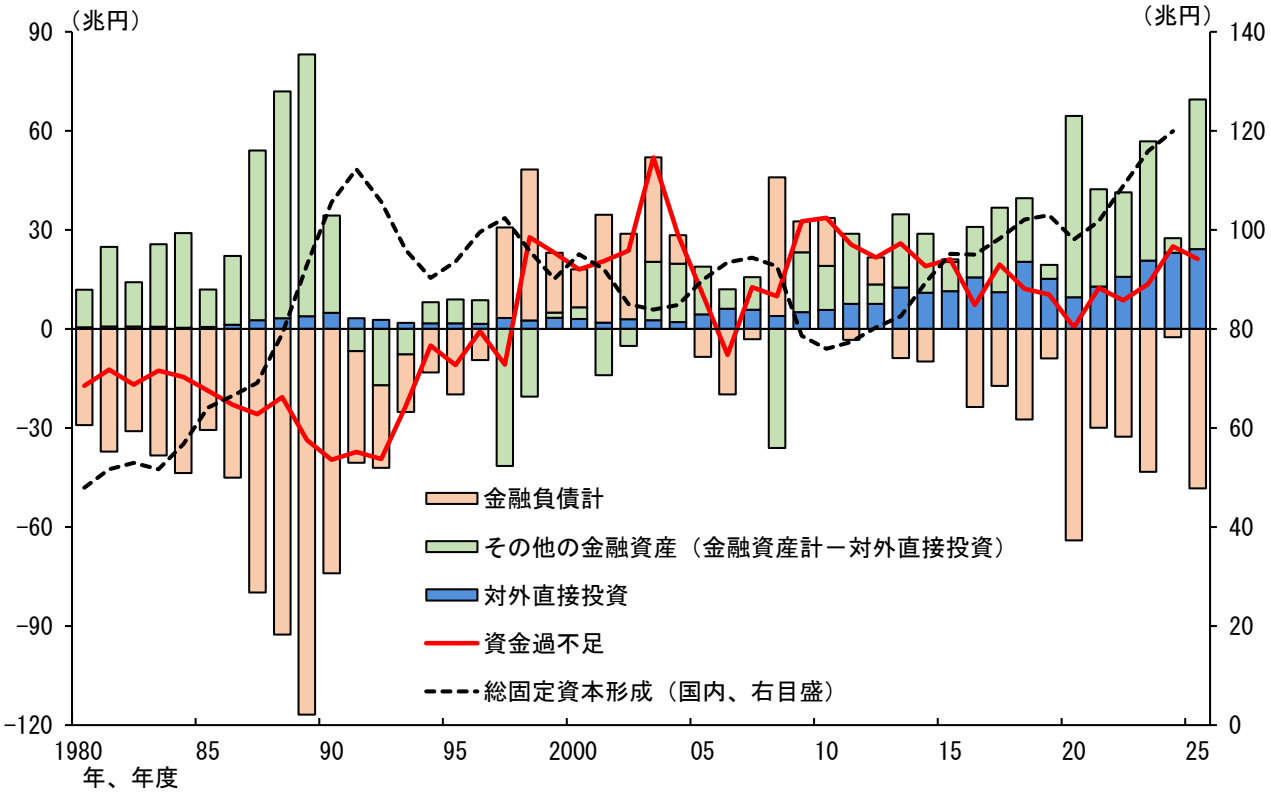


（注）レバレッジは、期末資産／（持分・投資信託受益証券＋正味資産）として推計。

（出所）内閣府

図表９

非金融法人企業の投資・借入および資金過不足



（注）総固定資本形成は暦年ベース、その他の系列は年度ベース。

（出所）内閣府、日本銀行

図表10

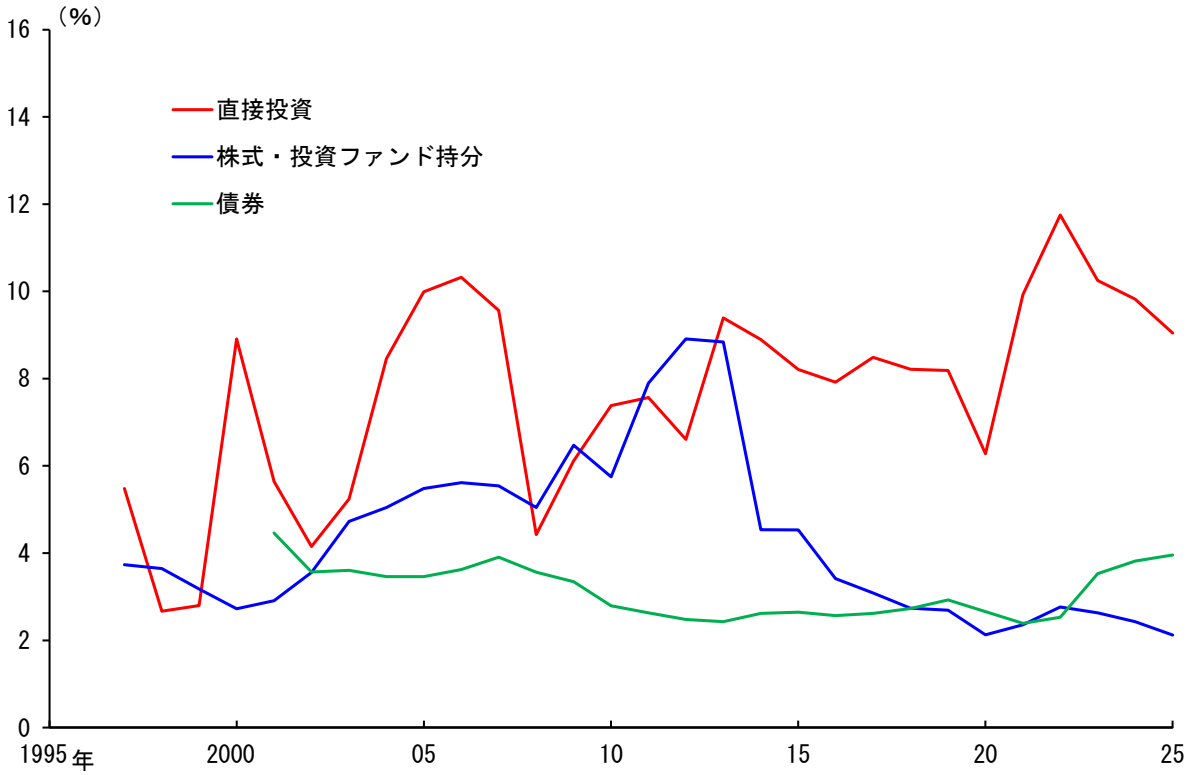
資本流出の内訳

	証券投資	直接投資	その他
1996～2011年	53.9%	21.0%	25.1%
2012～2025年	26.2%	46.5%	27.4%

（注）金融収支（資産、除く金融派生商品）に占めるシェア。
（出所）財務省

図表11

対外資産の収益率

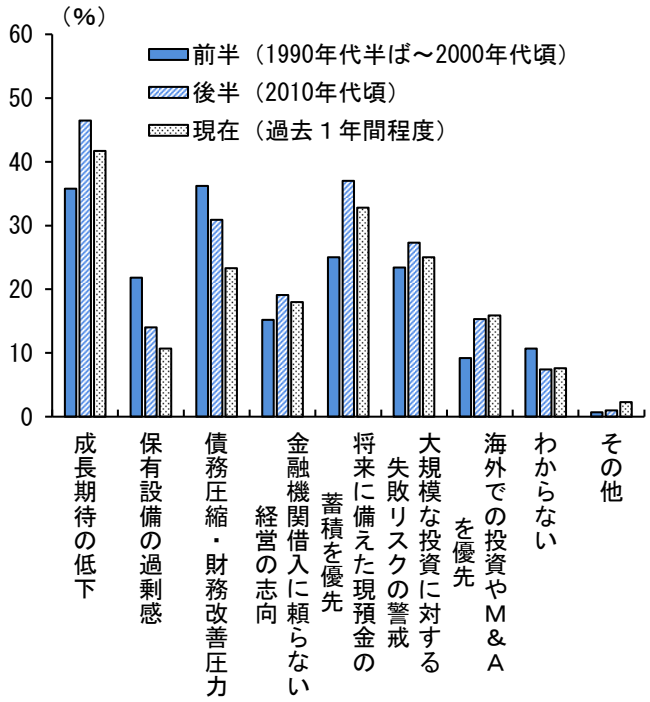


（注）第一次所得収支に含まれる各投資収益（直接投資収益、証券投資収益のうち配当金、債券利子）の受取額を、対外資産負債残高の対応する資産の前年末残高で割って推計。
（出所）財務省

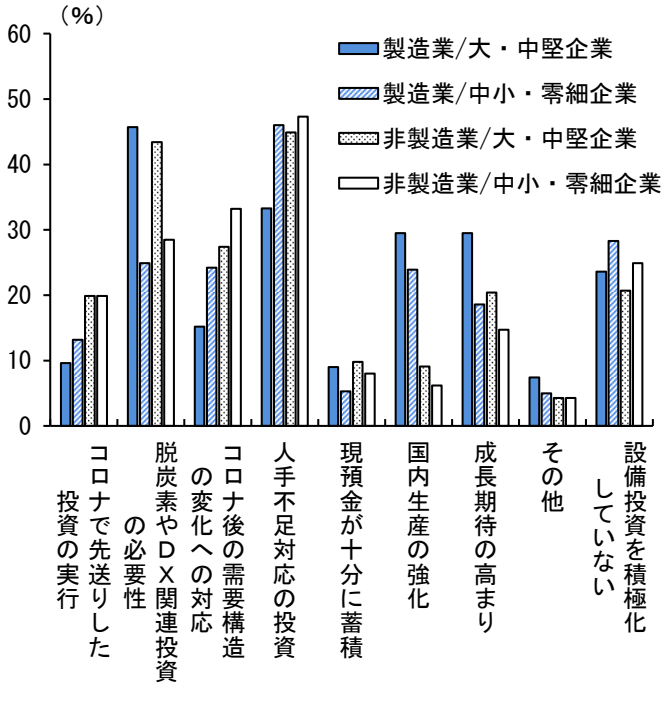
図表12

設備投資に対する企業の見方

国内設備投資の増加ペースが緩やかな理由



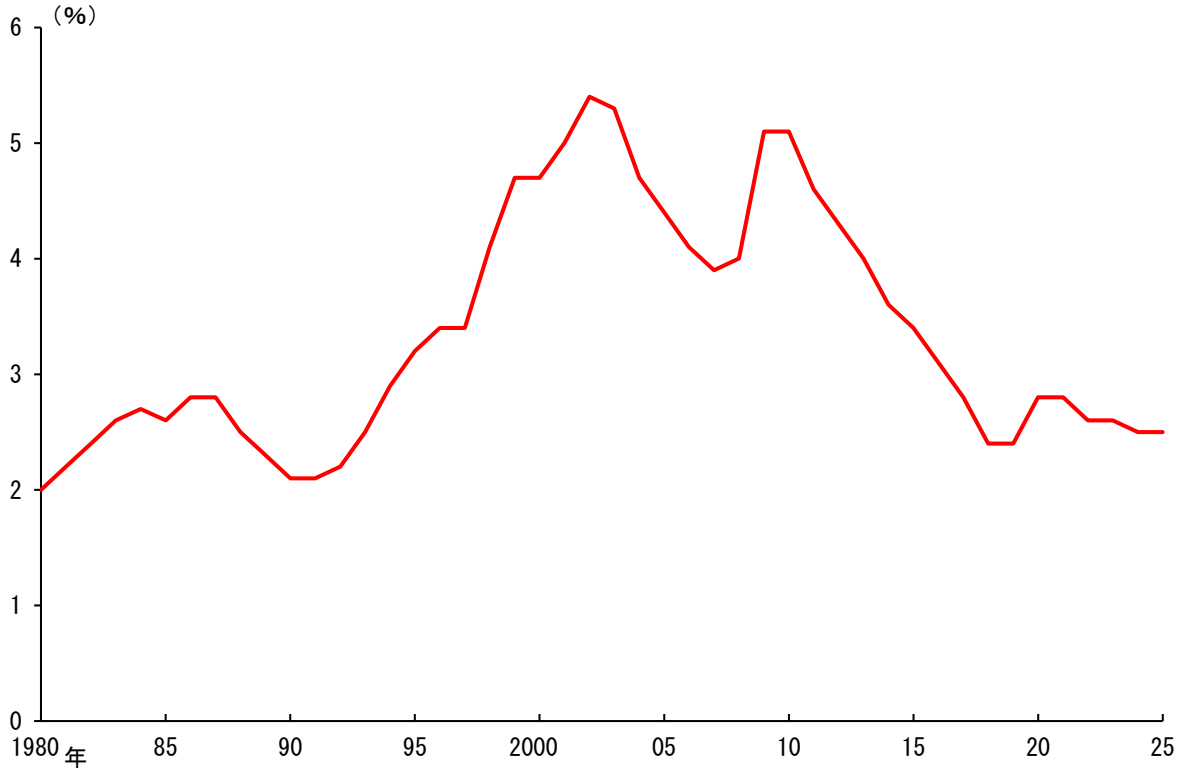
国内の設備投資を積極化させている理由



（注）当てはまるもの３つまで選択可。詳細は、「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」を参照。
（出所）日本銀行

図表13

日本の完全失業率



（出所）総務省