

## ② 北海道の貯蓄投資バランスと資金循環

齋藤 一朗

### ■はじめに―貯蓄から投資へ

一般に、金融活動はふたつの機能を通して経済発展に貢献している。ひとつは「決済手段の提供」であり、これを安全かつ安定的に提供する仕組み（決済システム）を整えることで、経済取引を円滑に維持するインフラストラクチャーの役割を果たしている。分権化された経済社会では、社会的な分業に基づく交換経済がその土台を成しており、経済発展とは、一面において社会的な分業の拡大プロセスにはかならない。交換経済には安定的な決済手段が不可欠であるから、整備された決済システムがあつてはじめて、社会的な分業の拡大⇨経済発展が可能となる。現代経済では、情報通信技術や交通手段の発展と相俟って、経済取引に関わる時間的・空間的な制約は大幅に緩和され、多額に上る国際的な取引が瞬時に行われるようになっていく。このため、安全かつ安定的な決済手段の提供は、従前にも増して重要となっている。

もうひとつは「赤字主体と黒字主体との間の資金移動」であり、資金に余裕のある黒字主体から資金の不足している赤字主体へ資金を融通し、経済全体で限りある資金を効率的に活用することである。もし個々の経済主体が自己の資金だけで活動しなければならぬとしたら、有利な投資機会がなく余剰資金を持って余す主体と、有利な投資機会を持ちながら資金不足で投資できない主体が出てくることになる。経済発展に必要な資金を調達し円滑に配分する金融システ

ムが構築できるかどうかは、経済発展の行方を左右するほどの重要さを帯びている。

本稿では、もっぱら後者に焦点を当て、貯蓄投資バランス論の視点から北海道経済における貯蓄と投資の関係について検討したい。貯蓄と投資に関する意思決定が分権的に行われる市場経済システムでは、貯蓄と投資が事前的に過不足なくマッチングする保証はない。金融システムの存在意義は正に、貯蓄と投資を効率よくマッチングさせることにあり、金融取引に伴う情報の非対称性の解消・緩和やリスク分担機会の提供を通して、事前的な貯蓄と投資の均衡化を促すことにある。もし、こうした金融システムの基本機能が様々な要因からワークしなくなると、両者の均衡化は達成されず、貯蓄が有効に活用されなかったり、投資に必要な資金の調達が困難になる。

金融システムがワークしなくなるケースには、大別してふたつの原因がある。ひとつは、金融システムを巡る環境に問題がある場合、もうひとつは、金融システムの基本機能そのものに問題がある場合である。

例えば、金融システムに流れ込んだ資金量に比して、リスクとリターンの関係から有利な投資機会が相対的に乏しいときや、中央政府からの財政トランスファーや公的金融による貸出を原資とした投資が政策的に行われる場合、あるいは民間投資においても他地域からの資本移転によってファイナンスされるような場合には、例えば金融システムが正常に機能したとしても、貯蓄は投資に比して相対的に過剰な状態となることがある。これに対して、金融取引に関わる情報生

産の機能が実物経済の発展に比して後れを取っているような場合には、必要とされている資金を十分に供給することができないだろう。これとは逆に、金融機関が地域密着の営業方針から、地場企業の情報生産に長けている場合には、黒字主体から赤字主体への資金移動は円滑に行われるだろう。しかし、リスク負担の面からみれば、地域経済に対する過度のコミットが貸出ポルトフォリオの分散を妨げ、経済的なショックに対して脆弱なバランスシートを作り上げてしまいかもしれない。

このようなケースがあることを念頭に、以下では、北海道の貯蓄投資バランスを具体的に眺めていこう。

#### ■貯蓄投資バランス論の分析枠組み

貯蓄投資バランス論の分析枠組みについては、あらまし以下のとおりである（※注1）。いま、県民総支出をⅡ、消費をⅢ、投資をⅣ、移輸出をⅤ、移輸入をⅥ、県外からの所得（純）incomeとすれば、県民総支出はその定義から、

$$E = C + I + Ex - Im + income \quad \dots \textcircled{1}$$

となる。一方、固定資本減耗を含む県民可処分所得Ⅶは、粗貯蓄（＝貯蓄＋固定資本減耗）をⅧ、県

外からのその他の経常移転(純)をcurrent transfersとすると、

$$Y = C + S - \text{current transfers} \quad \dots \textcircled{2}$$

と表される。ここで、県民総支出と固定資本減耗を含む県民可処分所得は等しいことから、

$$S - I = (Ex - Im) + \text{income} + \text{current transfers} \quad \dots \textcircled{3}$$

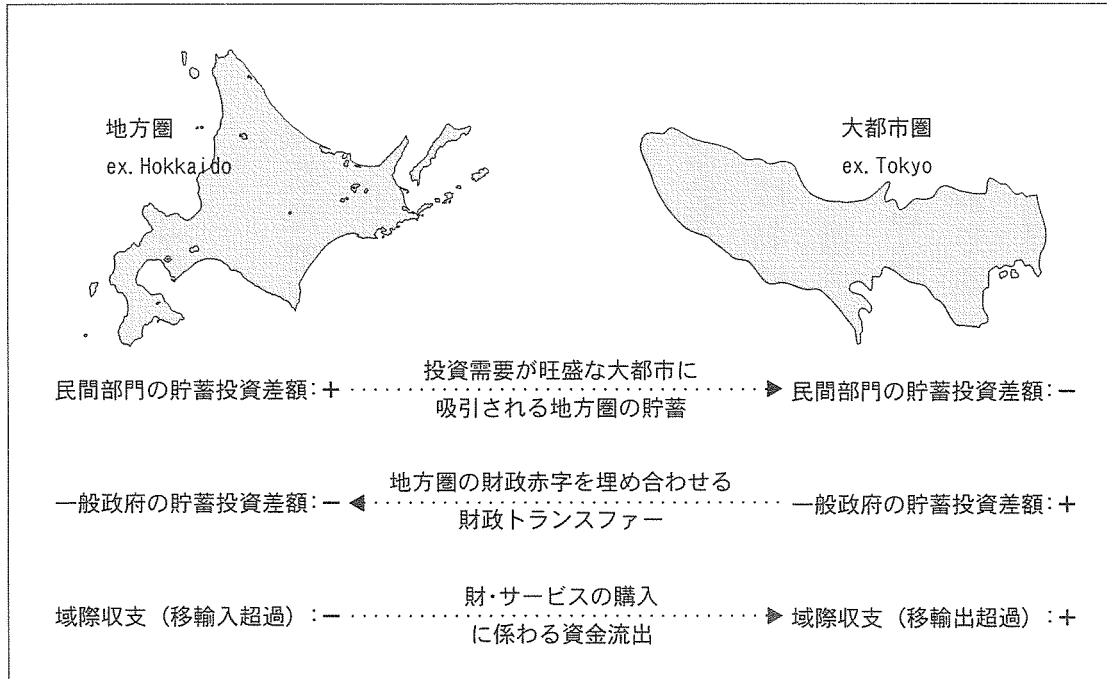
という恒等関係が事後的に成立する。この③式が貯蓄投資バランス式であり、貯蓄投資差額(S-I)は経常県外収支(Ex-Im) + income + current transfersと等しくなる。

さらに、③式左辺の貯蓄投資差額について、これを民間部門における貯蓄投資差額(Sp-Ip)と一般政府部門における貯蓄投資差額(Sg-Ig)に部門分割すると、

$$(Sp - Ip) + (Sg - Ig) = (Ex - Im) + \text{income} + \text{current transfers} \quad \dots \textcircled{4}$$

となり、民間部門における貯蓄超過(不足)と一般政府部門における貯蓄超過(不足)の総和(すなわち、県民ベースでの貯蓄超過(不足)が、域外部門との取引で生じた経常県外収支の黒字(赤

図1 貯蓄投資バランスと資金の地域間流動



字)と等しくなる。

一般に、地域経済の貯蓄投資バランスに関しては、地方圏において、民間部門の貯蓄投資差額(S<sub>DP-ID</sub>)がプラス、一般政府部門の貯蓄投資差額(S<sub>GG-IG</sub>)がマイナス、財貨・サービスの移出(純)(E<sub>X-IE</sub>)がマイナスとなること、その典型とされ、他方、大都市圏では、民間部門の貯蓄投資差額がマイナス、一般政府部門の貯蓄投資差額がプラス、財貨・サービスの移出(純)がプラスとなることが想定されている(※注2)。

図1は、これらふたつの地域における貯蓄投資バランスと資金の地域間流動を図式化したものである。地方圏では、民間部門において生じた貯蓄超過分が投資需要の旺盛な大都市圏に流出するとともに、大都市圏から移入した財貨・サービスの代金が地方圏から大都市圏に向けて支払われる。逆に、大都市圏からは、地方圏からの資金流出を埋め合わせ

る形で、大都市圏で徴収された税を財源とする財政支出が地方圏に還流する（国からの財政トランスファー）。このような見方に立てば、地方圏の経済が財政に依存する構造の背景には、民間部門における貯蓄超過と移輸入の超過があると解することができる。

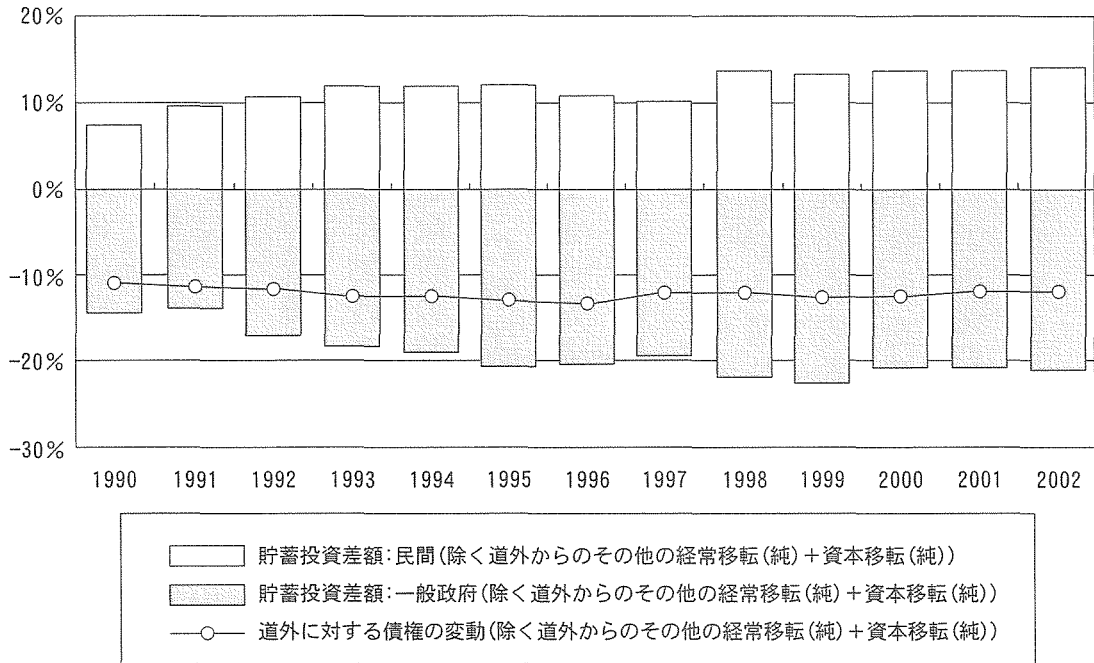
#### ■北海道における貯蓄投資バランスの動向

二〇〇二年度における貯蓄投資バランス（対道内総支出比）では、民間部門の貯蓄投資差額が一四・一％、一般政府の貯蓄投資差額が〇・三％、そして、道外に対する債権の変動が九・四％となっている。これらの数字をそのまま読むと、北海道では、民間部門が道内総生産比一〇％を超える大幅な貯蓄超過となる一方、一般政府部門は、その収支が概ね均衡した状態にある。こうした貯蓄の超過分は道外他地域へと振り向けられ、この結果、北海道では道外に対する債権の上積み（増加）がもたらされた（※注3）。

しかし、北海道では国からの財政トランスファーに依存する度合いが強く、こうした貯蓄投資バランスも、道外からのその他の経常移転や資本移転（純）による補填がなされた後の姿である。図2は、これらの移転を控除した貯蓄投資バランスを示したものであり、いわばFace without Makeup（素顔）の北海道経済である。

図2に基づいて、あらためて北海道経済の貯蓄投資バランスを眺めてみると、民間部門の貯蓄投資差額（対道内総支出比）は九〇年度の七・二％から〇二年度の一四・〇％まで、貯蓄超過が拡

図2 貯蓄投資差額の動向：北海道



大する方向で推移してきた。他方、一般政府の貯蓄投資差額は、九〇年代前半に投資超過が拡大する傾向がみられたが（九〇年度▲一四・五％↓九五年度▲二〇・九％）、九〇年代後半に入ってから▲一九％→▲二二％のレンジで推移している。さらに、民間部門における貯蓄超過と一般政府の投資超過を対比してみると、常に、一般政府の投資超過が民間部門の貯蓄超過を上回る状況にあり、北海道経済全体としての貯蓄・投資の収支尻はマイナスとなっている（道外に対する債権の変動：九〇年度▲一〇・九％↓〇二年度▲一二・一％）。換言するならば、北海道は自らの貯蓄を以て投資を賄うことができず、なお不足する分については、道外他地域からの移転（受取）や借入によって資金を調達しなければならないということである。

前掲図1に示した構図に当て嵌めてみるならば、北海道の状況は正に、地方圏における貯蓄投資バラ

ンスの典型とみることができるとは、ここで、こうした関係をもう少し詳しくみるために、各収支間の相関を概観しておこう。

①九〇年代を通して民間部門の貯蓄投資差額と一般政府の貯蓄投資差額の間には、正の相関（相関係数 $\blacktriangle 0.866$ ）が観察され、民間部門の貯蓄超過（プラス幅）が大きくなるほど、一般政府の貯蓄投資差額はそのマイナス幅を拡げるといふ関係にある。

②また、民間部門の総資本形成と一般政府の貯蓄投資差額の間には、正の相関（相関係数 $0.621$ ）がみられ、民間投資が縮小するほど、一般政府の投資貯蓄差額（マイナス幅）が拡大する傾向がみられる。

③さらに、道外に対する債権の変動と一般政府の貯蓄投資差額との間には、正の相関（相関係数 $0.753$ ）が認められ、道外に対する債権の変動（マイナス幅）が大きくなるにつれて、一般政府の投資貯蓄差額（マイナス幅）もまた大きくなる。

したがって、きわめて概括的ではあるが、今後、北海道経済が縮小均衡に陥ることなく、国からの財政トランスファーに過度に依存した経済構造から脱却するためには、一般政府の貯蓄投資差額（マイナス幅）を縮小させることを前提に、民間投資の拡大による貯蓄投資差額の縮小や経常収支の改善を図ることが基本になると考えられる。



## ■貯蓄投資バランスと資金の地域間流動

貯蓄投資バランスから地域的な資金流動の様相を推し測る方法のひとつに、Feidstein & Horioka [1980]がある(※注4)。Feidstein & Horioka [1980]では、OECD諸国における貯蓄と投資の関係を観測し、両者の間の強い相関関係から、国内投資が国内貯蓄に依存していることを見出した。このことは、「金融自由化政策」を柱とした金融制度改革から、金融市場の国際的な結合が強まっているにも関わらず、各国の資金移動がそれほど自由に行われているわけではないことを意味する。

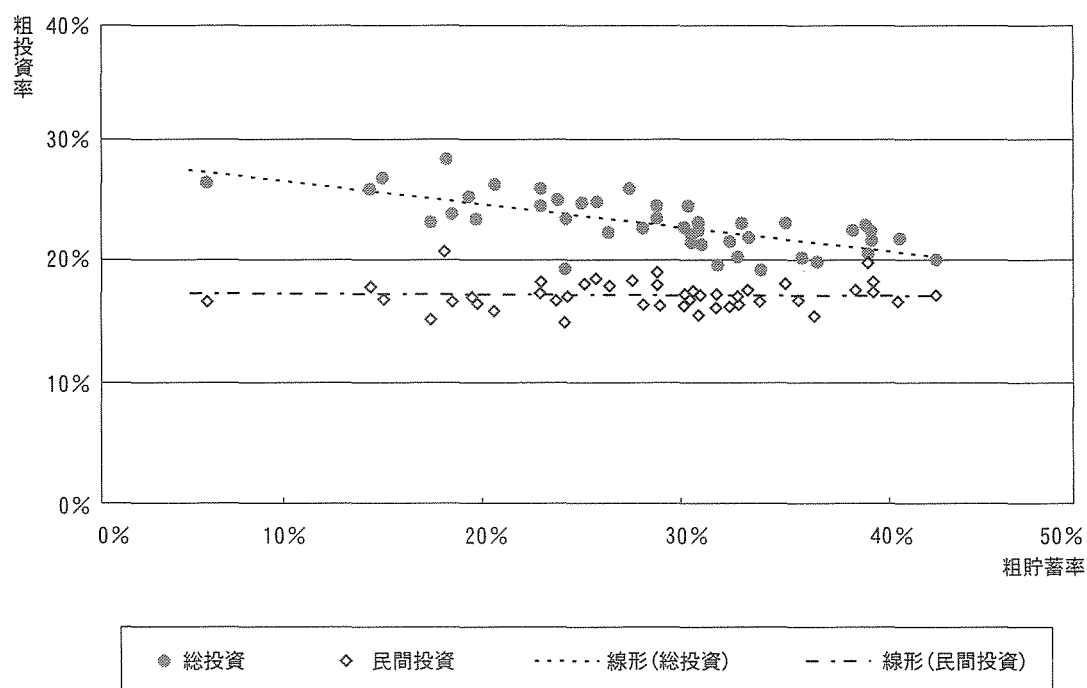
具体的には、 $I$ (投資)、 $S$ (貯蓄)、 $Y$ (総生産)の間の関係として、

$$I/Y = \alpha + \beta(S/Y)$$

を想定し、 $\beta$ の値とその有意性をみることで、投資が貯蓄にどの程度依存しているかを判断している。推計では、 $\beta$ の値は1に近く、統計的にも有意であることが実証された。国際的な資金移動が自由に行われるならば、自国の貯蓄に依存しなくとも投資を行うことは可能である。しかし、実際の投資は国内の貯蓄に左右されていたのである。

Yamori [1995]は、Feidstein & Horioka [1980]の手法を都道府県における貯蓄と投資の関係に適用し、総投資については貯蓄とマイナスの関係がみられること、民間投資については有意な

図3 貯蓄と投資の関係：46道府県・2002年度



関係が見出せなかったことを明らかにした。この結果は、Feldstein & Horioka [1980]とは逆に、国内の地域間においては、民間部門の投資活動に関わって自由な資金移動があったことを示唆している。

図3は、〇二年度の『県民経済計算』を用いて、東京を除く四六道府県の粗貯蓄率と粗投資率をプロットしたものである。ここでの粗貯蓄は、県民可処分所得から民間最終消費支出と政府最終消費支出、その他の経常移転(純)を差し引いた値に、固定資本減耗を加えたものである。粗投資は、県内総資本形成に固定資本減耗を加えた値(民間投資は、県内総資本形成(民間)に固定資本減耗(除く政府サービス生産者)を加えた値)である。

先に示した単純回帰モデルのパラメータ $\beta$ を最小二乗法で推計してみると、

総投資…  $I/Y = 0.319 - 0.280(S/Y)$   $R^2 = 0.423$  ( )内はt値

(22.681) (▲5.828)

民間投資…  $I_D/Y = 0.155 + 0.015(S/Y)$   $R^2 = \blacktriangle 0.018$  ( )内はt値

(16.972) (0.472)

となり、いずれにおいても、県内における投資が県内における貯蓄に依存しないことがわかる。また、総投資ベースでは、粗貯蓄率が低いほど粗投資率が高くなるという関係がみられるが、これは、経済基盤が脆弱な地方圏に対して、中央政府からの財政トランスファーや財政投融資を財源とする公共投資が手厚く行われてきたことの現れであると考えられる。さらに、nationwideな視点に立つならば、資金の活用に関して示唆されることは、域内での循環を促すこともさることながら、地域間における資金移動をより効率化することや、投資家や金融機関に対してより有利な投資機会を提供し、他の地域から資金を吸引する仕組みを整えることが、地域経済の発展にとって重要であるということである。

#### ■北海道における貯蓄投資バランスと資金の域内循環

先の推計結果が示唆するところに従うならば、北海道から道外に流れ出る資金移動をどのよ

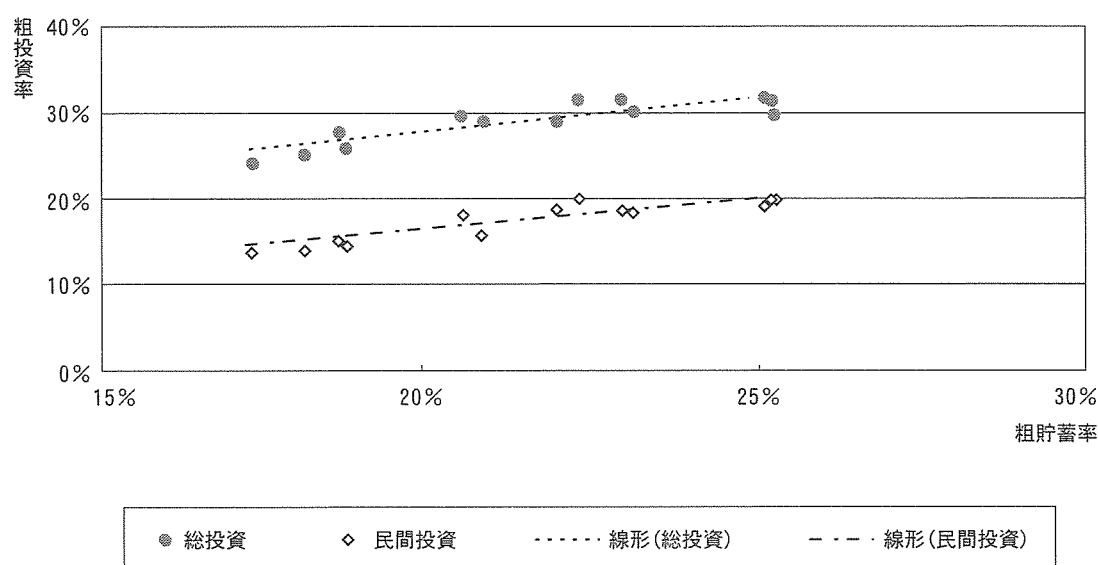
うに考えたらよいのだろうか。金融活動の「市場化」が進捗する中で、より有利な投資機会を求め、効率的な資金移動の帰結として受け入れるべきなのか。地域間競争が激しさを増す中で、実物経済面での魅力に乏しい北海道経済の有り様として甘受すべきことなのだろうか。

貯蓄の全てが預貯金に振り向けられていないこと、投資の全てが金融機関貸出によってファイナンスされていないことを踏まえながらも、貯蓄と投資を繋ぐ主要な資金ルートとなっている道内金融機関のバランスシート(借方)から、資金の動きを概観しておこう(※注5)。

①資金運用面では、貸出金が九〇年代を通して最大の運用項目であると同時に、時系列的にも、そのウエイトを高めており、非金融部門に対する資金供給の面で中心的な役割を果たしている(九〇年三月末：構成比五〇・五%↓〇一年三月末：同五五・七%)。金額ベースでは、企業向け貸出が資金需要の減退や金融機関における融資姿勢の慎重化などから減少する中で、個人向けあるいは地方自治体向け貸出が伸長し、六兆五千億円余りの増加をみた(九〇年三月末：残高二兆四九六〇億円↓〇一年三月末：同二兆九兆七五四億円)。

②この間、有価証券については、金額、ウエイト共に、ほぼ横ばいの推移を示している(九〇年三月末：残高四兆八二九億円、構成比九・一%↓〇一年三月末：同四兆二一〇五億円、同八・一%)。インターバンク取引を通じる金融機関貸付や預託金は、金額ベースで四兆円弱増加し、資金運用全体に占めるウエイトも五・五%ポイント上昇した(九〇年三月末：残高六兆三四五六億

図4 貯蓄と投資の関係：北海道90～02年度



円、構成比一四・一％↓○一年三月末：同一〇兆二〇〇三億円、同一九・六％）。

③他方、本支店勘定の動きに注目するならば、本支店貸から本支店借を差し引いたネット本支店貸がおよそ二兆五千億円増加したほか（九〇年三月末：残高四六二一億円↓○一年三月末：同三兆五九億円）、資金運用全体に占めるウエイトも九〇年三月末の一・〇％から○一年三月末には五・八％に上昇している。

これらの数字から、九〇年代の北海道においては、貯蓄が民間部門の投資に振り向けられる度合いが弱まる一方、有価証券投資や金融機関貸付、あるいは本支店勘定を通して、資金の道外流出が傾向的に強まっていることが窺われる。

では、こうした資金の動きは、北海道経済にとってどのようなインプリケーションを持つか。図4は、北海道における粗貯蓄率と粗投資率の関係を示したものである。

る。これによると、両者の間には正の関係があるように読み取れる。そこで、93SNAベースで遡及されている九〇年度から〇二年度の時系列データを用いてパラメータ $\beta$ の値を推計してみると、総投資ベースでは0.809(t値:6.174)、民間投資ベースでは0.748(t値:8.179)となっており、先にみた四六道府県のクロスセクション・データによる推計結果とは対照的に、北海道では投資が貯蓄に依存していると解釈される。それゆえに、北海道経済にとっては、資金の地域間流動を効率化すること以上に、資金の域内循環の度合いを如何に高めるかが重要な課題であり、nationwideな視点から効率化を追求する金融システムのリフォームと整合的な形で、資金を道内に環流させる仕組みづくりが必要となる。

■むすびにかえて―貯蓄から投資へ(再考)

北海道の貯蓄投資バランスをあらためて記すならば、

$$(Sp-Ip) + (Sg-Ig) = (Ex-Im) + \text{income} + \text{current transfers} < 0$$

となる。だが、今日、わが国の財政事情を勘案するならば、これまでのように、貯蓄超過を背景とする資金の流出や域際収支の赤字を埋め合わせるかたちで、国からの財政トランスファーに依存していくことは困難な状況にある。このため、左辺の $(Sg-Ig)$ のマイナス幅が縮減することを

前提とした今後のマクロ経済運営については、民間投資 $I_p$ の拡大による(SD- $I_p$ )の縮小、もしくは移輸出 $EX$ の振興を通しての(EX- $I_E$ )の改善が求められる。

こうした考え方は決して斬新なものではなく、伝統的には、需要主導型の「移出基盤モデル」において説かれてきたところである。移出基盤モデルでは、地域の産業を域外に財貨・サービスを販売する移出産業(基盤産業)と、移出産業の生産活動から派生する需要に応じる域内産業(非基盤産業)に分類したうえで、地域の所得水準はその地域からの移出によって決定され、移出の増加が地域の経済成長をもたらすと考える。

このことを踏まえても、今後の北海道において必要なのは、資源賦存の優位性や高い付加価値を生み出すドライバー(例えば、「規模の経済」「範囲の経済」「スピードの経済」「集中化と外部化の経済」など)を背景に備えた競争力のある移輸出産業であり、これを振興し道内における波及効果を高めていくことが、民間投資や移輸出の拡大に繋がるものと考えられる。

また、今日、「選択と集中」が常套句となっている財政支出についても、これまで以上に支出の効率化や重点化が求められる。地方自治体の財政が逼迫する中で、ともすれば政策的な経費の財源を国からの補助金等に求める傾向にあるが、これは一般政府の枠内で自主財源を国からの財政トランスファーに振り替えているにすぎない。北海道経済全体としての需要を確保し、なおかつ国からの財政トランスファーに過度に依存したこれまでの体質を転換するためには、PFI(Private Finance Initiative)を活用した民間投資による公共投資の代替や公的事業の民営化など、民

間部門における貯蓄超過を活かした官民の連携が今まで以上に必要となろう。

さらに、金融面においては、市場メカニズムを基軸に据えた金融システムのリフォームが nationwide に進捗する中で、資金はより高い運用効率を追い求め、その帰結が東京をはじめとする大都市圏への資金集中となって現れている。こうした資金の動きは、水平的な移動を欠き、垂直的な移動が支配的であるという意味での歪さを内包しているが、一面においては、金融システムが nationwide なレベルで機能している証左でもある。しかし、その一方において、北海道では投資が貯蓄に依存する傾向が強く、斯かる点から、資金の域内循環を確立することが要請される。nationwide な資金移動の効率性と資金の域内循環を必要とする北海道経済の特性を如何に両立させるか。ここに、北海道金融のジレンマがある。一義的には、北海道経済の実物的側面を变革していくことが資金の域内循環を確立するうえでの鍵となるが、他方では、投資機会に関する情報生産・発信機能の強化や官民協業によるリスク分担など、資金の域内循環や道外からの環流をサポートする仕組みづくりが求められる(※注6)。

※注1…「県民経済計算」に基づいて、貯蓄と投資の恒等関係を解説したものに峰岸[2005]がある。

※注2…貯蓄投資バランスの地域間関係については、さしあたり佐野[2000]二八頁〜二九頁を参照。

※注3…以下の議論は、齋藤[2005a]に依拠している。詳しくは、同論文を参照されたい。なお、ここで使用しているデータは『平成14年道民経済計算推計結果』を出所としており、93SNAベースに依拠している。

※注4…このでの議論については、野間[2005]一四八頁〜一四九頁の記述に負うところ大きいですが、野



間〔2005〕では「その他の経営移転（純）」について配慮されていない。

※注5：詳しくは、齋藤〔2005〕を参照されたい。

※注6：例えば、税務会計情報をベースとした非公開企業の情報開示システムの構築や、従来の弱者救済型の制度融資ではなく、企業の自立的な発展を促すような制度融資のインセンティブ設計、低利預託制度を基本とするこれまでの資金の量的補完を指向した制度融資から、部分保証制度や可変的な信用保証料率などを組み合わせた信用保証プログラムを機軸に据えた中小企業金融支援などが、その例として挙げられよう。

※参考文献：齋藤 一朗〔2003〕「北海道におけるマクロ経済循環と金融構造」『平成十四年度委託研究報告書』

日本郵政公社北海道支社、二〇〇三年八月。

齋藤 一朗〔2005a〕「北海道経済の財政依存構造」北海道総合研究調査会『しゃりばり』第二八二号、二〇〇五年九月。

齋藤 一朗〔2005b〕「地域経済の再生に向けてく貯蓄投資バランス論からみた地域経済の現状と課題」『中小企業金融金庫』信用保険月報』二〇〇五年十月号。

佐野修久〔2000〕「地域の財政依存構造」日本政策投資銀行地域政策研究センター『地域政策研究』Vol. 3、二〇〇〇年十二月。

土居丈朗〔2005〕「域際収支からみた地域再生に関する一考察」三菱信託銀行『視点』二〇〇五年一月号。

野間敏克〔2005〕「地域間資金移動と資金循環」堀江康熙編著『地域金融と企業再生』中央経済社、二〇〇五年、第六章所収。

峰岸直輝〔2005〕「県民経済計算からみた都道府県の経済構造」信金中央金庫総合研究所『内外経済・金融動向』No. 16-10、二〇〇五年二月。

Feldstein, Mattin, S and Charles Horioka [1980] "Domestic Saving and International Capital Flows", *The Economic Journal*, Vol. 90.  
Yamori, Nobuyuki [1995] "The Relationship Between Domestic Saving and Investment: the Feldstein-Horioka Test using Japanese Data", *Economics Letters*, Vol. 48

●齋藤 一朗(さいとう いちろう)一九六二年北海道生まれ。一九八五年東北大学経済学部卒業。第一勧業銀行勤務を経て、北海道大学大学院経済学研究所修士課程修了。小樽商科大学大学院商学研究科助教。専門は金融論。道商工業振興審議会委員。主な論文に『北海道における銀行業の情報生産』(『証券経済学会年報』第三十五号)、『北海道の中小企業と金融システム』(『北海道中小企業金融検討委員会報告書』)ほか。