

# 内外証券投資の収益と残高

伊豆 久

はじめに

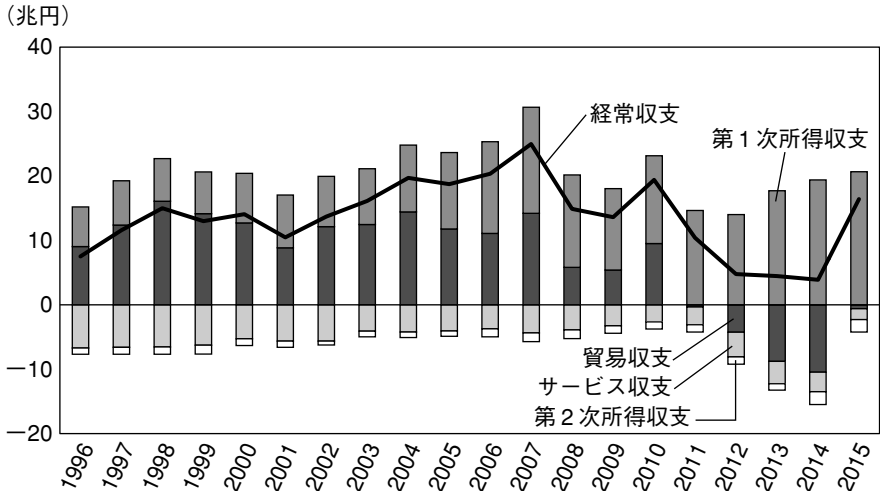
日本の主な外貨獲得手段は、なごらく貿易黒字であったが、近年その縮小が続き、代わつて投資収益がその役割を担いつつある。貿易収支は、二〇一一年以降赤字が続いており、それは確かに原発停止後の原油・天然ガス輸入の増加によるが、貿易黒字の縮小はそれ以前より始まつており、製造業の海外移転を背景とするより長期的構造的な現象である。それを相殺するように増加しているのが、投資収益収支の黒字である。その内訳はどのようになつてゐるのだろうか。またその源である対外資産・対外負債はどのような状況にあり、それは諸外国と比較するとどのような特徴があるのか。証券投資を中心に、日本の内外投資残高の現状を概観してみよう。

## 1 第一次所得収支の特徴

図表1は、日本の経常収支の状況を示したものである。貿易収支は、原発事故の発生した二〇一一年以降赤字となつてゐるが、それ以前の二〇一〇年までにおいてすでに、貿易黒字の縮小、「第一次所得収支(旧…所得収支その九九%以上を投資収益収支が占める)<sup>(1)</sup>」の増加傾向は顕著である(図表2)。貿易黒字縮小の背景には製造業の海外移転、中国など新興国からの輸入の増加などがあり、それは今後も趨勢的に続くと思われ<sup>(2)</sup>る。

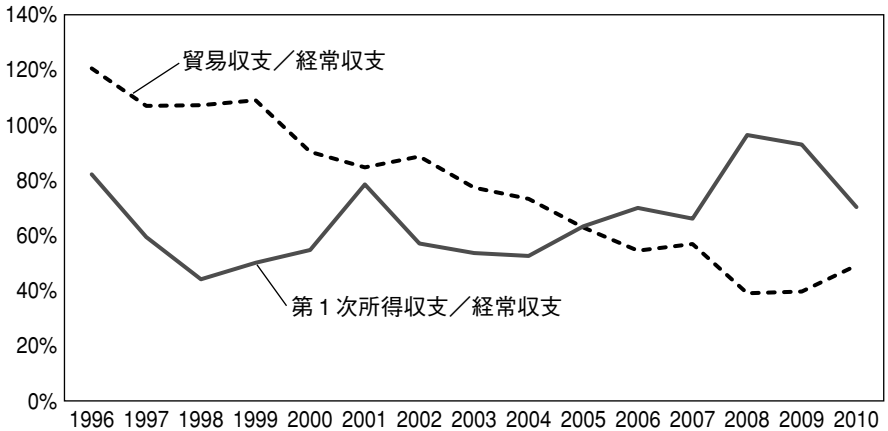
では、日本の第一次所得収支にはどのような特徴があるのか、米国と比較しながら見てみよう。

図表1 日本の経常収支



(出所) 日本銀行時系列データより作成。

図表2 経常収支に占める貿易収支・第1次所得収支の比率 (1996年～2010年)



(出所) 図表1に同じ。

図表3、4を見ると、まず、日米ともに受取り超過（収支黒字）であるが、日本は「受取り額」が「支払い額」の三・四倍に達するのに対して、米国の場合、同比率は一・三倍と小さい。米国は外国からの投資受入れ額が非常に大きいのに対して、日本は外国からの投資の受入れ額が相対的に小さいことを意味している。

次に、「受取り」の内訳をみると、日本の場合、直接投資収益（三七％）と債券利子（三六％）の比率が高く、他方、米国は直接投資収益（五四％）が圧倒的で、株式配当金（二三％）がそれに続く。日本の配当金受取りでは、ファンドからの配当金の比率が高く、対外株式投資は相対的に小さい。機関投資家が外国の個別株式に大量に投資するといった状況にはないことがわかる。

「支払い」の内訳をみると、日本は株式配当金（四〇％）が、米国は債券利子（四五％）が非常に大きくなっている。

図表3 日本の第1次所得収支

(2015年、億円)

	受取り	支払い	収支
直接投資収益	108,450 (37.0%)	27,299 (31.6%)	81,149 (39.3%)
株式配当金	18,532 (6.3%)	34,370 (39.8%)	-15,838 (-7.7%)
投資ファンド配当金	46,583 (15.9%)	530 (0.6%)	46,053 (22.3%)
債券利子	104,719 (35.7%)	13,834 (16.0%)	90,883 (44.0%)
貸付・借入利子	10,595 (3.6%)	6,267 (7.2%)	4,329 (2.1%)
その他（預金利子等）	4,092 (1.4%)	4,146 (4.8%)	-51 (-0.0%)
合計	292,971 (100.0%)	86,446 (100.0%)	206,525 (100.0%)

(出所) 図表1に同じ。

図表4 米国の第1次所得収支

(2015年、100万ドル)

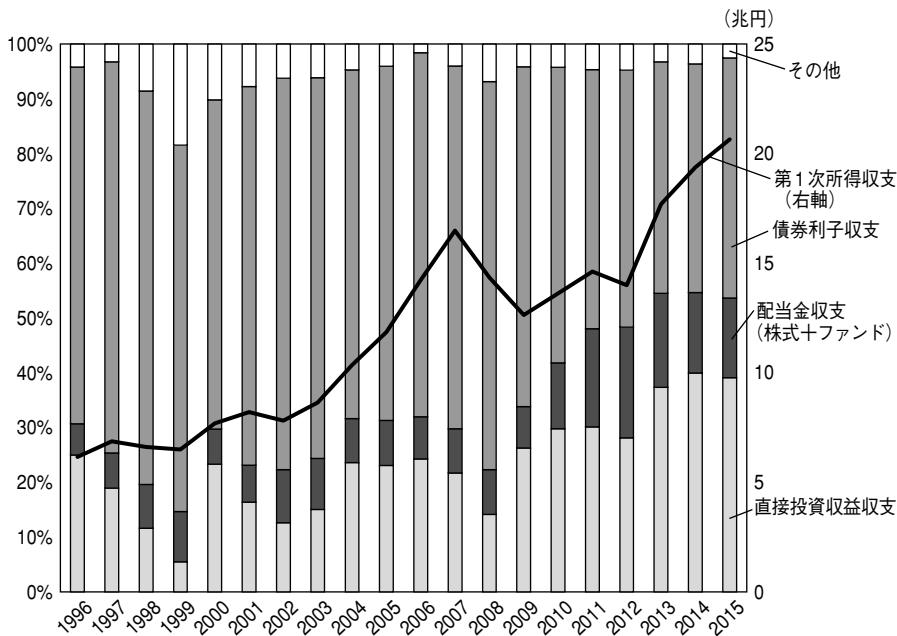
	受取り	支払い	収支
直接投資収益	423,504 (54.1%)	153,274 (25.9%)	270,230 (141.2%)
株式配当金	178,286 (22.8%)	109,083 (18.4%)	69,203 (36.2%)
投資ファンド配当金	24,936 (3.2%)	28,458 (4.8%)	-3,522 (-1.8%)
債券利子	115,935 (14.8%)	267,927 (45.3%)	-151,992 (-79.4%)
貸付・借入・預金利子	22,052 (2.8%)	12,418 (2.1%)	9,634 (5.0%)
その他	18,364 (2.3%)	20,593 (3.5%)	-2,229 (-1.2%)
合計	783,077 (100.0%)	591,753 (100.0%)	191,324 (100.0%)

(出所) Bureau of Economic Analysis, "International Transactions Tables," March 17, 2016. より作成。

日米間の違いをデフォルメするならば、米国は、外国に対して債券利子を払う代わりに直接投資収益と株式配当金を受け取っており、日本は海外に株式配当金を払う一方で、直接投資収益と債券利子を受け取っているということになる。ただし、日本の過去一〇年の第一次所得収支の推移を見ると（図表5）、債券利子収支の比率が低下する一方で、直接投資収益収支と配当金（株式＋ファンド）収支の比率が上昇してきたことがわかる。方向としては、「米国型」に向かっているのである。

第一次所得収支は、対外投資・対内投資から発生しているのであるから、右に述べた日本と米国の第一次所得収支の特徴から、米国の内外投資は、米国債券市場への外国資金の流入と、直接投資や株式投資というエクイティ形式での外国投資中心であるのに対して、日本の場合は、対内投資は株式市場への外国資金の流入（株式市場における外国人投資家比率の上昇）が、対外投資は外国債券

図表5 日本の第1次所得収支



(出所) 図表1に同じ。

市場への投資が中心であると推測できる。米国の場合、ローリスク・ローリターン（多くは国債、政府機関債）で外国資金を集め、それをリスク資産に転換しているのであり、日本は、製造業等の直接投資による収益は増加しているものの、エクイティ証券への投資では、外国株投信等のファンド投資のウエイトが高く、株式への投資の比率は低いことがわかる。

対外資産・負債残高の特徴を、日米に、ドイツ、中国を加えて比較してみよう。

## 2 対外資産・負債残高の特徴

図表6は、日本と米独中の対外資産・負債残高の構成を示したものである。

まず、それぞれの資産・負債の額を比較してみよう。日本と中国では、資産と負債の差額が大きく、資産が負債の一・五倍程度ある。対照的に、米国とドイツでは資産と負債の相対的な差がそれほど大きくない。資産と負債の差額（絶対額）の正負は、純債権国（純債務国）であることを意味し、その額は、（概念上）経常収支黒字（赤字）の累積額に等しい。しかし、資産と負債の相対的な大きさの違いは、直接投資を含めた資本市場の国際化の度合いを示している。米独の「国際化度」は、日本や中国よりも高いと言えるだろう。

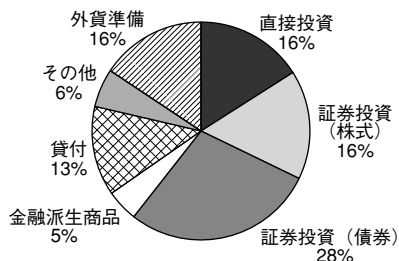
以下、各国の資産と負債の構成の特徴を見てみよう。

### （1）日本

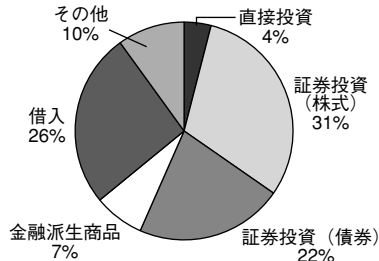
日本の資産・負債の特徴は、まず、先にも述べたように、対外的な直接投資が大きい一方で、外国から日本への直接投資が少ないことである。米国やドイツとも、また、「改革開放」以来、外国企業の受入れを進めてきた

図表6 各国の対外資産・負債残高

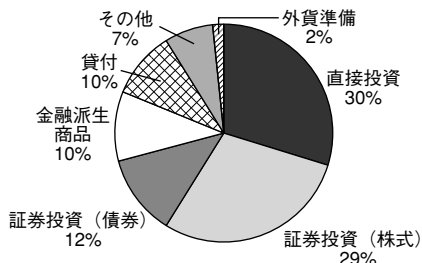
日本の対外資産 (2015年末、949兆円)



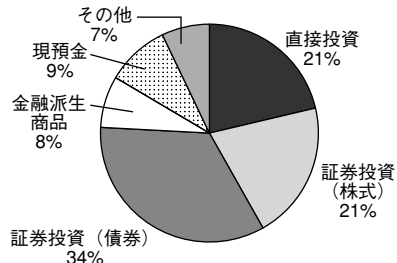
日本の対外負債 (2015年末、609兆円)



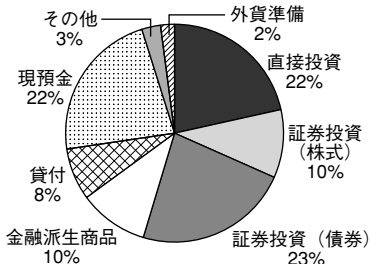
米国の対外資産 (2015年末、23兆2083億ドル)



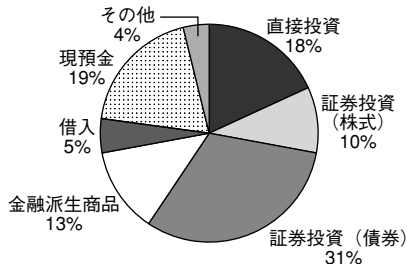
米国の対外負債 (2015年末、30兆5651億ドル)



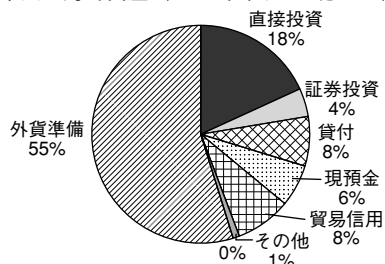
ドイツの対外資産残高 (2014年末、7兆6449億ユーロ)



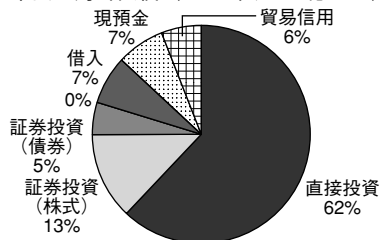
ドイツの対外負債残高 (2014年末、6兆4166億ユーロ)



中国の対外資産 (2015年末、622億ドル)



中国の対外負債 (2015年、462億ドル)



(注)「証券投資 (株式)」は、「投資ファンド持ち分」を含む。

(出所) 日本：財務省、米国：BEA、ドイツ：ドイツ連邦銀行、中国：国家外貨管理局の統計より作成。

中国とも大きく異なる。他方で、負債における株式投資の比率が非常に高く、これはバブル崩壊後の外国人投資家の（保有額での）シェアの上昇を示している。

また、負債面で借入が大きいことも重要な特徴であり、対外投融资の一定割合が、ドルの短期借入によってファイナンスされているためである。円の国際化が進んでいない以上当然であるが、そこにはジャパンプレミアム（外貨借入時の金利の上乗せ）などのリスクがともなう。他方で、日本は、外貨準備が先進国としては非常に大きい。金融機関の外貨繰りの支援などのために、日銀のドル供給オペと並び、一層柔軟な運用が求められよう。また、貿易黒字が縮小するなかで、投資収益・対外投資を追求する時代を考えるなら、円安と輸出に大きく依存する（新興国型の）対外経済政策からの脱却も、改めて展望されるべきであろう。

## （2）米国

米国は、対外負債が資産を上回っており七兆ドル余りの純債務国である。四〇年以上に及ぶ貿易赤字の結果であるが、にもかかわらず、図表4で見たように、第一次所得収支は黒字である。その謎の答えは、対外投資ではリターンの大きい直接投資・株式投資の比率が高い一方で、対外負債では利回りの低い国債や政府機関債の比率が高い点にある。それら債券は、新興国などの外貨準備の主たる運用先であり、その低利回りは米国の国際通貨発行国としてのメリットの一つである。金融危機の激化する二〇〇八年夏、米国政府が、ファニーメイ等を救済・国有化した理由の一つは、政府機関債の対外的な地位を守ることであった。

### (3) ドイツ

ドイツの最も大きな特徴は、資産と負債の内訳が非常によく似ている点である。総額の差が小さいだけでなく、その構成が対称に近い。直接投資（資産二二％、負債一八％）、株式投資（ともに一〇％）、債券投資（二三％、三一％）などとなっており、EUの金融市場統合を背景とする相互浸透型の活発な資本移動をうかがわせる。そうしたなかでも、債券投資を見ると資産に比べて負債が大きくなっており、米国について述べた国際通貨機能と同様のメリットを（規模は小さいながら）ドイツも享受していることを示している。通貨は統一されたものの、国債市場は統合されておらず、とりわけユーロ危機以降、逃避資金の受け皿としてユーロ圏その他からの資金が流入しているものと思われる。

日米と比較したドイツにおけるもう一つの特徴は、現預金と貸付（借入）の比率が高いことである（日本の借入比率については先述）。

国際的な資本取引における銀行による資金仲介の比率は、一九八〇年代半ば以降低下を続け、現在では、直接投資を除けば、証券市場を通じた資本移動、デリバティブによるリスクヘッジ（リスクテイク）が大半を占めている。一九八二年の債務危機、その後の証券化の進展、自己資本比率規制の強化などが原因である。かわって、先進国大銀行の外国進出では、新興国リテール銀行の買収が重要な役割を担うようになった。

ところがドイツを見ると、銀行を仲介とする貸付・借入や預金取引が国境を越えて盛んに行われていることがわかる。大陸欧州における従来からの間接金融の優位に加えて、通貨統合による為替リスクの消滅、金融統合による銀行の相互進出が背景にあると思われる。



(4) 中国

中国の対外資産・負債は、中国の対外経済政策をストレートに反映したものとなっている。すなわち、外国企業を積極的に受け入れる一方で（負債における直接投資）、それが輸出で稼ぐ外貨を巨額の市場介入で吸い上げて、外貨準備を積み上げるとともに元安を維持するという成長戦略である。

直接投資は資産の側でも高い比率を占めているものの、証券投資の比重は資産・負債両面で非常に低い。中国企業の海外展開が早くも模索されている一方で、民間金融証券市場の国際化・自由化が限定的であることを示している。

昨年来、中国株式市場の混乱、素材産業や不動産業等での過剰在庫・過剰債務問題が世界的な市場の動揺を招くなか、外貨準備の減少が大きな注目を集めた。外貨準備の減少は、当局による「外貨売り元買い」の市場介入を意味し、大量の資本逃避・元売りの発生を示唆するからである。とはいえ、巨額の外貨準備を擁し、対外的な金融債務の小さい中国で、アジア危機のような対外的な金融危機が近い将来に起こる可能性は低いであろう。

注

- (1) 各国の国際収支統計は、IMFが発表するマニュアルにもとづいて作成・公表されているが、マニュアルは、経済情勢の変化を受けて適宜改訂される。日本では、一九九六年分からマニュアル第五版に準拠して作成されてきたが、二〇一四年分より第六版準拠に移行している。それにともない、①旧「所得収支」は「第一次所得収支」（＝投資収益＋雇業者報酬＋その他）に、②政府間援助等の旧「経常移転収支」は「第二次所得収支」に名称変更された。

- (2) 近年、外国人観光客の急増が話題となっており、それは確かに日本の「旅行収支」を改善させているが、図表1が示

すように「旅行収支」を含む「サービス収支」は依然赤字であり、経常収支全体に占める割合も非常に小さい。

(3) 日本は、対外資産において債券の比率が高いため全体としてのリターンが低いだけでなく、直接投資だけで見た収益率も英米と比較して低い。福岡他(二〇一六)参照。

#### 参考文献

- I M F 国際収支マニュアル第六版準拠への移行については、
- ・日本銀行国際局「国際収支関連統計の見直しについて」『BOJ Reports & Research Papers』二〇一三年一〇月。
  - ・菊地 渉「国際収支関連統計の見直しについて」『ファイナンス』二〇一三年十一月。
  - ・日本銀行国際局「『国際収支統計（I M F 国際収支マニュアル第六版ベース）』の解説」二〇一六年四月。
- 日本の最近の国際収支、対外資産・負債残高については、
- ・日本銀行国際局「二〇一三年の本邦対外資産負債残高」『BOJ Reports & Research Papers』二〇一四年五月。
  - ・日本銀行国際局「二〇一三年の国際収支（速報）動向」『BOJ Reports & Research Papers』二〇一四年二月。
  - ・日本銀行国際局「二〇一四年の国際収支統計および二〇一四年末の本邦対外資産負債残高」『BOJ Reports & Research Papers』二〇一五年八月。
- ・福岡則貴・森下謙太郎・中村武史「わが国における最近の国際収支動向とその特徴―国際収支統計の改訂・拡充を踏まえて―」『日銀レビュー』二〇一六年五月。

(いず ひさし・客員研究員)