

所得収支構造の変化と影響

収益性が高まる我が国を巡る資金フロー

市場調査部シニアエコノミスト

野口 雄裕

03-3591-1249

takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp

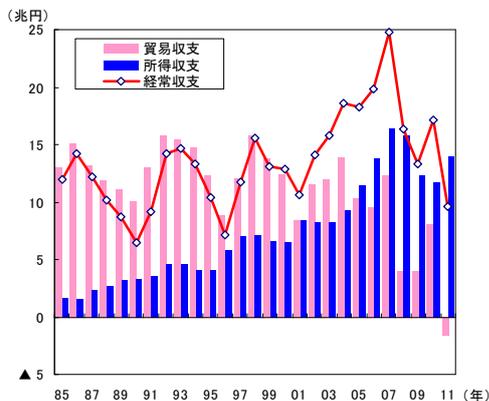
- 我が国の貿易収支は赤字基調が続くも、所得収支黒字により経常黒字を維持。所得収支は海外金利の低下により減少基調にあったが、2011年は直接投資収益や株式配当金の増加により黒字が拡大
- 日本を巡る資金フローはここ数年で変化。対内投資では調達コストの低い短期債が増加し、対外投資では運用利回りの高い対外直接投資が増加。結果として日本全体としての資金運用利回りは改善
- 所得収支構造の変化は、所得収支黒字を拡大させるのみならず、我が国の成長にも資する動き。また、企業が保有する高水準の現預金の有効活用につながる側面も

1. 我が国経常黒字を支える所得収支

(1) 高水準を維持する所得収支黒字

2011年の我が国の貿易収支（通関ベース）は、1980年以来31年ぶりに赤字を記録した。我が国の貿易収支は赤字基調が続いているが、所得収支の黒字により経常収支の黒字が維持されている。経常黒字の存在は、資金不足主体である政府の財政ファイナンスを国内貯蓄で賄うことが可能であり、海外に依存する必要がないことを意味している。財政が悪化する我が国にとり、所得収支を安定的に確保し、経常黒字を維持する重要性は益々高まっている。国際収支の発展段階説では、貿易赤字が定着すると、蓄えた対外資産からの収益に依存する「成熟した債権国」となり、所得収支黒字が増加することにより経常黒字を維持する段階に移行するとの見方がある。我が国でも貿易赤字が長期化するリスクが考えられる中、今後、所得収支の重要性は更に増すものと考えられる。我が国の所得収支は今後とも黒字が維持されていくのであろうか。

図表1 経常収支の推移



(資料)財務省「国際収支状況」より、みずほ総合研究所作成

図表2 国際収支の発展段階説のイメージ

		未成熟な債務国	成熟した債務国	債務返済国	未成熟な債権国	成熟した債権国	債権取り崩し国
経常収支	黒字			+	++	+	
	赤字	-	-				-
貿易・サービス収支	黒字		+	++	+		
	赤字	-				-	-
所得収支	黒字				+	++	+
	赤字	-	-	-			-
対外純資産	黒字				+	++	+
	赤字	-	-	-			-
資本収支	黒字	+	+				+
	赤字			-	--	-	

(※)「+」は黒字、「-」は赤字を表す。

(資料)経済産業省資料よりみずほ総合研究所作成

(2) 所得収支構造の変化

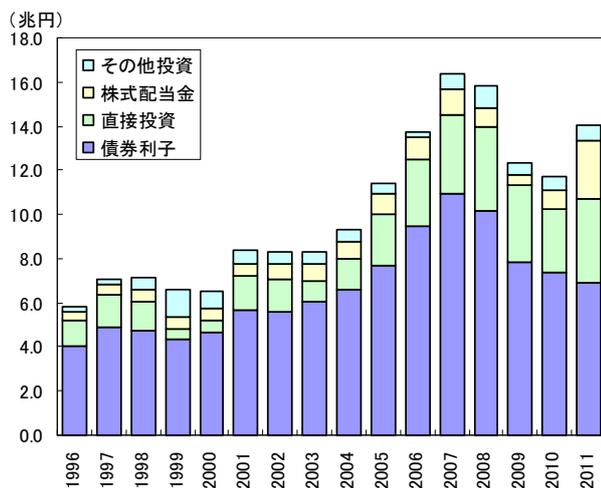
まず、わが国の所得収支の推移を図表3で見ることにしたい。所得収支の内訳で最も大きい債券利子は2007年にかけて増加傾向で推移していたが、その後は減少し、所得収支全体も低下に転じている。2011年については直接投資や株式配当金が増加したことから全体としても増加した。このように所得収支の中で債券利子の割合が高いのは、我が国の対外資産(図表4)の約半分を債券が占めているためである。債券残高の約4割を米国とドイツが占めており、2007年以降の債券利子の減少は、米国債、ドイツ国債利回りの低下や円高が原因であったと考えられる。

米国債利回りは、欧州債務問題や米国の景気減速懸念から史上最低水準まで低下している。米国経済は引き続きバランスシート調整過程にあり、FRBが2014年終盤まで低金利政策を維持するとしており、当面は米国債利回りが大幅に上昇することは考えにくい。現状の資産構成のままでは、所得収支の水準を維持できたとしても更に増加させることは難しいであろう。

なお、外貨準備資産残高についても、急速な円高進展への対策として為替介入が実施されたこともあり、2011年末では100兆円を上回る規模となっている。

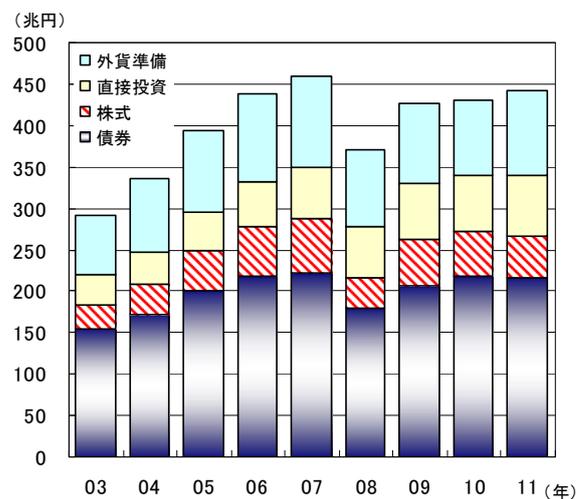
直接投資収益の増加は日本企業がアジアを中心とする地域への進出を進めていることが要因だ。日本企業はM&Aにより海外展開を進めている。直接投資収益は、海外の投資先企業に対する株式からの配当金、海外子会社の再投資収益¹等で構成されている。2011年の直接投資収益の約3割は再投資収益によるものだが、再投資収益を除いたベースでも、過去10年で直接投資収益は約3倍程度の水準となっている。地域別では中国、タイ、シンガポール等での対外直接投資が増加している。

図表3 所得収支の推移



(資料) 財務省「国際収支状況」よりみずほ総合研究所作成

図表4 我が国の対外資産残高



(注) 年末値

(資料) 財務省「本邦対外資産負債残高の推移」よりみずほ総合研究所作成

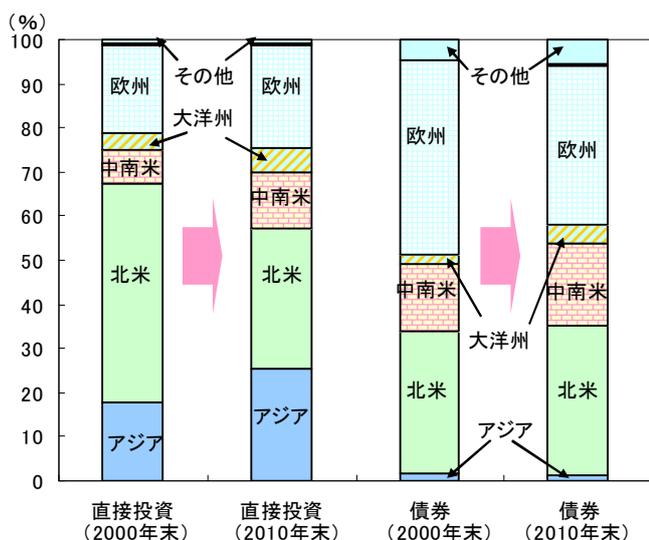
2. 我が国を巡る資金フローの変化

(1) 対外資産の地域別残高と収益率

図表5は、対外資産の直接投資、債券それぞれについて、2000年末と2010年末の地域別投資残高を比較したものだ。債券では北米、欧州の比率が高く、2000年末と2010年末で地域別比率にほとんど変化がないのに対し、直接投資では北米の比率が低下する一方、アジアの比率が高くなっていく。

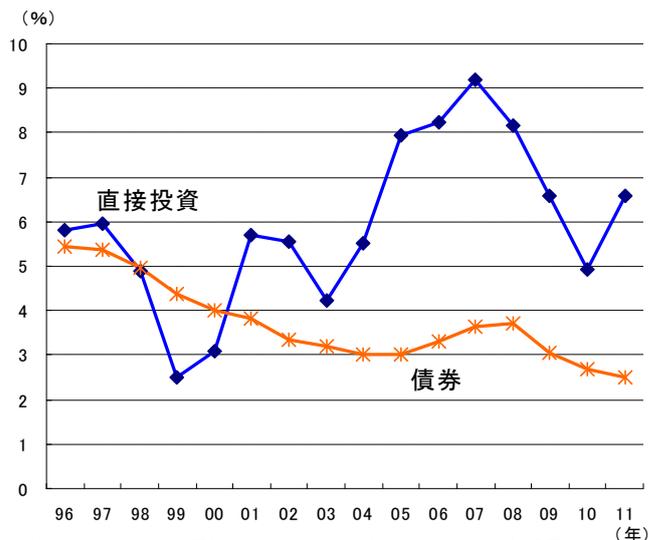
図表6は、債券、直接投資の収益率を比較したものだ。債券の収益率は2007年にかけてやや上昇するも、その後は緩やかな低下基調にある。一方、直接投資の収益率は総じて債券に比べ高くなっていく。米・独の10年国債利回りの推移を見ると、2007年の平均でそれぞれ4.6%、4.2%であったが、2011年にはそれぞれ2.8%、2.6%まで低下している。足元ではいずれも1%台半ばとほぼ半分の利回りまで低下してきている。米・独の10年国債利回りの低下は、債券の収益率の低下に大きな影響を与えている。一方、直接投資の収益率は、債券より変動が大きいものの、均してみると増加基調にある。これは前述したように、直接投資の中でアジアの比率が高まっていることと関連していると思われる。日本銀行が発表した2010年の国際収支（速報）動向における直接投資の地域別収益率では、北米やEUが1%台前半なのに対し、アジアや中国は10%台前半と8倍近い水準にある。成長するアジアの比率が拡大していることは、直接投資収益の拡大に寄与している。一方で、図表6を見ると、1999年前後と2008年前後に、直接投資全体の収益率は大きく低下している。前者はアジア通貨危機、後者はリーマンショックによる影響と思われるが、直接投資の拡大により、所得収支がこれまで以上に景気変動の影響を受けやすくなっていると考えられる。

図表5 地域別資産残高



(資料)財務省(国際収支状況)よりみずほ総合研究所作成

図表6 投資の収益性



(注) 資産残高は年平均値 ((年末値+前年末値)/2)を採用

(資料)財務省「国際収支」よりみずほ総合研究所作成

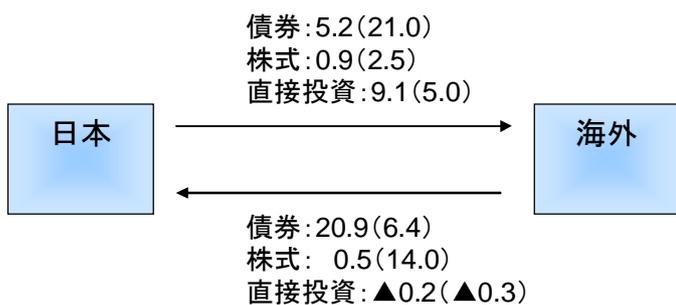
(3) 日本を巡る資金フローの変化

ここまで、資産構成の変化を見てきたが、負債を含めてみると、日本を巡る資金フローが変化しつつあり、これも所得収支の収益性を高める要因となっている。図表7は日本の資金流入出動向について、2005年と2011年の変化を見たものであるが、海外から日本への投資では株式が減少する一方、債券投資が大幅に増加している。債券投資の中心となっている短期債は0.1%台での底這い圏での推移となっており、日本全体としての資金調達利回りの低下に寄与している。一方、対外投資では、直接投資が拡大し、債券投資は減少している。こうした資金フローの変化は結果として我が国全体の資金運用利回りを高めることにつながっている。

我が国への債券投資が増加している要因は、欧州債務問題への懸念の高まりによる安全資産選好によるところが大きい。また、米国債の利回り低下や円高も、日本国債の魅力を高めている。海外当局による外貨準備資産の運用では運用資産を多様化させる動きが見られ、ドル中心から近年では円資産を増加させる動きが見られる。欧州債務問題が解決するまでは未だ時間を要するものと思われ、しばらくこの流れが続けば、債券投資残高は増加傾向が続くであろう。但し、現状では図表8の通り短期債への投資が中心で、長期債も含め増加基調が継続するかどうかは今しばらくの見極めが必要だ。

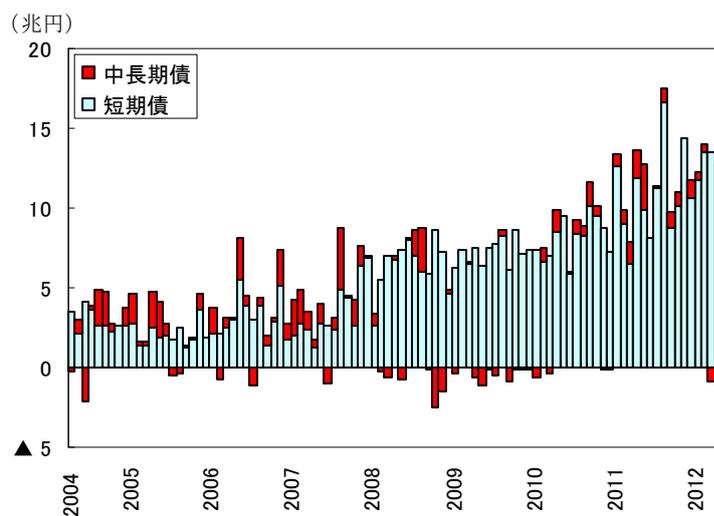
対外直接投資については、今後とも増加基調で推移する可能性が高い。最近、アジア諸国でも労働需給が逼迫し、賃金コストが上昇する動きが見られることから、従来の低賃金を魅力とした事業展開はしだいに困難になりつつある。しかしながら、国内市場の成長に限界がある中、成長市場として今後ともアジア諸国での直接投資が増加する流れは変わらないであろう。

図表7 資金フローの変化



(※1) 2011年。括弧内は2005年。単位：兆円
 (※2) 債券、株式は証券貸借取引を除く
 (資料) 財務省

図表8 海外投資家の日本国債買い越し額推移



(※) 買付額－売付額
 (資料) 日本証券業協会

(4) 外貨準備資産運用での変化

次に、世界第2位の規模を誇る外貨準備資産の運用を見ることとしたい。外貨準備資産の運用に際しては流動性が重視されることから、外国債券、特に米国債での運用が中心となっている。図表9のように、海外金利の低下に伴い、運用利回りは低下傾向にある。2009年と2010年の運用利回りがほぼ横ばいとなっているのは運用対象の外国債券のデュレーションを長期化していることが要因と考えられる。2009年度末の投資残高の期間別構成は、1年以下17.7%、1年超5年以下56.6%、5年超25.7%であったが、2010年度末では、1年以下11.0%、1年超5年以下59.7%、5年超29.3%と、より期間の長い債券に投資がシフトしている。

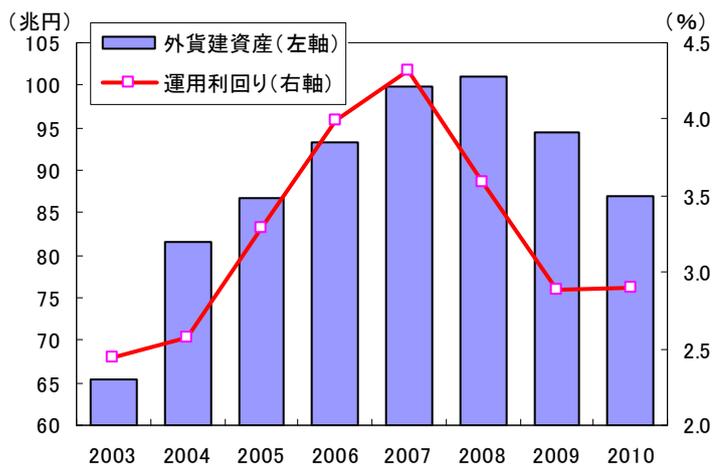
図表10のように、ここ数年は外国債券のみならず、円貨貸付金や外貨貸付金が増加し、運用が多様化する兆しが見られる。具体例として、2011年8月に発表された円高対応金融ファシリティがある。これは、日本企業による海外企業の買収や資源・エネルギーの確保などを促進すべく、外為特別会計のドル資金を、国際協力銀行を經由して活用するものである。外貨準備の運用でリスク資産を増加させることは好ましくないとの考え方もあるかもしれないが、今後運用資産の更なる多様化を行うことで、所得収支の増加につなげることも検討に値しよう。

3. 成熟した債権国に向けて

(1) 資産と負債を両建てで拡大し所得収支黒字を拡大する米英

我が国所得収支の今後を考えていくうえで、既に経常収支が赤字となり、債権取崩国の段階にある米国、英国の動向を見ることとしたい。米国の国際収支は、1970年代に経常収支が赤字化し、1980年代前半以降は経常収支の赤字が概ね定着している。対外純資産が債務超過に転じたのは、1986年末である。

図表9 日本の外貨準備の運用利回り



(注) 資産残高は年平均値((年末値+前年末値)/2)を採用
(資料) 財務省資料よりみずほ総合研究所作成

図表10 日本の外貨準備の資産内訳

	(兆円)			
	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
円貨貸付金	0.0	0.0	0.4	0.9
外貨預け金	13.7	8.9	3.4	1.0
外貨貸付金	0.0	0.5	1.4	1.5
金地金	0.1	0.1	0.1	0.1
外貨証券	88.3	90.0	82.0	79.4
特別引出権	0.3	0.3	1.9	1.7

(資料) 財務省資料よりみずほ総合研究所作成

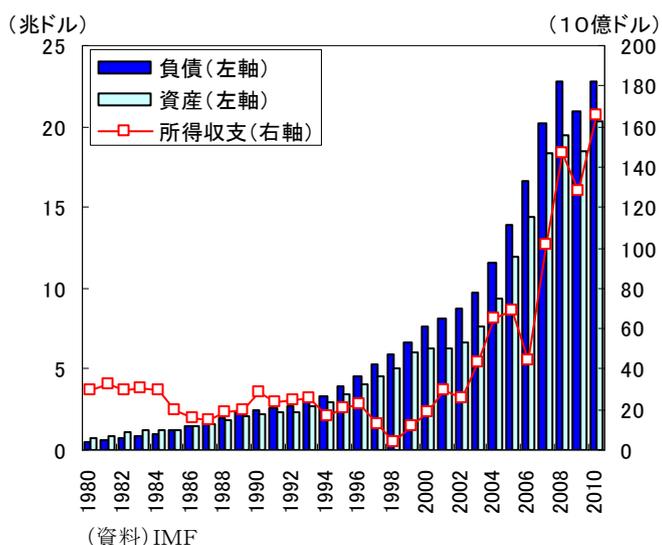
1990年代の後半から、経常収支の赤字幅が拡大し、対外純債務残高も急速に増加した。2011年末の経常収支は5,600億ドル余りの赤字、対外純債務残高は約2.5兆ドルであった。このような状況下であるが、所得収支は拡大している。

米国の資金調達・運用の構造は、債券で調達し株式や直接投資で運用する資金フローであり、対外純資産がマイナスであるにもかかわらず所得収支の黒字は拡大している。低利での調達を拡大し、世界中に投資する米国は、いわば世界の銀行とも言える。2010年の所得収支は日本を上回り世界最大となっている。

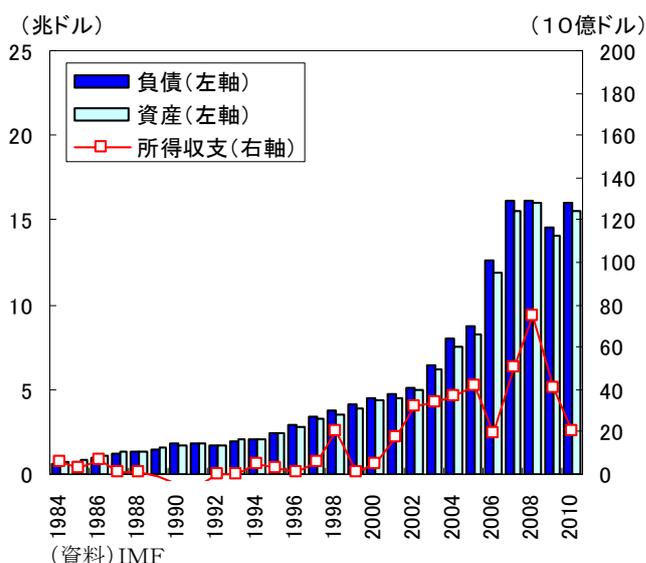
一方、英国は20世紀前半までは経常黒字を維持するも、ドイツや米国等の台頭や世界恐慌等に伴い第一次世界大戦前後には国際的なプレゼンスを失い、第二次世界大戦期には大幅な経常赤字を記録した。所得収支は2000年以降大きく増加したが、2008年以降は、対内直接投資に伴う支払い増加等により低下している。

米英は対外資産と対外負債を両建てで伸ばし、資産と負債の収益率格差により所得収支黒字が増加している。これに対し、日本は経常収支が黒字であることから資産と負債の差額（＝対外純資産）が増加することにより、所得収支の黒字が拡大するという構造で、米英のように負債を大きく伸ばす構造とは異なる。海外投資家比率を増加させることで、負債を増加させることも考えられるが、海外投資家比率の大幅な高まりは国債利回りの急上昇につながるリスクもあり留意が必要だ。日本は当面米英と異なり対外純資産を拡大させ、それに伴い所得収支を増加させていく方向となるであろう。日本は欧米よりも成長するアジア地域に近く、負債を増加させなくとも、資産効率を高めることにより対外純資産を拡大させていくことが可能であろう。米国の所得収支増加の仕組みは負債の調達コストが高まれば困難になるもので、米国が財政の信認と成長期待を維持することが必要であろう。

図表 1 1 米国の対外資産負債と所得収支



図表 1 2 英国の対外資産負債と所得収支

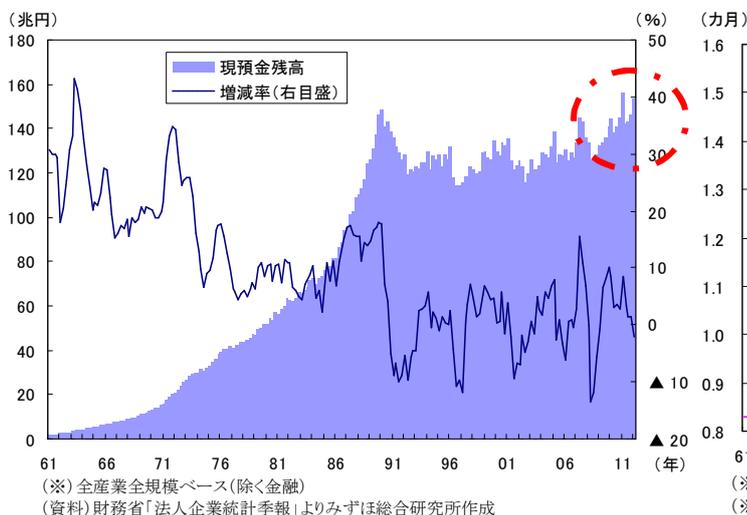


以上のように日本の所得収支黒字は海外金利の低下から減少基調にあったが、2011年は直接投資収益や株式配当金の増加から黒字が拡大している。また、収益性の高い対外直接投資が増加する一方、調達コストの低い短期債への海外からの投資が増加することで、我が国全体の資金運用利回りが改善する動きも見られる。対外直接投資の収益率は、アジアでの直接投資の拡大により上昇している。

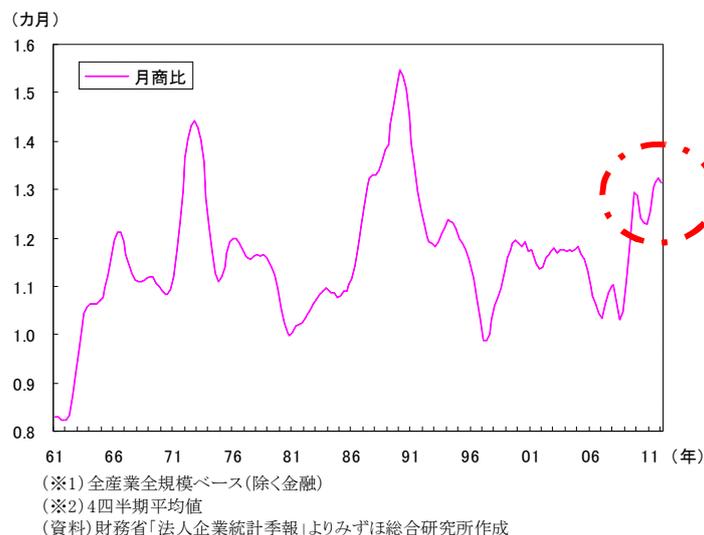
それでは、日本の所得収支が大きく減少する事態は考えられるであろうか。証券投資収益について、仮に米金利の2011年平均からの足元の低下幅を想定し受取り利回りを2011年から半減（2.5%→1.25%）、我が国の財政懸念の高まりによる金利上昇を想定し支払い利回りを倍（1.1%→2.2%）にする極端な事例を想定しても、約14兆円ある所得収支の減少幅は5兆円程度にとどまる。大幅な円高シナリオを想定しない限り、現状の所得収支構造のまま推移したとしても、日本の所得収支が赤字になるような事態は考えにくい。

所得収支構造の変化は所得収支黒字を拡大させることにとどまらず、我が国の今後の成長戦略にもつながる望ましい動きである。直接投資の拡大に伴い所得収支黒字のボラティリティがこれまでよりも高まる可能性はあるが、国内市場の成長が限られる中、所得収支構造の変化は不可逆的な動きと言えるだろう。こうした動きを支えるのは日本企業が保有する高水準の現預金である。日本企業は、バブル崩壊後、借入残高を減少させるとともに設備投資を抑制し、その結果として現預金残高が大幅に増加した状態にある（図表13・14）。現状では、こうした現預金が金融機関を通じて増加する国債の購入に回っているが、企業が直接投資を拡大する動きは、高水準の現預金を有効活用することにつながり企業の収益押し上げに寄与するであろう。

図表 1 3 企業の現預金残高推移



図表 1 4 現預金残高の月商比推移



1 直接投資先企業の収益のうち、投資家に配分されずに内部留保として積立てられたものを投資家に帰属する持分とみなして統計に計上するもの。国際収支統計上、一旦配当されたものとみなし所得に計上すると共に、同時に直接投資先に再投資されたものとして直接投資に逆符号で同額計上する。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。