

2011年12月1日 全10頁

# 日本の経常収支赤字化に備えて

資本市場調査部  
土屋 貴裕

## 米国は対外純債務国でも対外投資を積み上げて所得収支を拡大させた

### [要約]

- 日本では、高齢化に伴う貯蓄率低下が、経常収支を赤字化させ、財政赤字がファイナンスできるかという疑念につながっている。世界一の対外純資産があるが、経常収支赤字が対外純資産を連続的に減少させる負のスパイラルが生じることへの懸念もある。
- 米国は対外純債務国だが、所得収支は黒字でさらに黒字幅を拡大させている。所得収支（受取）の源泉となる対外資産では、エクイティ投資と外貨建て対外投資においてキャピタル・ゲインが発生し、資産規模の拡大につながっている。
- 日本も将来の所得収支の拡大につながるような対応が必要だろう。まず、対外資産の量的・質的拡大が求められる。国際比較の観点からは、対外資産の残高積み上げと、殊にリターン向上の余地があるとみられる。
- 日本の海外投資はデット性の債券投資等が中心だが、企業行動はすでに海外直接投資を進め、「輸出で稼ぐ」から「海外で稼いで日本に送金する」という構造変化が起きつつあると考えられる。
- 日本企業の海外進出が進む間も日本の輸出は減少していない。世界経済の影響を受けるという意味では、国内から輸出することも海外で生産することも同じであろう。ただし、海外で稼得した資金の日本送金は、GNI（かつてのGNP）を拡大させても、そのままではGDPの拡大要因ではない。
- 日本企業が海外で稼得した利益を、国内に送金し活用を促すインセンティブとして、人材育成や産業政策にも配慮が求められよう。国内に質の高い生産要素が揃うのであれば、国際的に少ない対内直接投資も促され、雇用拡大等につながるだろう。

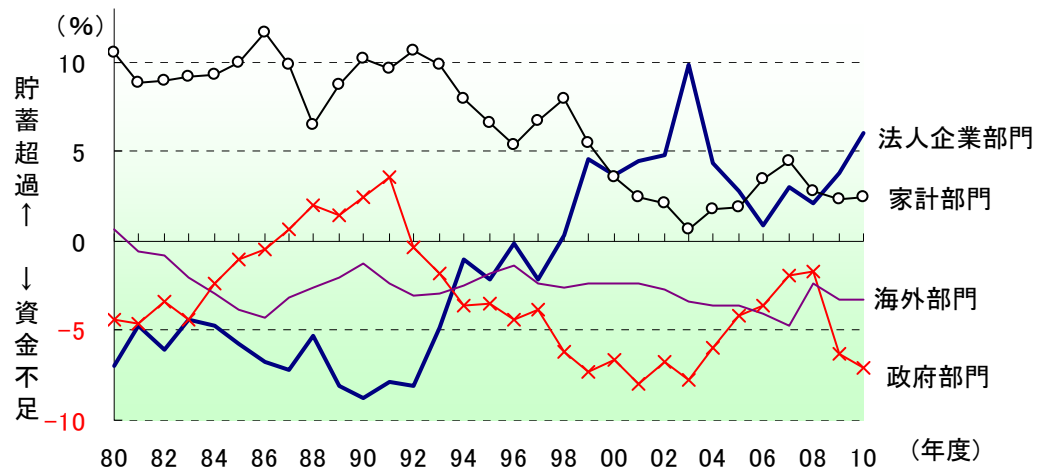
日本において、さらなる高齢化の進展と財政赤字の継続は、ほぼ確実とみられる。「高齢化による貯蓄率の低下→経常収支の赤字化→財政赤字のファイナンス不安」、という連想が働く。経常収支が赤字化するかどうかはわからないが、国内貯蓄減少の可能性が踏まえ、その前に対応しておくべきことはなにか。本稿では、米国等の海外と対外資産動向を比較しつつ、日本の対応策を考察した。

## 経常収支の赤字化と財政赤字ファイナンスへの懸念

### 経常収支が赤字化する可能性

日本の部門別 IS バランスでは (図表 1)、1990 年代後半以降、家計のみならず、法人企業部門が負債を圧縮させることで貯蓄超過主体となり、政府部門の資金不足 (財政赤字) を補ってなお、海外に貯蓄を供給できている (= 経常収支の黒字)。だが、企業部門の負債圧縮がいつまでも続くとは限らず、高齢化による家計の貯蓄減少が進むことで、将来の経常収支の赤字化の可能性が巷間、取り沙汰されている。当面の財政赤字がほぼ既定路線となっていることに対し、経常収支が赤字になってもファイナンスできるか、という疑念につながる。

図表 1 部門別 IS バランス (名目 GDP 比)



(注) 金融部門と対家計民間非営利団体は表示していない。1998 年度の国鉄清算事業団、2005 年度の道路公団発足要因は除去。

(出所) 日本銀行、内閣府より大和総研作成

### 海外主体による財政ファイナンス

無論、国内貯蓄ですべての政府債務がカバーされる必要はなく、海外主体によるファイナンスもある。実際、すでに国庫短期証券を含めた日本政府の債務は、海外主体による保有が増えている<sup>1</sup>。だが、海外主体による日本国債保有が増えれば、海外主体が要求するプレミアムの拡大で日本の金利が上昇する可能性が高まり、金利上昇は本邦企業の資金調達コストの上昇や、国債を保有する国内金融機関の損失拡大という懸念も生じ得る。

### 世界一の対外純資産

日本は経常収支が仮に赤字になったとしても、これまで経常黒字を継続してきた結果として、世界一の対外純資産を有していることから、ただちに先述したような懸念が顕在化するとは考えにくい。IMF によると、2010 年末における対外純

<sup>1</sup> 土屋貴裕、伊藤亮太「海外主体の日本国債保有増の背景と含意」(2011/11/14) 参照。

資産残高は 3.1 兆ドルに近く、第 2 位の中国のおよそ 1.7 倍である。だが、経常赤字は対外純資産を減らす。経常黒字の中心となった所得収支の受取額が減少することで、経常収支の赤字幅がさらに広がる可能性もある。過去、経常黒字が続いて対外純資産が累積的に高まってきたことの反対のことが生じ、継続的な経常赤字によって、スパイラル的に対外純資産が減少することが懸念される。

## 対外純債務国に転じた米国の事例

経常収支が赤字となり、対外純債務国へ

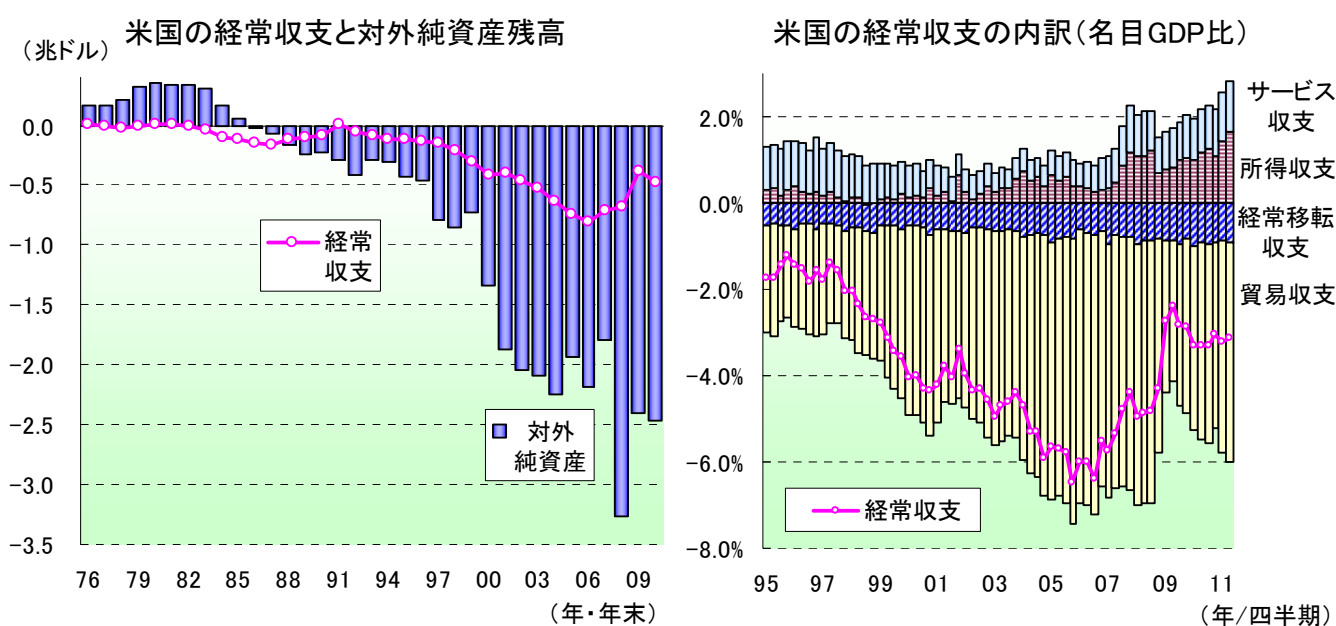
経常収支が黒字から赤字へ、対外純資産が純債務へ転じた例としては、米国の事例が挙げられるだろう。

米国の国際収支は、1970 年代から経常収支がしばしば赤字になり始め、1983 年頃から経常収支の赤字が概ね定着した（図表 2 左）。対外純資産が債務超過に転じたのは、1986 年末である。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。直近の 2010 年末の対外純債務残高は約 2.5 兆ドル、2010 年の経常収支は 4,700 億ドル余りの赤字であった。

所得収支黒字の拡大

近年の経常収支の内訳では（図表 2 右）、貿易収支（財収支）の大幅赤字が経常赤字の主要因となってきた。他では、所得収支の黒字幅が 2000 年代前半から拡大傾向である点が特徴的であろう。2009 年からは、所得収支とサービス収支の黒字によって、貿易収支の赤字幅の半分程度がカバーされている。リーマン・ショック後に縮小した貿易赤字は再び拡大し、金融危機以前の水準に近づいてきているにもかかわらず、所得収支の黒字幅拡大によって、経常収支の赤字幅は目立って拡大していないのである。

図表 2 米国の対外純資産残高と経常収支



（注）経常収支の内訳は四半期で、直近は 2011 年 4-6 月期。

（出所）米商務省より大和総研作成

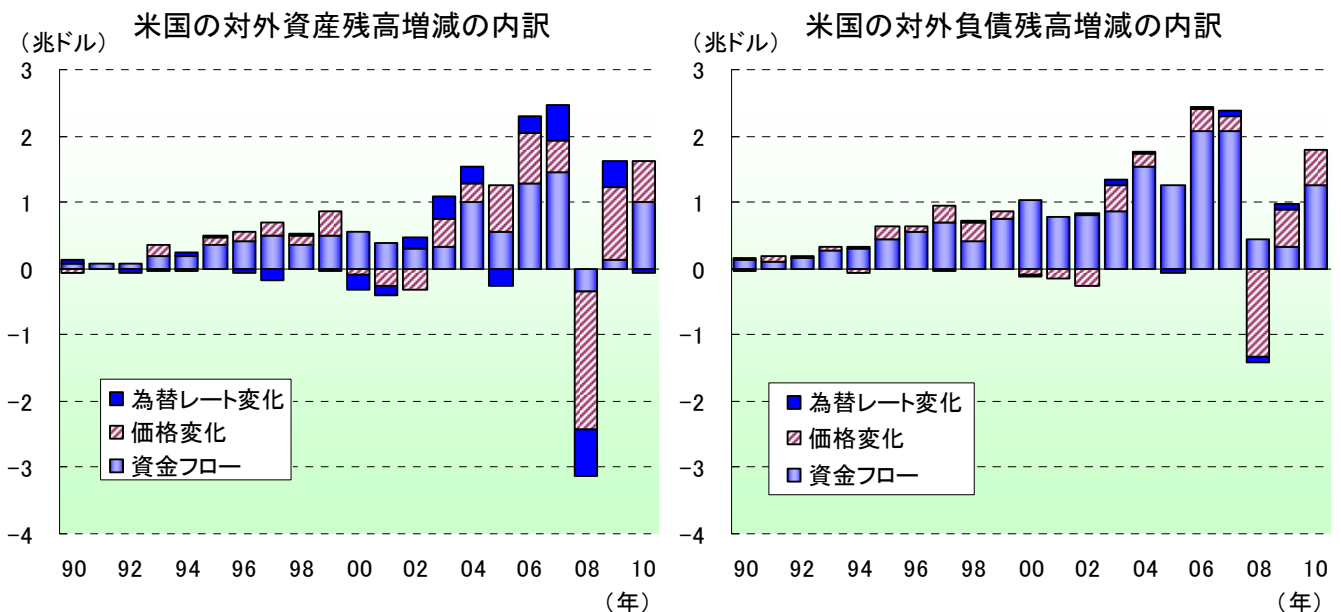
## 米国は対外投資でキャピタル・ゲイン

米国では、長年の経常赤字と対外純債務残高の増加が続いてきたが、対外純債務残高は、経常収支の累積赤字額ほどの規模になっていない。経常収支の累積額は、累積期間にもよるが、7～8兆ドルほどの赤字額になるのに対し、2010年末の対外純債務残高は2.5兆ドル弱に留まる。これは、対外資産のキャピタル・ゲインが背景と考えられる。

米国の対外資産増減の内訳をみると（図表3左）、米国の対外資産の増加は資金フロー（対外投資）が中心ながら、価格変化や為替レート変化が残高を押し上げていることがわかる。2010年の価格変化要因は6,218億ドルであったが、うち4,503億ドルは民間部門による対外株式投資の価格上昇であった。2002年から2010年までの合計では、対外資産残高が14.0兆ドル増加し、うち資金フローによる部分が5.7兆ドル、価格変化が2.0兆ドル、為替レート変化が0.9兆ドルとなる。リーマン・ショックがあった2008年を除くと、キャピタル・ゲインの大きさはより際立つことになる。

半面、対外負債残高増減の内訳では（図表3右）、価格変化や為替レート変化の影響は相対的に小さく、もっぱら資金フロー（対米投資）によって負債残高が増えていることがわかる。2002年から2010年までの合計では、対外負債残高が14.6兆ドル増加し、うち資金フローによる部分が10.6兆ドル、価格変化が0.7兆ドル、為替レート変化が0.2兆ドルとなる。

図表3 米国の対外資産・負債の増減内訳



（注）「デリバティブ要因」と「その他の要因」は表示していない。

（出所）米商務省より大和総研作成

## 米国の対外資産・負債の構成

対外資産と負債におけるキャピタル・ゲインの発生の有無は、米国の対外資産と負債の構成の違いにある（図表4）。対外資産は、その他民間資産（貸出等）の他では株式、直接投資が多い。対外負債は政府債務やその他民間負債（借入等）が多く、資産はエクイティ性、負債はデット性の構成比が高い、と言えよう。エクイティ性の投資によるキャピタル・ゲインと、2002年頃からのドル安進行に伴い、外貨建ての対外投資において米ドル建て評価額の上昇（為替差益）が生じて

いるとみられる。

対外負債では政府債務の比率が高く、最も利回りが低くなる国債に海外の貯蓄を充て、米国内の貯蓄はより期待リターンが高い海外のエクイティ性の投資に向かっていることになる。いわば、「債券で調達し株式で運用する」という国全体でのビジネスモデルということになろう。

#### 海外投資のリターン で消費の効用拡大が

経常収支の赤字は、米国内で貯蓄を上回る「輸入」という消費が行われた結果だが、輸入によって米消費者の効用は高まっている可能性がある。米国は経常赤字相当分の債務を海外に発行していることになるが、それはデット性の負債である。対外投資のリターンである所得収支の黒字によって、国内貯蓄の不足分をある程度補い、所得収支の源泉となる対外資産は、エクイティ性の投資でキャピタル・ゲインを得つつ拡大させている、と言えよう。

図表 4 米国の対外資産・負債の構成 (2010 年末)

	(兆ドル)	(構成比)		(兆ドル)	(構成比)
<b>対外資産</b>	<b>20.3</b>	<b>100%</b>	<b>対外負債</b>	<b>22.8</b>	<b>100%</b>
公的部門			公的部門		
外貨準備	0.5	2%	政府債務	5.1	23%
外準除く政府資産	0.1	0%	現金	0.3	2%
民間部門			民間部門		
債券	1.7	9%	債券	2.9	13%
株式	4.5	22%	株式	3.0	13%
その他民間資産	5.4	27%	その他民間負債	4.6	20%
直接投資	4.4	22%	直接投資	2.7	12%
デリバティブ	3.7	18%	デリバティブ	3.5	16%
			その他	0.6	3%
			<b>純資産(債務)</b>	<b>-2.5</b>	

(出所) 米商務省より大和総研作成

### 対外資産・負債規模の国際比較

#### 対外資産からのリターン 拡大を目指す

こうした米国の経験を踏まえると、日本も経常収支黒字の大宗を占める所得収支の拡大につながるような対応が必要だと考えられる。すなわち、さらなる対外資産の積み上げ（量的拡大）と、同じ対外資産の規模であっても、そこから得られるリターンを増やすこと（質的向上）、となる。以下では、質的・量的な対外資産の拡大余地があるか、国際比較の観点から検討する。

#### 対外資産・負債の名目 GDP比の国際比較

図表 5 は、2010 年末の主要国における対外資産・負債の名目 GDP 比である。香港や英国、スイスといった国々において資産・負債の規模が共に突出しているが、世界のマネーセンターであることや、GDP の規模が小さいためだろう。日本は対外資産が GDP 比 127%、対外負債が同 70%であった。

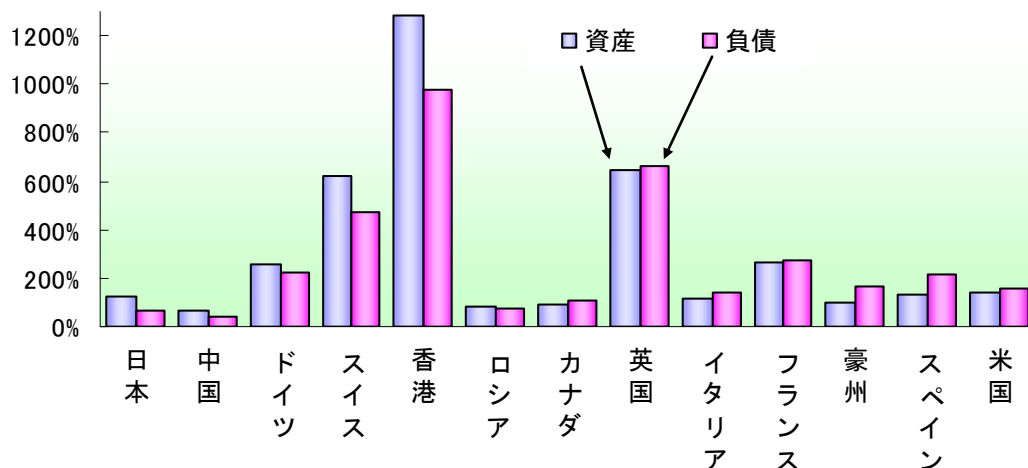
他の主要国での対外資産 GDP 比は、ユーロ圏のフランス、ドイツが相対的に大きい。米国の資産も GDP 比 140%である。スペインの 129%やイタリアの 119%、カナダの 93%と比べれば、日本の 127%という値は、多くはないが、極端に少ないわけでもなさそうだ。なお積み増しの余地はあると言っていいたいだろう。

対外負債の名目 GDP 比では、香港等の突出して大きい一部を除くと、フランスやドイツ、スペインが上位となる。それらに続く米国の GDP 比 157% やイタリアの 144%、カナダの 105% と比べると、日本の 70% という値は小さい。世界最大の対外純資産残高は、対外資産残高に比べて対外負債（日本向け投資）残高が大幅に少ないことで成り立っていることがわかる。

### 世界経済との関わりが相対的に低い

なお、GDP 比ではなく 2010 年末の実際の金額で比較すると、対外資産は米国が 20.3 兆ドル、英国が 14.5 兆ドル、ドイツの 8.5 兆ドルに次いで、日本の 6.9 兆ドルが続き、フランスが 6.8 兆ドルである。GDP 比で突出していたスイスと香港は、それぞれ 3.3 兆ドルと 2.9 兆ドルである。米ドル換算時のレートには注意しなければならないが、日本の実額は少なくない。GDP 比で対外資産残高が小さいのは、経済規模の割には世界経済との関わりが相対的に低い結果と言えよう。なお、対外負債は、米国が 22.8 兆ドル、英国が 14.9 兆ドル、ドイツが 7.2 兆ドル等で、日本は 3.8 兆ドル、スイスと香港の負債は 2.5 兆ドルと 2.2 兆ドルである。

図表 5 主要国の対外資産・負債の名目 GDP 比（2010 年末）



(注) 2010 年末の対外資産・負債を 2010 年の名目 GDP で除して算出。対外純資産残高順。  
(出所) IMF より大和総研作成

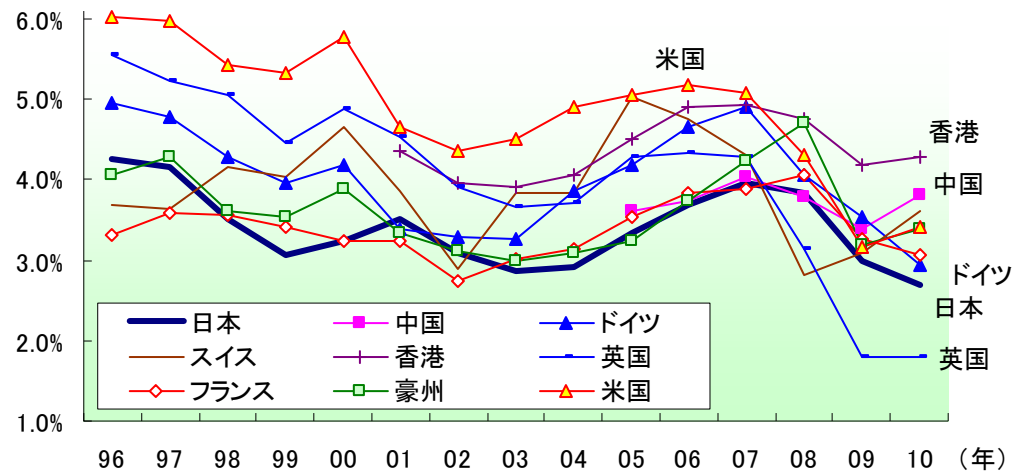
### 対外投資リターンは遜色ないが低め

次に対外資産の質的側面を比較する。対外資産から得られるリターンは、全てではないが所得収支の受取額となる。これを前年末と当年末の対外資産残高の平均で割ることで、対外投資のリターンとした（図表 6）。全体の変動は、おおむね世界経済の動向に沿った動きとなっている。

日本のリターンは他国と比べて変動が小さく、主要国のなかの下限近辺で推移している。2010 年は、日本の 2.7% に対し、米国が 3.4%、フランスが 3.1%、ドイツは 2.9% 等であった。日本の対外投資リターンは、国際的にそれほど遜色ないが、やや低いと言えるだろう。

対外投資の質的・量的拡大は、対外資産の積み上がり、経常収支の一部を構成する所得収支の増加につながるようになるが、日本は対外資産をさらに積み上げ、殊に投資のリターンを高められる余地がありそうだ。

図表6 主要国の対外投資リターン（試算値）



(注) 当該年の所得収支（受取）÷前年末と当年末の対外資産残高平均。  
 (出所) IMF より大和総研作成

## 日本の経常収支赤字化に備えて

対外投資残高は債券  
投資等が中心

日本の対外投資リターンの低さの理由は、対外資産の構成に求められるだろう。2010年末の対外資産の構成は、債券投資（構成比39%）や貸付が含まれるその他投資が中心で（同23%）、株式や直接投資といったエクイティ性の資産のウェイトは低い（合計で22%）。前掲図表4にあったように、米国の対外資産の半分近くがエクイティ性であることと比べても、ウェイトは低めと言えるだろう。

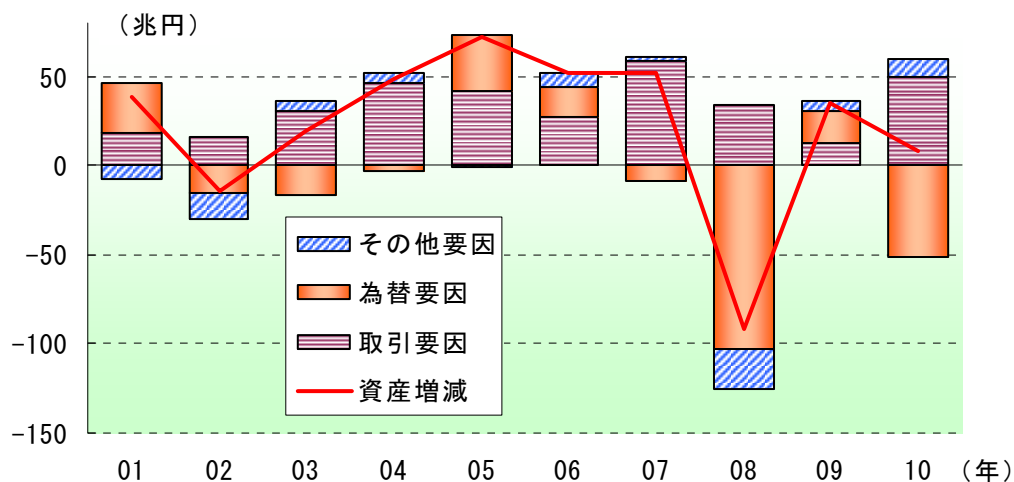
世界的な金融危機が生じた2008～09年は、各国の対外投資のリターンは落ち込んだが（前掲図表6）、日本の落ち込み幅は相対的に小さかった。逆に世界的に経済が回復し始めた2010年に日本のリターンは高まっていない。これらは日本の対外投資が債券中心であるためで、株価変動等の影響が相対的に小さかったことが反映されているのだろう。その結果、日本の対外資産残高の要因別残高増減では（図表7）、取引要因（資金フロー）による残高増減が中心で、株価変動等が含まれる「その他要因」による残高増減は、米国と比べても限定的な増減要因に留まっている。また、為替要因による残高増減も大きく、日本円の変動の大きさが映じられているようだ。

債券中心であれば、長期的なリターンの変動は小さく安定的かもしれないが、キャピタル・ゲイン獲得の機会が少ないことになる。中長期的に新興国主導の経済成長を予想するならば、その成長の果実はエクイティ性の投資でなければ得難いだろう。

対外投資のリターン  
低下の可能性

今後、借入に依存した政府部門や家計の不動産保有等において、世界的なバランスシート調整が続く可能性があるだろう。各国中央銀行が、バランスシート調整をサポートするために、低金利政策を継続する可能性がある一方で、南欧等の一部の国債は信用リスクが上乗せされて、事実上のクレジット物となっている。債券投資はキャリー（利子）収入でキャピタル・ロスカバーしにくい可能性が高まっていると言えよう。これらを踏まえると、債券中心である日本の対外投資リターンは、徐々に、さらに低下する可能性がある。

図表7 対外資産残高の要因別残高増減



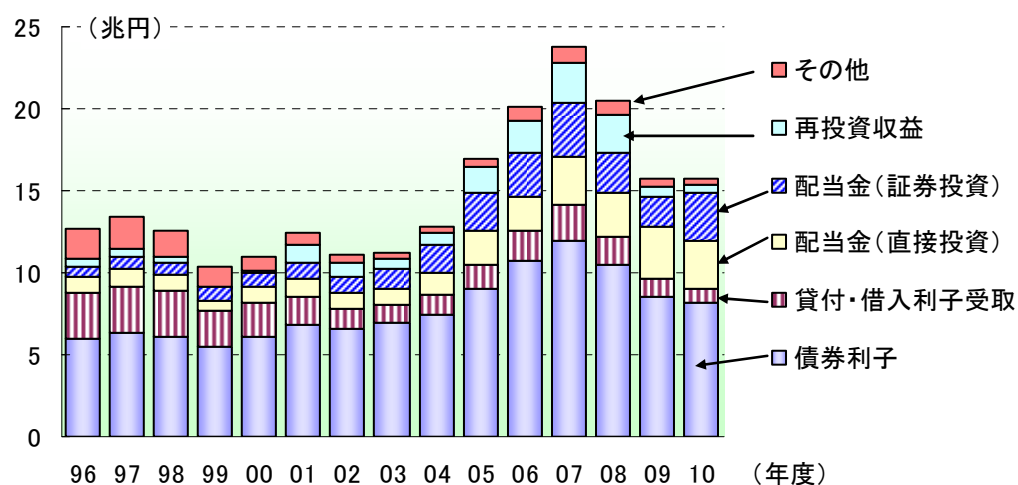
(出所) 日本銀行より大和総研作成

### 「輸出」から「海外で稼いで送金」へ

すでに、本邦企業による対外直接投資が拡大してきており、所得収支受取額の内訳で配当金等のシェアが高まってきている（図表8）。証券投資における債券利子受取額と、貸付利子が含まれている其他投資収益受取額の合計をデット性の受取額とし、証券投資における配当金受取と、直接投資収益受取額の合計をエクイティ性とする、エクイティ性の受取額の構成比は、1999年度に2割弱であったものが、2010年度には4割強までおよそ倍増した。「輸出で稼ぐ」から「海外で稼いで国内に送金する」という、経済の構造変化が起きつつあると言えよう。

ただし、海外資産における再投資収益（内部留保）は、2009年度に急減した。同時期に直接投資の配当金が増加していることから、日本へ、あるいは日本を経由して第三国へ、海外現地法人等の内部留保が送金された可能性がある。グループ企業内の資金繰りや他国への資金再配分のためと考えられよう。

図表8 所得収支（受取）の内訳の変化



(注) 雇用者報酬は表示していない。

(出所) 財務省・日本銀行より大和総研作成



## 世界経済の変動の影響を受けるのは同じ

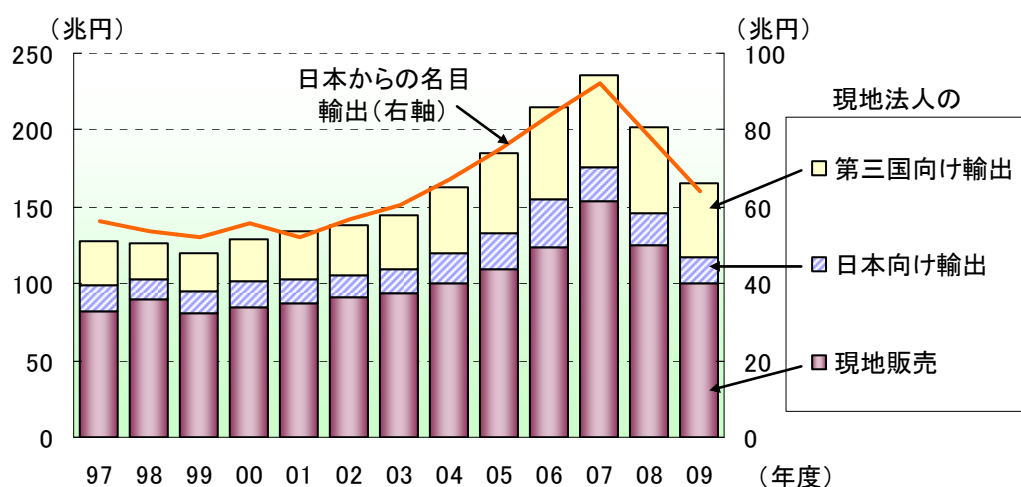
エクイティ性の対外投資収益の拡大は、これまでの対外直接投資等の成果といえるだろう。仮に、エクイティ性の対外投資が増えることになれば、世界経済の影響を受けて、対外投資のリターンが所得収支受取額の増減の変動が大きくなるリスクが高まるのだろうが、1990年代以降の日本の景気循環は、回復局面においては輸出主導型の成長となってきた。日本の対外投資のリターンの変動は、主要国と類似していたように、国内から輸出することも海外で生産することも、世界経済の影響を受けるという意味では、同じであろう。

だが、海外へのエクイティ性の投資が増えれば、配当金収入等が所得収支の受取額を拡大させる可能性があるが、所得収支の拡大はそのまま GDP の拡大につながらず、GNI（国民総所得：かつての GNP）の拡大になる<sup>2</sup>。2010年度の名目 GNI は名目 GDP よりも約 13 兆円、2.7%ほど大きい。国内生産の海外シフトは、GDP の縮小要因、GNI の拡大要因となり得ることは留意すべきだろう。

## 海外進出が増えても輸出は減らなかった

現地法人の売上からは、現地販売中心から第三国向け輸出の拡大と、生産拠点としての現地法人の役割は拡大している様子がうかがわれる。これまでは、日本企業の海外進出によっても、日本からの輸出は減少していない（図表 9）。また、海外現地法人数と日本からの輸出も類似した推移である。

図表 9 海外現地法人の売上高と日本からの輸出



(出所) 経済産業省、内閣府より大和総研作成

## 日本へ送金するインセンティブの付与

GNI が拡大するとしても、マネーフローの観点や、国内における企業活動の活発化を促して GDP 等の拡大につなげるためには、海外で稼いだ資金を国内へ送金して活用するインセンティブを付与しなければならないだろう。

送金コストの低減のほか、国内に研究・開発部門やマザー工場を残すためには、海外との差別化が必要であり、税制優遇等のコスト削減と、高コストでもそれに見合う質の高い生産要素が揃うことだと考えられる。例えば、熟練した質の高い労働者と経営者の存在、社会資本整備、柔軟な資金調達が可能で資本市場の整備

<sup>2</sup> 定義上、「国民総所得 (GNI) = 国内総生産 (GDP) + 海外からの要素所得の純受取」となり、「要素所得の純受取」は、所得収支に相当する (いずれも名目値)。

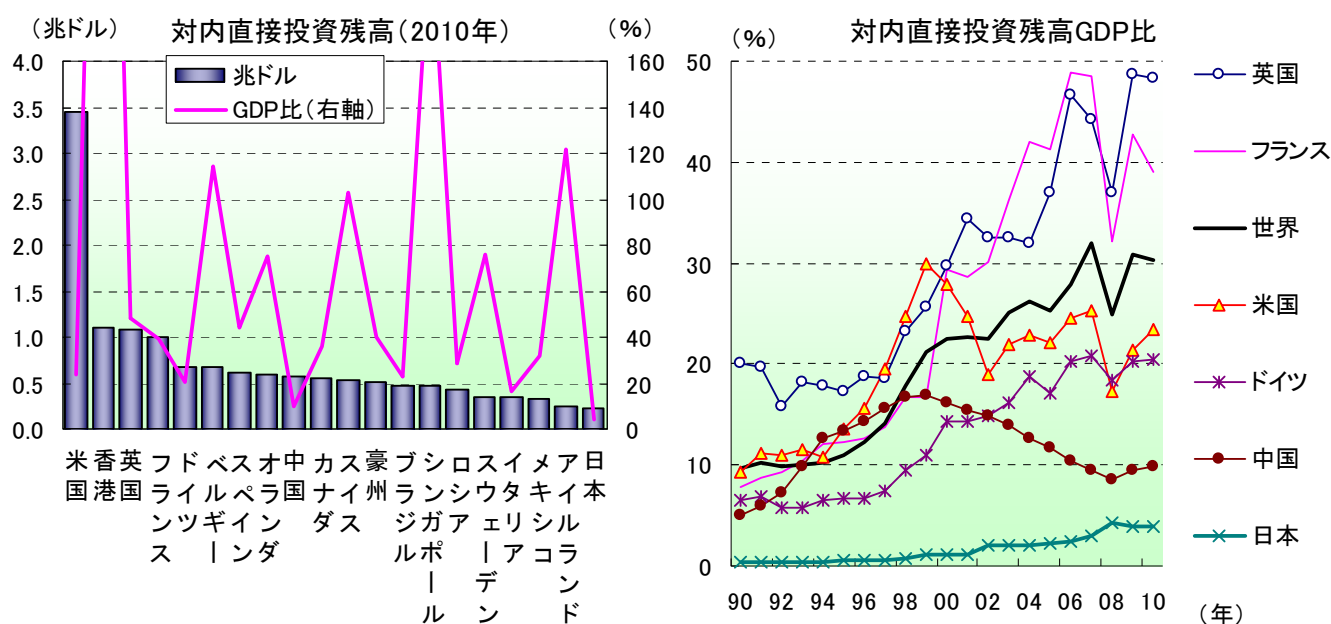
等が必要となろう。特に人的資本の蓄積は一朝一夕には成し難く、若年層における高い失業率は大きな課題と言えるのではないだろうか。

## 対内投資を促す措置も

一方で、対内投資の拡大も必要だろう。既述したように、日本の対外純資産が世界最大であるのは、資産ではなく負債（日本向け投資残高）の少なさに因っている。日本の対内直接投資残高は国際比較でも極めて少ない。2010年の対内直接投資残高は2,000億ドル余りで、残高こそ世界第20位であったが、GDP比では3.9%に留まり（図表10左）、主要国の対内直接投資残高GDP比を時系列で追うと、日本の受入額の少なさと拡大ペースの鈍さが際立つ（図表10右）。対内直接投資の拡大余地は対外投資以上に大きいと言えるだろう。

日本に質の高い生産要素が揃っていることは企業の内外を問わず重要で、日本で収益を挙げられる機会を求めて日本への直接投資が増えるのであれば、雇用等の拡大につながることや、日本企業が海外へ進出した後の穴埋めにもなるだろう。もっとも、産業の再編等を伴う可能性があり、失業の増加につながるのであれば、別の対応が求められるかもしれない。

図表10 対内直接投資残高



(注) 2010年の残高(左図)は、対内直接投資残高が大きい20カ国・地域。GDP比は160%までの表示で、160%を上回る香港とシンガポールは、それぞれ486%と218%。右図は、香港等のマネーセンターを除く主な国のみ表示。

(出所) UNCTADより大和総研作成