

2014 年 9 月 18 日 全 12 頁

我が国の対外資産・負債残高からみえる現状と課題

直接投資の動向は我が国の将来の経済成長を見極める上で重要な鍵

金融調査部 主任研究員 島津 洋隆

[要約]

- 我が国は世界第一位の純資産国（債権国）といわれている。しかし、その対外資産・負債の現状をみると、必ずしも前向きに評価することはできない。本稿では、我が国の対外資産・負債の現状と、そこからみえる主な課題について取り上げることとする。
- 2013 年末時点の対外純資産は、外貨建て資産が円安により円評価が高まったことを主因に、325.0 兆円と過去最大の規模となった。対外資産は 797.1 兆円、対外負債は 472.1 兆円となり、いずれも過去最大の規模となった。
- 対外資産・負債残高の増減からみえることとして、以下の 4 点があげられる。第一に、為替相場変動による調整要因が対外純資産の増減幅を拡大させていること。第二に、対外資産の運用パフォーマンスからみて、対外資産の構造変化が生じつつあること。第三に、我が国の対内直接投資の現状からみると少なからず課題が残っていること。第四に、対外純資産の状態は、「貯蓄から投資へ」を誘導する政策が必要であるというシグナルであるといえること。
- 対外資産・負債、特に直接投資の動向は、依然として資本自由化の利益を十分に享受できていない我が国の将来の経済成長を見極める上で重要な鍵であると考えられる。

1. はじめに

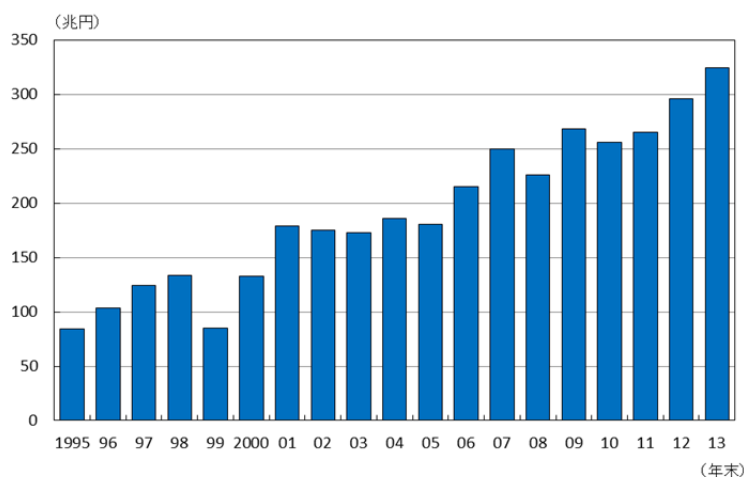
我が国は世界第一位の純資産国（債権国）といわれている。これについて、巨額の純資産を保有していることから、我が国は通貨危機などの外生的ショックへの耐性があることや、利子・配当を得られること等の、日本経済は安泰である旨のポジティブな評価がよく聞かれる。確かに通貨危機が起こった国は大きな対外純負債を抱えていたということがいわれている¹。しかし、我が国が世界第一位の対外純資産を擁している現状については、楽観視できない。本稿は、我が国の対外資産・負債の現状と、そこからみえる主な課題について取り上げることとする。また、この課題は、現政権が打ち出した新成長戦略における「対内投資の拡大」等の掲げられた政策の背後に潜んでいる課題に関連するところである。

2. 対外純資産残高の構成と推移

2013 年末時点の対外純資産は、外貨建て資産の評価額が円安²により膨らんだこと主因に、325.0 兆円（前年比+9.7%）と過去最大の規模となった（図表 1）。

対外純資産（ネット）を構成する資産（グロス）と負債（グロス）について、以下の（1）、（2）でそれぞれの内容を説明する。

図表 1 対外純資産残高の推移



（出所）財務省「本邦対外資産負債残高」より大和総研作成

（1）対外資産残高（グロス）の構成

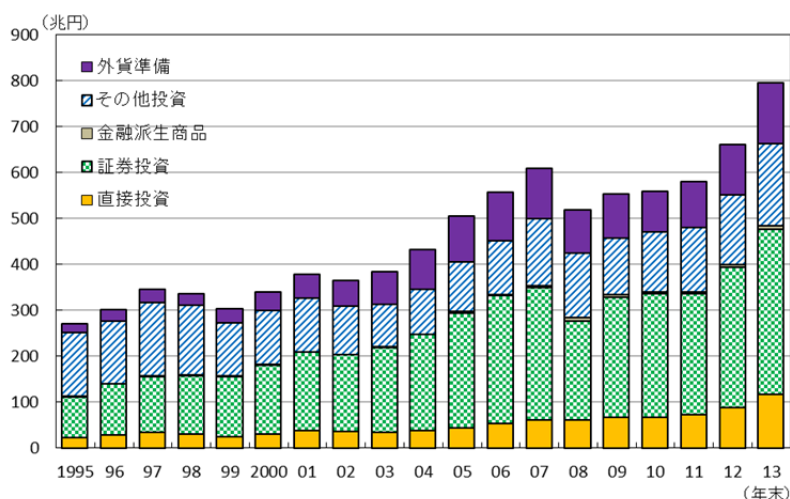
2013 年末の対外資産残高（グロス）は、797.1 兆円（前年比+20.4%）となり、過去最大の

¹ 「対外純資産統計からみた通貨危機国の特徴」（森川央 公益財団法人国際通貨研究所 2014 年 3 月 26 日）

² 外国為替相場東京インターバンク相場（スポット・レート 17 時）の 2012 年 12 月末時点：86.32 円/米ドル → 2013 年 12 月末時点：105.37 円/米ドル（22.0%の円安）。

規模となった。このうち、直接投資が 117.7 兆円（同+31.1%）、証券投資が 359.2 兆円（同+17.7%）、金融派生商品が 8.2 兆円（同+77.5%）、その他投資が 178.4 兆円（同+16.7%）、外貨準備が 133.5 兆円（同+22.0%）となった（図表 2）。

図表 2 対外資産残高の構成と推移

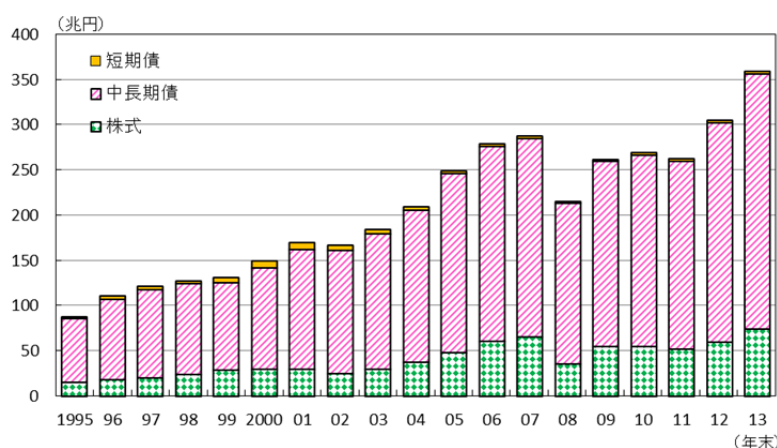


（出所）財務省「本邦対外資産負債残高」より大和総研作成

証券投資の構成についてみると、2013 年末時点では、株式が 74.8 兆円（証券投資に占める割合：20.8%）、中長期債が 281.7 兆円（同：78.4%）、短期債が 2.8 兆円（同：0.8%）となっており、証券投資における中長期債のウェイトが高い状況が続いている（図表 3）。

—— 一般的に、長期的な証券投資においては、債券投資の収益率よりも株式投資の収益率の方が高いとされている。しかし、我が国の証券投資においては、債券投資へ偏重している。このことが、投資収益の更なる増加を抑制している問題点も多く指摘されている。本稿では、この詳細については割愛する。

図表 3 証券投資残高（資産）の構成と推移

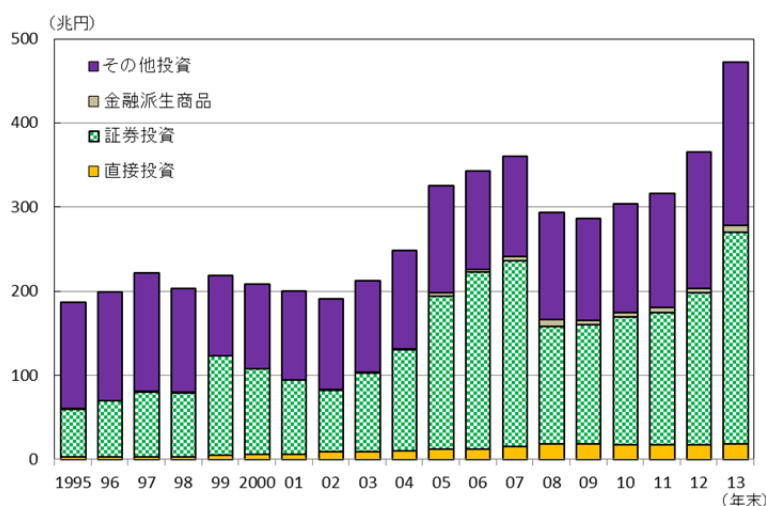


（出所）財務省「本邦対外資産負債残高」より大和総研作成

（２）対外負債残高（グロス）の構成

2013 年末の対外負債残高（グロス）は、472.1 兆円（前年比＋29.1％）となり、過去最大の規模となった。このうち、直接投資が 18.0 兆円（同＋0.9％）、証券投資が 251.9 兆円（同＋39.5％）、金融派生商品が 8.7 兆円（同＋62.5％）、その他投資が 193.6 兆円（同＋19.5％）となった（図表 4）。

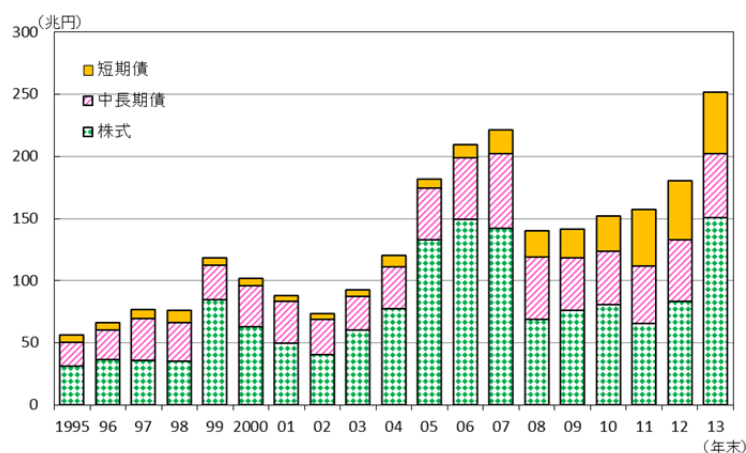
図表 4 対外負債残高の構成と推移



（出所）財務省「本邦対外資産負債残高」より大和総研作成

証券投資の構成についてみると、株式が 150.9 兆円（証券投資に占める構成比：59.9％）、中長期債が 51.5 兆円（同：20.5％）、短期債が 49.4 兆円（同：19.6％）となっている（図表 5）。株式については、2013 年中における株式市況の上昇により時価評価が高まったこと³や非居住者が株式を買い越していたこと⁴が、残高増加につながったとみられる。

図表 5 対内証券投資残高（対外負債）の構成と推移



（出所）財務省「本邦対外資産負債残高」より大和総研作成

³ TOPIX の 2013 年末の対 2012 年末の上昇率は 51.1％。

⁴ 日銀の資金循環統計によると、2013 年中の海外部門における株式・出資金のフローは 17.3 兆円の流入超（＝対内投資の増加）となっており、1998 年以来過去最高の額に達した。

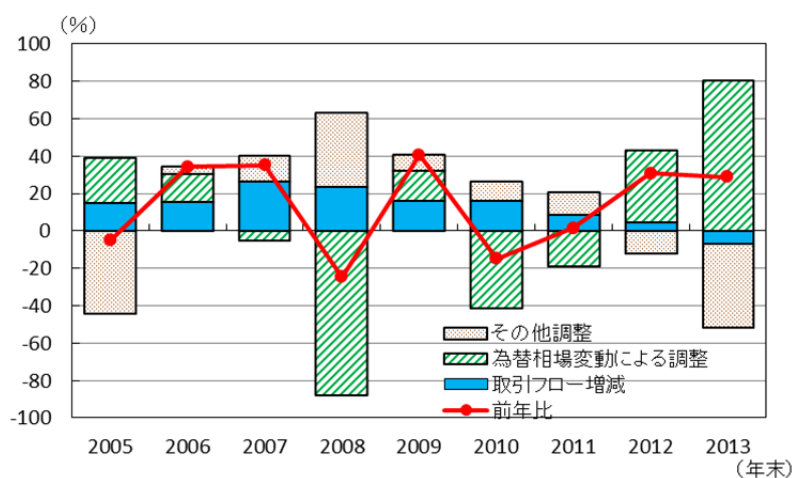
3. 対外資産・負債残高の増減からみえること

(1) 為替相場変動による調整要因が対外純資産の増減幅を拡大

財務省によると、2013 年末の対外純資産残高の対前年比+9.7%増に最も大きく寄与した要因は、為替相場変動による調整である。対前年比における同要因の寄与度は+80.5%であり、円安が外貨建て金融資産の円評価額を押し上げた形となった。2005 年末から 2013 年末の対前年比における寄与度をみると、このうち 4 箇年で為替相場変動による調整要因が最も大きく寄与している。一方で、取引フロー増減要因の寄与度は、2013 年末を除きプラスで推移しているが、同寄与度の絶対値は、為替相場変動による調整要因の絶対値より小さい年が多い（図表 6）。

このように、対外純資産は実質的な資産の増減を伴う取引フロー要因だけでなく、為替相場の変動も大きな要因として作用しているケースも多い。為替相場は時の経済情勢だけでなく様々な不確定要素で動くことが多いといわれている。このことを踏まえると、対外純資産の増減については、増加したあるいは減少したと単純にとらえるのではなく、どういう要因で増減があったのかをみるのが重要である。

図表 6 対外純資産の増減要因の対前年比寄与度分解



（出所）財務省「本邦対外資産負債残高 増減要因（試算）」より大和総研作成

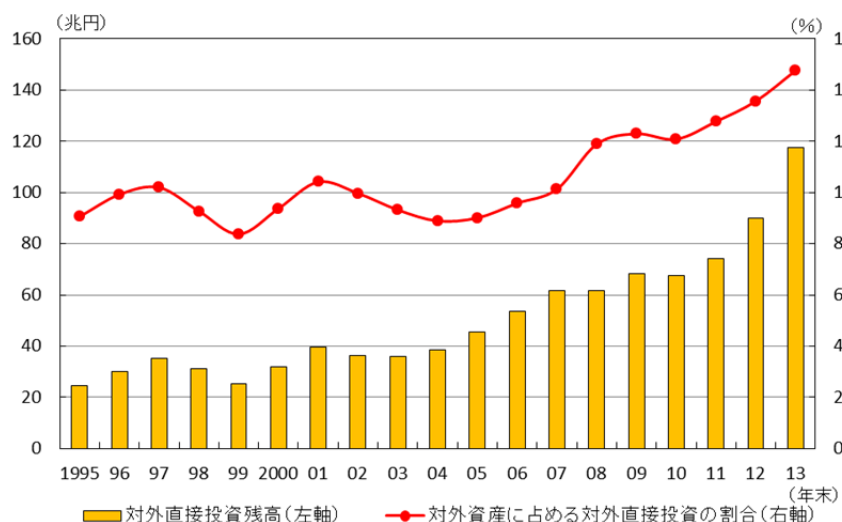
(2) 対外資産の運用パフォーマンスからみた対外資産の構造変化

我が国の対外資産が効率良く運用されているかどうか、すなわち運用パフォーマンスについてみることも重要である。2006 年の通商白書において、我が国の対外資産の運用パフォーマンスの指標である対外資産投資収益率の低さが指摘されている。また、同文献は、我が国の対外資産投資収益率の低さをもたらしていた要因を 3 つ挙げている。第一に、対外資産において直接投資よりも証券投資の割合が高いこと。第二に、高い成長を続けている新興国よりも先進国の資産のほうが多いこと。第三に、我が国の直接投資収益率が他の主要国に比べて低い状況で推移していること。

しかし、こうした状況は近年になり徐々に改善しつつある。前述の 3 つ要因に即して述べると以下の通りである。

第一の点についてみると、総資産に占める直接投資の比率は、1995 年末時点で約 9%であったが、2013 年末時点で約 15%と、徐々にではあるが高まりつつあることがうかがえる(図表 7)。

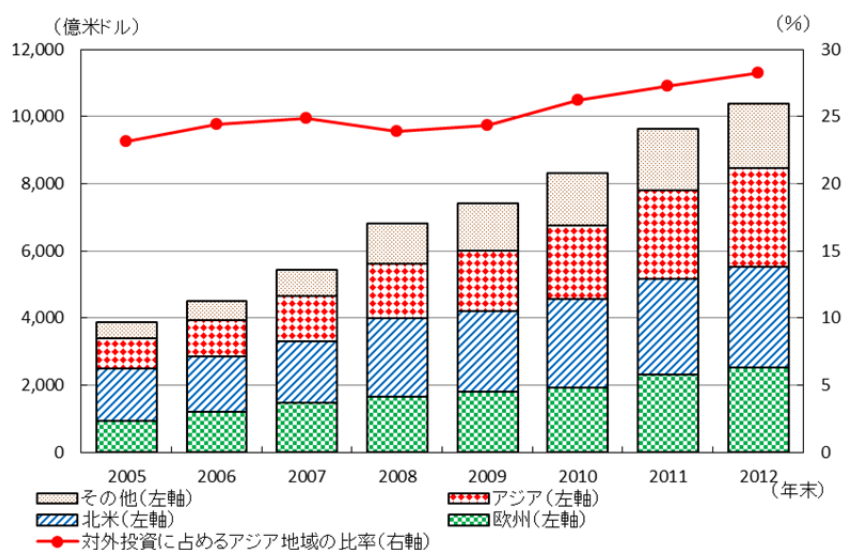
図表 7 我が国の対外直接投資残高と対外資産に占める比率



(出所) 財務省「本邦対外資産負債残高」より大和総研作成

第二の点については、成長率が高いアジア地域への直接投資の額・比率ともに高まりつつある(図表 8)。

図表 8 我が国の地域別対外投資残高とアジア地域への対外投資の比率

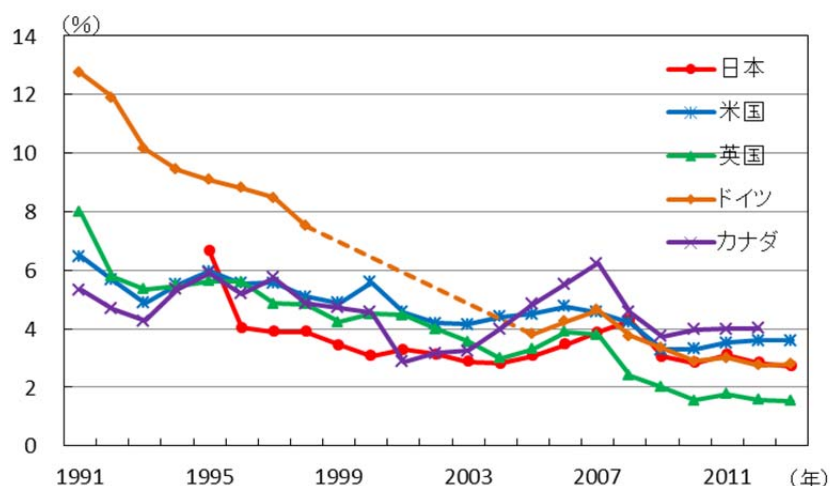


(注) 2013 年の数値は未公表。

(出所) OECD より大和総研作成

もっとも、第三の点については、我が国の対外投資収益率（本稿では、当該暦年中の投資収支の受取額／当該暦年末時点における対外資産残高）は長期的にみると伸び悩んでいる（図表 9）。対外投資収益率が伸び悩んでいる背景として、対外資産残高（グロス）に占める対外直接投資残高（資産）の比率が、他の主要国に比べて依然として低い状況にあることが課題として浮かび上がる（図表 10）。

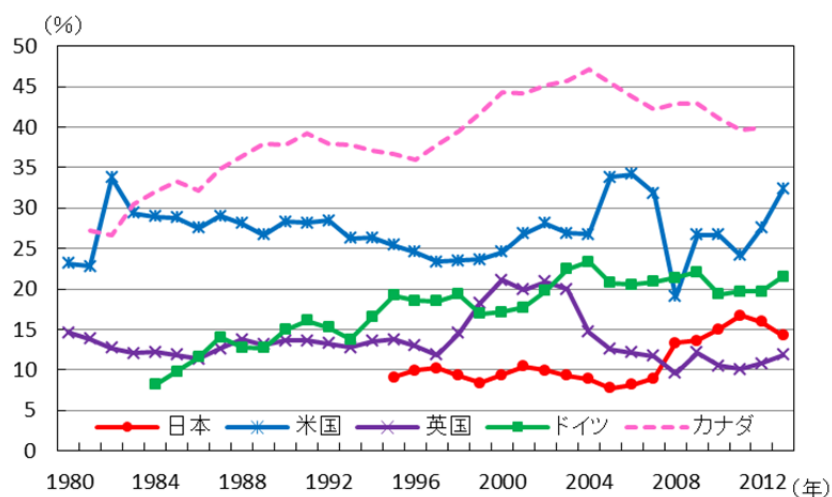
図表 9 主要国の対外投資収益率の推移



(注) 対外投資収益率＝当該暦年中の投資収支の受取額／当該暦年末時点における対外資産残高。日本は 1991 年から 1994 年まで、ドイツは 1999 年から 2004 年までのデータが入手不可。2013 年のカナダのデータは未公表。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表 10 主要国の対外資産残高（グロス）に占める対外直接投資残高（資産）の比率の推移

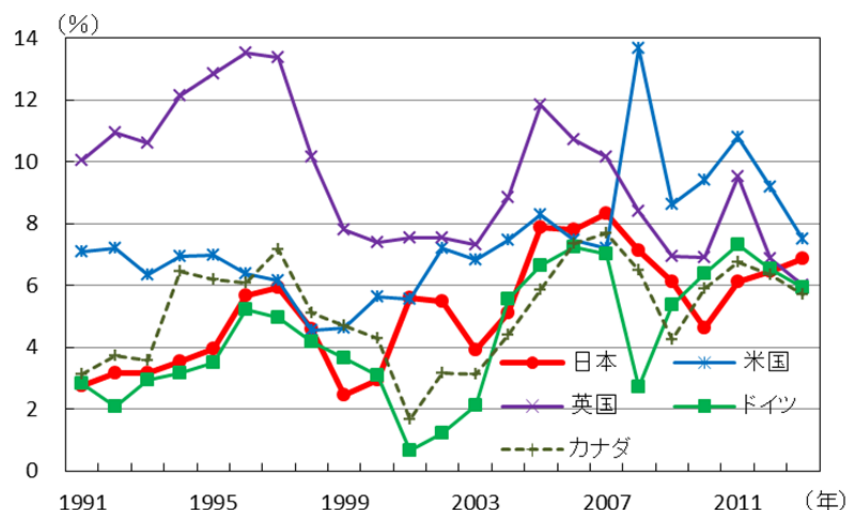


(注) 日本は 1980 年から 1994 年まで、ドイツは 1980 年から 1983 年まで、カナダは 1980 年のデータが入手不可。2013 年のカナダのデータは未公表。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

このように、対外投資収益率は低下傾向にあるが、直接投資（資産）に限れば徐々に収益性が高まりつつある。それは、我が国の対外直接投資収益率（当該暦年中の直接投資収益の受取額／当該暦年末時点における対外直接投資残高＜資産＞）をみると、一進一退があるものの、長期的には上昇傾向にある（図表 11）ことからうかがえる。

図表 11 主要国の対外直接投資収益率の推移



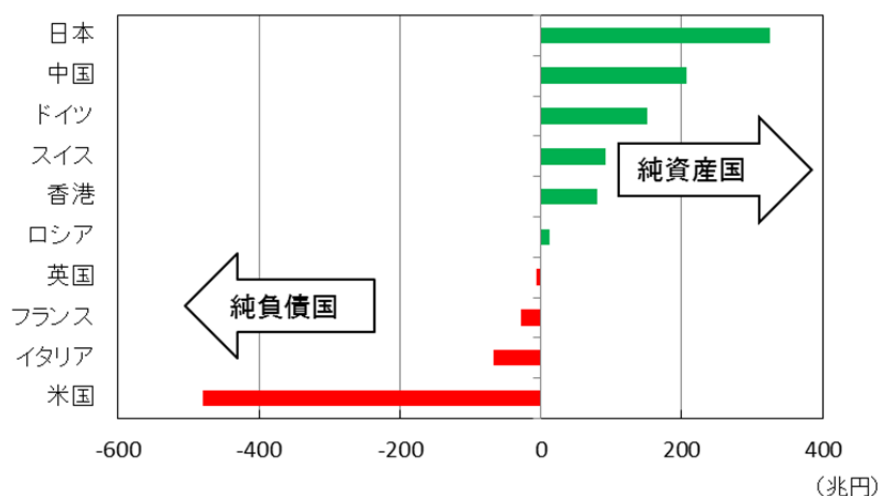
（注）対外直接投資収益率＝当該暦年中の直接投資収益の受取額／当該暦年末時点における対外直接投資残高＜資産＞。

（出所）Haver Analytics より大和総研作成

（３）対内直接投資の現状からみえる課題

我が国への対内直接投資額は他の主要国と比較すると低いといわれている。我が国と同じ純資産国であるドイツやスイス（図表 12）でも、我が国よりも多くの対内直接投資を受け入れている（図表 13）。

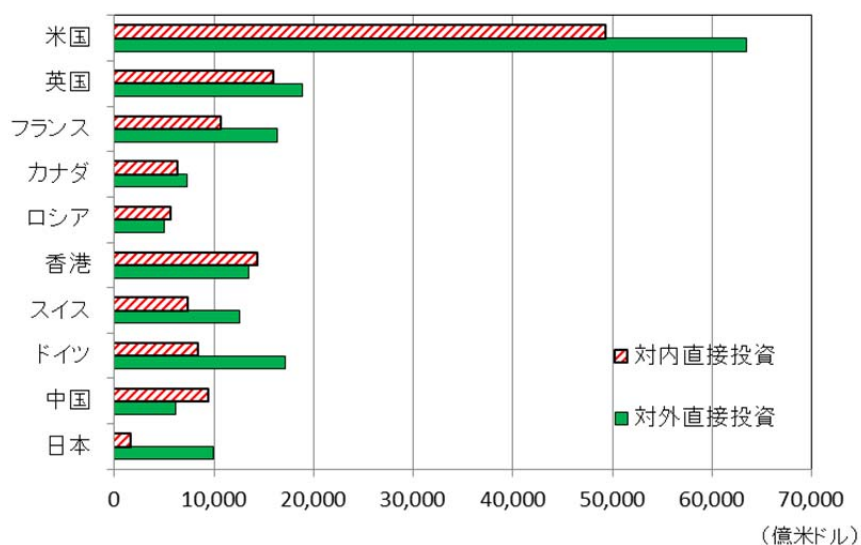
図表 12 2013 年末における主要国の対外純資産額（円換算）



（注）各国の対外純資産（負債）額は各国通貨建ての 2013 年末時点のレートで円換算。

（出所）UNCTAD “World Investment Report 2014”、IMF より大和総研作成

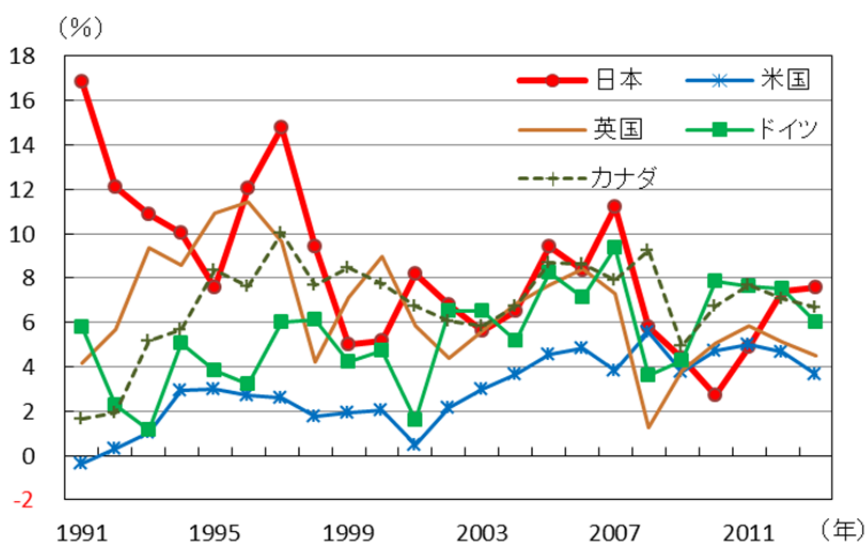
図表 13 主要国の対内・対外直接投資残高 (2013 年末)



(出所) UNCTAD “World Investment Report 2014” より大和総研作成

また、我が国の対内直接投資収益率（本稿では、当該暦年中の直接投資収益の支払額／当該暦年末時点における対内直接投資残高＜負債＞）は、直近の 2013 年では 7.6%と主要国の中では高い状況だが、長期的にみると低下傾向にある（図表 14）。このことは、日本への投資パフォーマンスが低いことを示している。これは、我が国への直接投資が伸び悩んでいることの背景になっているとみられる。

図表 14 主要国の対内直接投資収益率の推移



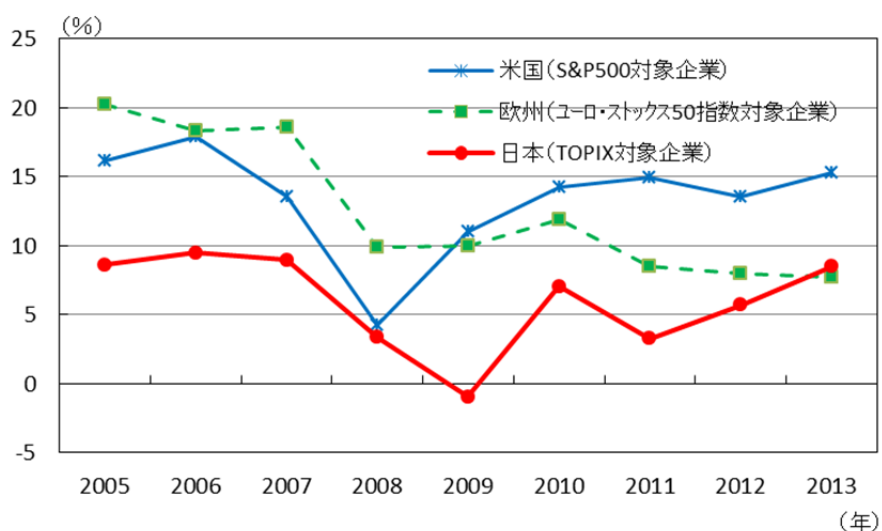
(注) 対内直接投資収益率＝当該暦年中の直接投資収益の支払額／当該暦年末時点における対内直接投資残高＜負債＞。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

さらに、我が国への対内直接投資が少ない状況にとどまっている要因として、海外企業が我が国の経済成長に期待していないこと、国内市場の規制緩和が不十分などの理由で新規参入に踏み切りづらいこと、などが可能性としてあげられる。また、我が国における外資系企業は、我が国のビジネスコストの高さや、行政手続き・許認可制度の厳しさ、複雑さを挙げている。特に、ビジネスコストについては、最も多く指摘されているのが税負担である⁵。財務省によると、2014年3月時点の国・地方を合わせた法人税率は、我が国では34.62%⁶と先進国の中では米国に次いで高い水準にある⁷。

また、税負担などのビジネスコスト以外に日米の対内直接投資に差をもたらしている大きな要因として、現地でのビジネスの収益性の格差があると考えられる。具体的には、我が国の企業が欧米の企業よりもROE（株主資本利益率）が低い状況で推移していることが指摘されている（図表15）。なお、我が国に進出している在日外資系企業の直近（2011年度）までのROE（図表16）についてみると、日本（TOPIX対象企業）よりも高い状況で推移しているが、欧米内地企業よりも低い傾向が見受けられる。

図表 15 日米欧の ROE の推移



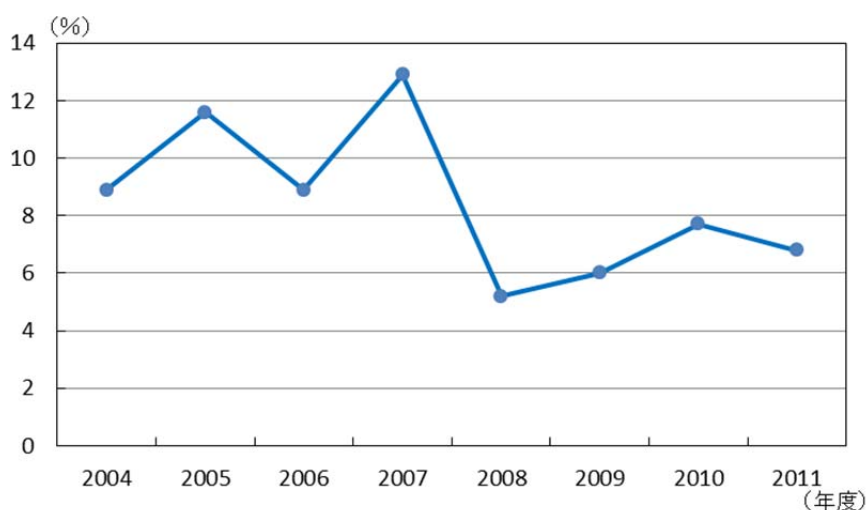
（出所）Bloomberg より大和総研作成

⁵ 「日本における投資阻害要因に関する外資系企業の声と改善要望」（日本貿易振興機構 2013年4月）

⁶ 「国・地方を合わせた法人税率の国際比較（2014年3月現在）」（財務省）

⁷ 中林美恵子早稲田大学准教授（東京財団「アメリカ経済を考える 「遅れる法人実効税率改革」」）によると、「たとえば法人税率の低いイギリスに本社を置くことによって米国に支払う法人税を減少させることができる。外国のパートナー企業が全体の20%以上の株を所有していると国外に本社を移転することが可能になる制度も、それを助長している。」（インヴァージョン問題）を指摘している。

図表 16 我が国の外資系企業の ROE の推移



(出所)「外資系企業動向調査」(経済産業省)より大和総研作成

我が国企業の ROE が欧米に比べて低い状況で推移している要因として以下の二つがあると指摘されている。第一に、企業の生産性の低さであり、第二に、コーポレートガバナンスの欠如である。第一の点については、「通商白書」(経済産業省 2013 年)は、外資系企業の生産性(TFP)が我が国企業を約 5 割上回っていると指摘している。第二の点については、「山を動かす～資本市場改革のフレームワーク」(東京財団 小林慶一郎上席研究員 2014 年 4 月)が「日本企業の資本生産性を上げるためには、銀行が企業を規律付けるメインバンク・システムまたは「銀行ガバナンス」から、株主が企業を有効に規律付ける「株主ガバナンス」へと日本経済のシステムを変える必要がある。」と、コーポレートガバナンスの重要性を指摘している。

(4) 対外純資産の状態は「貯蓄から投資へ」を誘導する政策が必要であるというシグナル

我が国は、長年の間、経常収支黒字の状態を維持してきたことを背景に、巨額の対外純資産を保有している(純資産国)。この状況は、経済政策の運営に際しては問題にされることは少ない。だが、これは国内において総貯蓄(残高)が総投資(残高)を上回っている状況が続いていることも示している。つまり、国内における貯蓄の一部でもって海外資産を購入している状況である。更に突き詰めてみると、この状況は、国内投資家が海外資産の期待収益率のほうが国内資産の期待収益率よりも高いとみていることを映じたものと考えられる。また、この状況をもたらしている背景として、構造的に国内の貯蓄性向が投資性向を上回る何らかの要因が存在するものと考えられる。

そのため、対外純資産の状態は、「貯蓄から投資へ」を誘導する政策が必要であるというシグナルであるといえよう。

4. 終わりに

これまで、我が国の対外資産・負債残高の現状から各種の課題を取り上げた。資産と負債の差額、すなわち純資産の増減だけを捉えるのではなく、資産、負債のそれぞれの構成に加えて、資産と負債の収益性やその背後にある様々な要因についてみる必要がある。本稿では、これらの要因をみることにより、以下のような課題を取り上げた。

第一に、対外資産残高（グロス）に占める対外直接投資残高が、他の主要国に比べて依然として低い状況が続いていることにより、対外投資収益率は長期的にみると伸び悩んでいること。第二に、税負担などのビジネスコストや現地でのビジネスの収益性の格差が我が国への直接投資の低調さをもたらしていること。第三に、企業の生産性の低さやコーポレートガバナンスの欠如が我が国におけるビジネスの低収益性をもたらしていること。

これらの課題は、現政権が打ち出した新成長戦略における「対内投資の拡大」等の掲げられた政策の背後に潜んでいる課題に関連するところである。

特に、直接投資については課題が多く、以下のようなことがいえるのではないだろうか。対内直接投資が少ないことは、我が国の魅力が低いことを示唆し、単に対外資産の方が多いため、楽観視できないと考えられる。さらに、対外資産の内容についてみても、特に直接投資の絶対額は、欧米主要国よりも少ないことがうかがえる。

「経済成長と国際資本移動」（浜田宏一・イェール大学経済学部名誉教授 東洋経済新報社 1967 年）によると、「資本自由化は資本輸入国にとっても資本輸出国にとっても所得の増加をもたらす」としている。この指摘は、資本自由化により、ある一国が海外に投資をして更なる利子・配当等を獲得するだけでなく、海外からの投資を受け入れて成長することが可能であることを示している。

こうした指摘にもかかわらず、資本自由化を法制度上講じている我が国は、その利益を十分に享受していないとみられる。その背景として、前述した三つの課題などが依然として資本の活発な移動を妨げている目に見えざる障壁として残存していることがあげられる。我が国はこれらの課題などを解決することにより、資本自由化の利益を十分に享受することができると考えられる。

したがって、対外資産・負債、特に直接投資の動向は、依然として資本自由化の利益を十分に享受しきれていない我が国の将来の経済成長を見極める上で重要な鍵であると考えられる。

以上