

2018年8月27日 全9頁

米國中長期債の処分超が続く

国際収支統計・金融収支動向（2018年4-6月期）

金融調査部
研究員 森 駿介
研究員 中村 文香

調査本部
田村 統久

[要約]

- 2018年4-6月期の金融収支の注目点は、対外証券投資において米國中長期債の売り越し基調が続いていることである。ドル調達コストの上昇が米國中長期債の売り越しを後押ししている可能性がある。一方で、2017年第2四半期から、欧州の中長期債の取得超が続いている。
- 経常収支は黒字が続いており、2018年4-6月期は海外からの配当金等の増加に伴う直接投資収益の増加が目立っている。直近2四半期では、証券投資収益よりも直接投資収益が大きくなっている。
- 対外直接投資は+4.5兆円の実行超であり、ここ5四半期ほどネットで見ると対外直接投資額は4兆円程度で推移している。米国向けの対外直接投資は、一時的に回収額が増加したことを背景に、2014年第1四半期以降初めて回収超に転じた。
- その他投資の資産サイドでは、貸付（長期）が回収超に転じている。邦銀が海外貸出の採算性審査を厳格化していることが背景となっている可能性がある。

直接投資収益の増加が目立つ

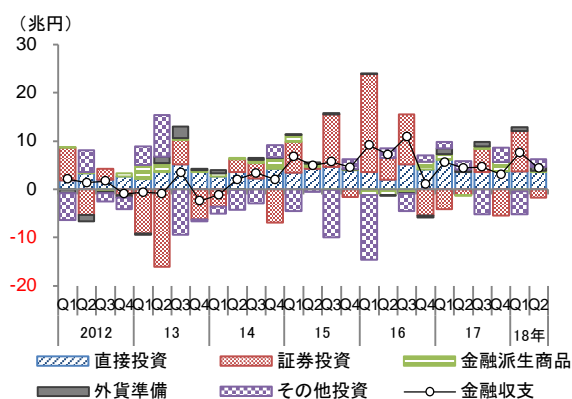
直接投資や証券投資、金融派生商品、貸付・借入などの海外との取引を集計した金融収支は、2018年4-6月期で+4.4兆円の黒字（対外純資産増）だった（図表1）。海外からの対内（対日）証券投資が大きかったこともあり、対外証券投資とのネットで見ると証券投資はマイナスに転じたが、直接投資が前期とほぼ同水準の取得超だったため、金融収支の黒字は継続している。

経常収支についても2014年第2四半期以降、黒字が継続している（図表2）。2018年4-6月期は、その中でも海外からの配当金等の増加などにより、直接投資収益の増加が目立っている。

親会社の資金需要が拡大すれば、海外から国内へ利益の還流が拡大するという指摘¹もあることから、海外からの配当金の増加には、親会社による M&A や設備投資などのための資金需要増加が背景の一部にあるかもしれない。

また、現行統計（1996 年以降）では、証券投資収益が直接投資収益を常に上回ってきたが、直近 2 四半期では、証券投資収益よりも直接投資収益の方が大きくなっている。この背景には、対外直接投資の投資収益率が 2013 年以降に年率 7% 前後の相対的に高い水準を維持している上に対外直接投資残高も堅調に増加が続いていること、対外証券投資の収益率が低下を続けてきたことなどが考えられる（図表 3）。

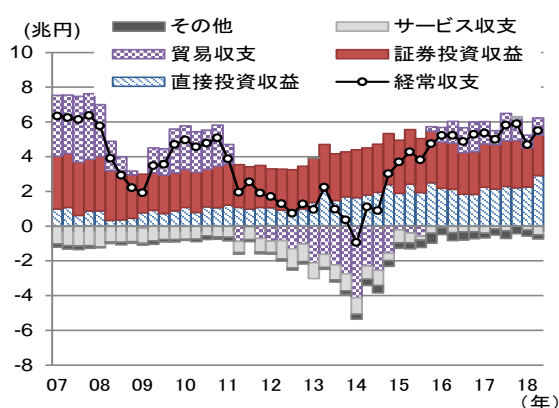
図表 1 金融収支



(注) 原系列。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

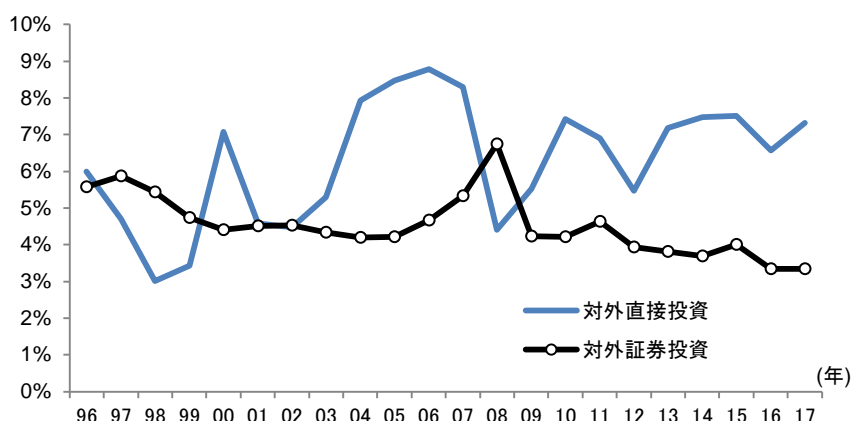
図表 2 経常収支



(注) 季節調整済み。直近データは 2018 年第 2 四半期。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 3 対外投資収益率



(注) 当年の投資収益（受取）／当年末の対外投資残高で算出。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

¹ 例えば、清田耕造（2015）『拡大する直接投資と日本企業』，NTT 出版 の第 5 章 を参照。

対外・対内直接投資

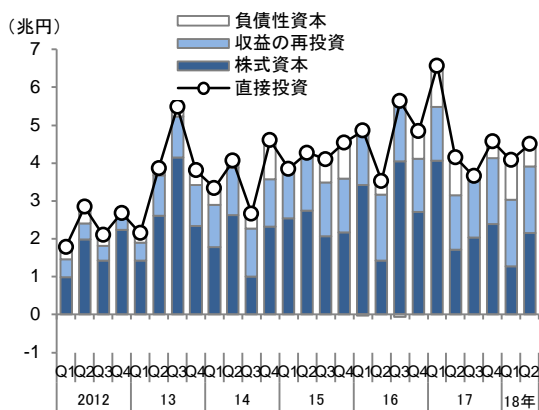
対外直接投資は2018年4-6月期に+4.5兆円の実行超となった。ネットで見ると対外直接投資額は、この5四半期は4兆円程度で推移している（図表4）。一般に、決算を行う企業の多い第1四半期に比べ、第2四半期は実行額、回収額共に減少する傾向があり、2018年4-6月期はそれぞれ6兆円程度減少した。

対外M&Aなどが含まれる株式資本（+2.2兆円）は前期から+0.9兆円増加した。在外子会社の内部留保の増加額等に相当する収益の再投資（+1.8兆円）は横ばいとなった。一方、親子会社間の資金貸借等を含む負債性資本は+0.6兆円と前期に比べ減少した。

地域別に見ると、欧州向け（+2.6兆円）、アジア向け（+1.7兆円）が実行超となっている（図表5）。さらに国別に見ると英国向け（+1.7兆円）、シンガポール向け（+0.7兆円）、中国向け（+0.4兆円）などが実行超となった。経済産業省「海外現地法人四半期調査」によれば、2018年第1四半期の本邦企業の海外現地法人の売上高（全地域合計）は、調査開始以来の最高額を5期連続で更新するなど、非常に好調となっている。このような海外子会社の好調な業績を背景に、本邦親会社によって増資引き受け等が行われたことが、対外直接投資の実行超の一因となったと考えられる。一方、米国向けは現行統計（国際収支マニュアル第6版準拠、2014年1月以降）で初めて▲0.7兆円の回収超となった。4月に回収額が増加したことが回収超の要因となったが、トランプ政権による貿易関連の諸措置との関連は不明である。ただし、対米直接投資の実行額は堅調に推移しているため、一時的な動きであると考えられる。

2018年第1四半期の対外直接投資の動きを地域別・業種別に見ると、欧州向けの通信業、金融・保険業、アジア向けの金融・保険業、その他地域向けのサービス業等が実行超になった一方で、欧州向けサービス業が大きな回収超となった。

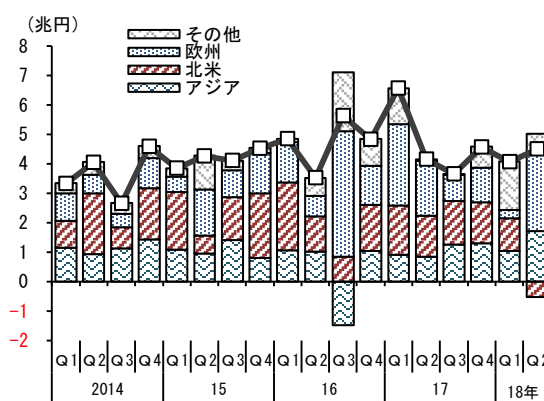
図表4 対外直接投資



(注) 原系列。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表5 地域別対外直接投資



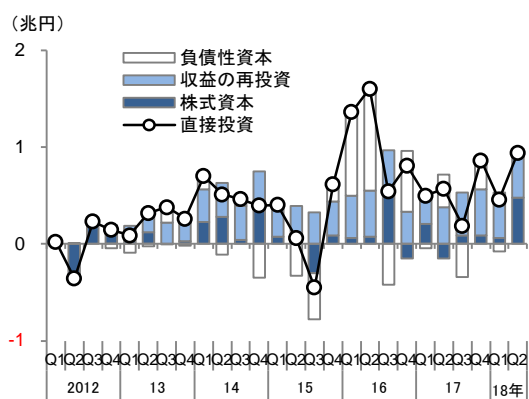
(注) 原系列。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

対内直接投資は+0.9兆円の実行超となり、実行超幅が前期から拡大した（図表6）。株式資本（+0.5兆円）が増加したほか、収益の再投資（+0.4兆円）も引き続き高い水準にある。株

式資本は停滞が続いていたが、5 四半期ぶりに+0.1 兆円を超える水準となった。地域別に見ると、その他地域 (+0.6 兆円 (うちケイマン諸島 (+0.5 兆円))) が全体の伸びを大きく牽引した (図表 7)。

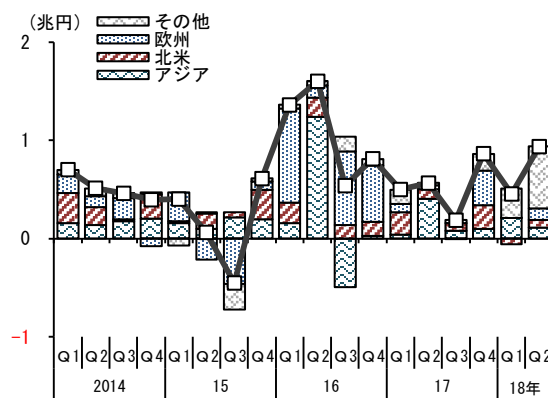
図表 6 対内直接投資



(注) 原系列。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 7 地域別対内直接投資



(注) 原系列。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

対外・対内証券投資

国内居住者による対外証券投資は+5.2 兆円の取得超となり、前四半期から 3 兆円ほど取得超幅が拡大した (図表 8)。この拡大は、株式・投資ファンド持分に対する積極的な投資を主たる要因としているが、中長期債も+1.4 兆円の取得超となった。

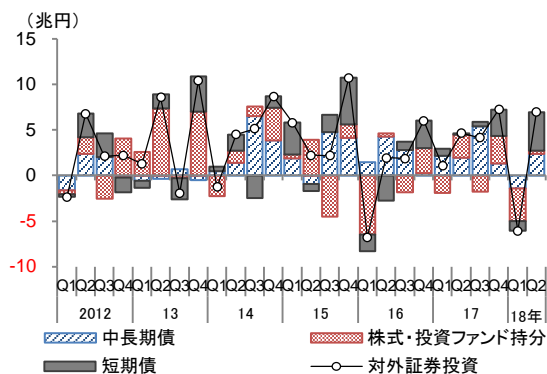
株式・投資ファンド持分の取得超幅の拡大は、主に 2016 年第 1 四半期以来の 1 兆円超 (+1.4 兆円) の取得となった信託銀行や、前四半期の処分超から取得超に転じた預金取扱機関と投資信託委託会社によるものである (図表 9)。このことは、VIX 指数の急上昇を背景に前四半期に発生した世界同時株安 (VIX ショック) の影響が 2018 年 4-6 月期は落ち着き、株価が再度上昇傾向に転じたことに関係があるかもしれない。なお 2018 年 4-6 月期の預金取扱機関による株式・投資ファンド持分の取得超幅 (+1.1 兆円) は、2014 年以来で最も大きい水準となっている。

中長期債の取得超幅の拡大は、預金取扱機関の処分超幅が前四半期と比較して縮小したことによるところが大きい (図表 10)。預金取扱機関が中長期債を積極的に処分する動きは 2016 年第 4 四半期以降顕著となったが、これは米国長期金利の上昇を背景とするものであり、今後も続く可能性がある。預金取扱機関が運用難の中、中長期債を処分し、株式・投資ファンドを多く取得する形となっている。

地域別に見ると、米国の中長期債に対する投資は▲1.8 兆円の処分超を記録した (図表 11)。逆に欧州の中長期債に対する投資は 2017 年第 2 四半期以降取得超が続いており、2018 年 4-6 月期も+1.6 兆円の取得超だった。対外証券投資全体で見ても、2017 年第 4 四半期を境に、米国

欧州からの短期債への流入超（+10.8兆円）が対内証券投資全体の流入超に寄与している。欧州からの日本の短期債に対する投資は、英国のEU離脱が決定した後に増加したことなどから安全資産への逃避の側面があり得るが²、2018年4-6月期の増加も、ポピュリズム政権が成立したイタリアや首相の不信任決議案が可決されたスペインの政情不安を背景とした可能性がある。

図表 12 対内証券投資



(注) 原系列。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

BOX ドル調達コストの上昇に伴う投資先のシフト

ドル調達コスト（円投ドル転コスト）が、2016年以降顕著に上昇している。2014年央までは0.5%前後の水準で推移していたが、2018年3月には2.5%まで上昇し、以降2.5%前後の水準で横ばいとなっている（図表13）。

ドル調達コストは、①ドル借入に要する金利、②為替リスク分を含むドル調達プレミアムなどの要因に分解できる。①については、米国の政策金利の水準によるところが大きく、政策金利の上昇がドル調達コストの上昇に直結している。また②に関して、バーゼルⅢのレバレッジ比率規制や、2014年7月に米国証券取引委員会（SEC）が策定したMMF規制の施行により、レポ取引やCP、CDの発行を通じたドル調達が難しくなったことなどがドル調達プレミアムの上昇を促した可能性がある³。実際、2014年半ばから2016年にかけて、ドル調達プレミアムは上昇が見られた⁴。ただし、昨今のドル調達コストの上昇に対するドル調達プレミアムの影響は必ずしも大きくなく、むしろドル借入に要する金利の上昇が当該コストの増大を主導している。

このドル調達コストの上昇の影響は国際収支統計にどのように表れているだろうか。日本の投資家がこのドル調達コストの上昇局面に際し、ドル以外の通貨建て、特にユーロ建ての証券

² 欧州による日本短期債の取得超幅は、2016年の第2四半期から第3四半期の間に+3.7兆円から+11.5兆円に急増し、以降2017年第4四半期まで10兆円前後の取得超を維持した。

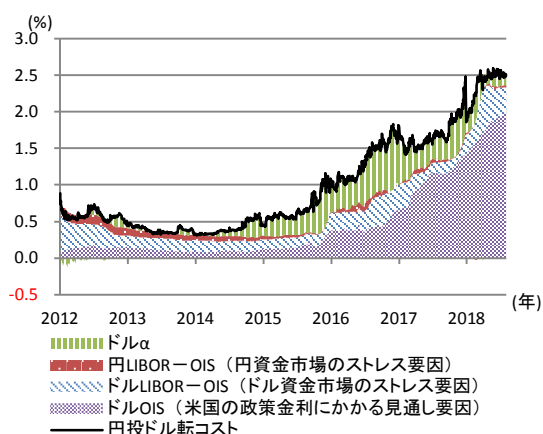
³ 岡田功太（2018）「金融規制によるドル調達市場の構造的な変化」『野村資本市場クォーターリー』2018 春号、野村資本市場研究所

⁴ ドル調達コストなどの要因分解の方法は、安藤雅俊（2012）「為替スワップを利用した米ドル資金の調達コストの動向について」『日銀レビュー』2012-J-3、日本銀行、2012年3月を参照した。

に対して積極的に投資しつつあることが確認できる。建値通貨別対外証券投資の取得額を見ると、2016年初頭以降、ドル建ての取得額が減少する一方、ユーロ建ての取得額が増加していることがわかる（図表15）。ECBが政策金利をマイナス圏で維持しているために、ユーロの調達が非常に低コストで済むことが背景にある。特に円投ユーロ転コストはマイナスであり、円からユーロを調達する側にプレミアムが発生している（図表14）。

ECBが来年の中頃まで政策金利のマイナスを維持する見込みである一方、FOMCは政策金利の引き上げを継続する公算が大きい。もちろん、証券投資においては金利水準も重要だろうが、調達コストの要因だけを見ると、ドル建て資産よりもユーロ建て資産の魅力が高い状態が続く可能性がある。

図表13 円投ドル転コスト

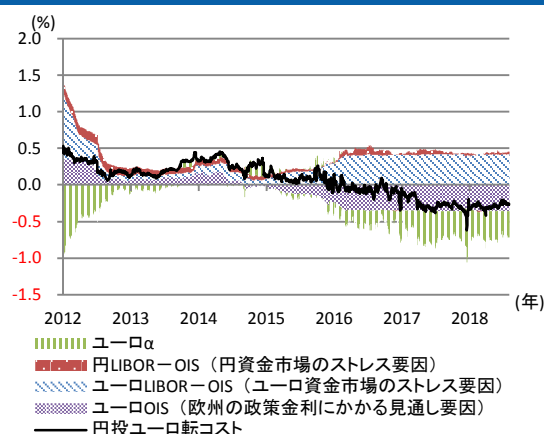


(注1) ドル α は為替スワップ市場固有の要因による米ドル需給の逼迫等を表す。

(注2) 直近値は2018年7月末。

(出所) Bloombergより大和総研作成

図表14 円投ユーロ転コスト

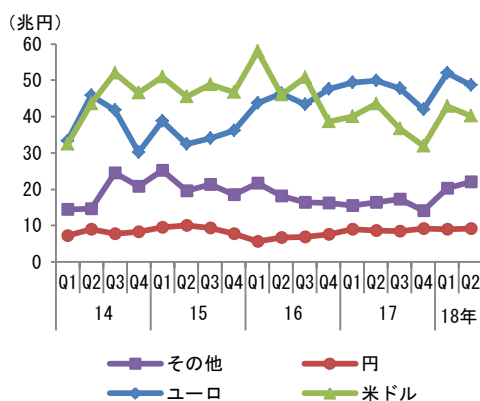


(注1) ユーロ α は為替スワップ市場固有の要因によるユーロ需給の逼迫等を表す。

(注2) 直近値は2018年7月末。

(出所) Bloombergより大和総研作成

図表15 建値通貨別対外証券投資
(取得額)



(注) 原系列。

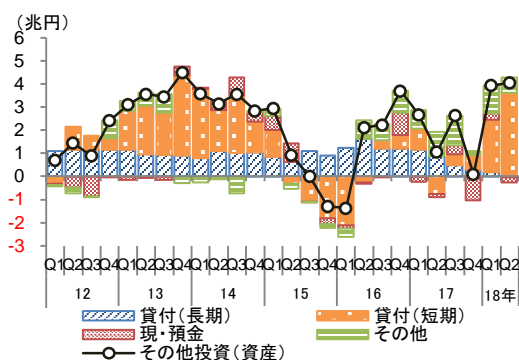
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

その他投資

その他投資⁵⁾については、トレンドを把握するために、移動平均を用いる。国内居住者の動向を表す資産サイドでは、2017年に入ってから貸付（長期）の貸付超幅が縮小基調にあり、2018年4-6月期にはマイナスに転じている（図表16）。邦銀の海外貸出は海外展開する本邦企業への貸出を背景に2010年以降に増加基調だったが、ドル調達コストが高水準で推移していること、優良貸出先をめぐる競合の強まり等から邦銀が海外貸出の採算性審査を厳格化しているとの指摘もある⁶⁾。なお、国際決済銀行（BIS）の「国際与信統計」によると、邦銀による米国向け国際与信残高は、国境を越える与信残高の伸びが2016年第4四半期以降は低調な一方、海外支店・海外現地法人の現地向け与信残高が堅調に増加している。国際収支統計における「貸付（長期）」には含まれない、海外現地法人などによる現地での貸出については、堅調である可能性がある。一方で、貸付（短期）の貸付超は2018年4-6月期に4兆円弱と相対的に大きい水準となっている。資産サイドの貸付（短期）と対内（対日）証券投資の間には正の相関が見られ⁷⁾、貸付（短期）の一部は海外投資家の対内証券投資のための円資金の原資となっている可能性がある。

海外居住者からのその他投資の動向を表す負債サイドでは、借入（短期）が大きい（図表17）。借入（短期）と対外証券投資の間にも一定程度の正の相関が見られ⁸⁾、借入（短期）の一部が日本国内の投資家の対外証券投資のための外貨調達に充てられている可能性がある。2018年4-6月期は、中長期債が2四半期連続の取得超となっており、短期資金の借入超の背景となっている可能性がある。

図表16 その他投資（資産サイド）

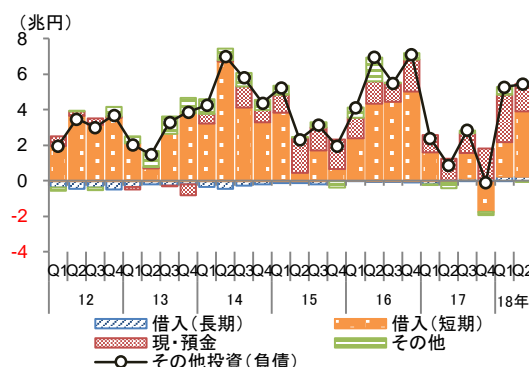


(注1) その他には持分、保険・年金準備金、貿易信用・前払、その他資産を含む。

(注2) 後方4四半期移動平均。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表17 その他投資（負債サイド）



(注1) その他には持分、保険・年金準備金、貿易信用・前払、その他負債を含む。

(注2) 後方4四半期移動平均。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

⁵⁾ その他投資には貸借取引や現預金の移転、貿易信用等が含まれる。

⁶⁾ 日本銀行（2017）「金融システムレポート」（2017年10月号）

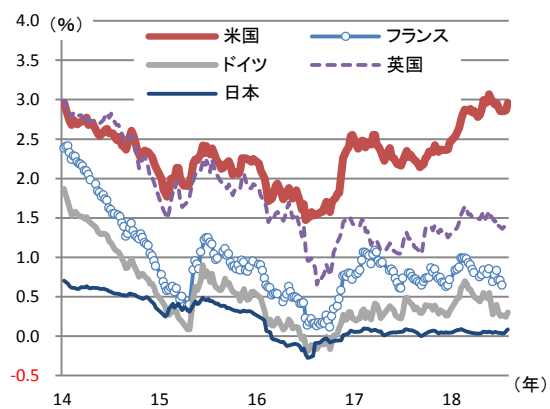
<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr171023.htm/>

⁷⁾ 2000年1-3月期から2018年4-6月期のその他投資の資産サイドにおける貸付（短期）と対内証券投資（ネット）の間の相関係数は0.60である。

⁸⁾ 2000年1-3月期から2018年4-6月期のその他投資の負債サイドにおける借入（短期）と対外証券投資（ネット）の間の相関係数は0.47である。

<参考図表> 関連指標

長期金利（国債 10 年物）



(注) 週次。直近データは2018年7月。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

為替相場



(注) 直近データは2018年7月。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成