

2019年2月28日 全7頁

ドル調達コストの急騰と対内債券投資の大幅な増加

国際収支統計・金融収支動向（2018年10-12月期）

金融調査部
研究員 森 駿介
研究員 中村 文香

[要約]

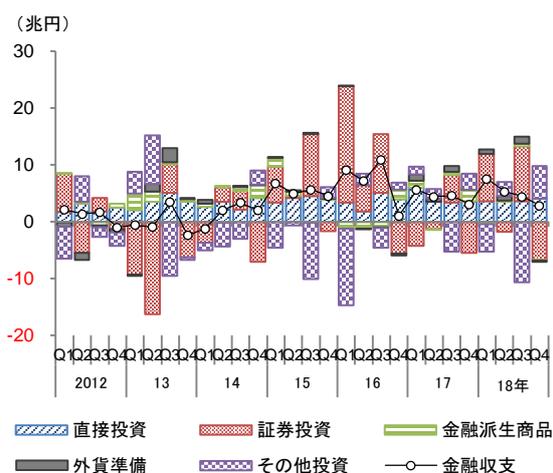
- 2018年10-12月期の金融収支の注目点は、対内証券投資において、中長期債が+6.6兆円と、現行統計（1996年以降）において最大の流入超となったことである。世界的な株価下落やドル調達コストの上昇を背景に、ドルを保有する海外投資家が、低利で調達した円を日本国債へ投資する動きが強まったことが背景にあると考えられる。
- 2018年は通年で直接投資収益が初めて証券投資収益を上回る水準となっている。対外直接投資の投資収益率が年率7%前後の高い水準を維持していることなどが理由として挙げられる。
- 対外直接投資は堅調な取得超が続いている。2018年は米中貿易摩擦や英国のEU離脱をめぐる動きなど地政学的リスクが高まった期間だったが、中国や英国からの対外直接投資の引き揚げを示唆する大きな変動は、国際収支統計からは見受けられなかった。対内直接投資では、2018年10-12月期の流入超の多くは「収益の再投資」で占められており、新たな投資の純流入は限られていた。
- 対外証券投資においては欧州の中長期債への投資が7四半期ぶりに処分超となった。欧州債利回りの低下とユーロ調達コストの上昇を背景に、資金が流出している様子が見られる。

2018年通期で、直接投資収益が証券投資収益を初めて上回る

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10-12月期（今四半期）に+2.9兆円の黒字（対外純資産増）だった（図表1）。今四半期は海外から日本への中長期債投資が現行統計（1996年以降）において最大となったこともあり、証券投資はマイナスに転じた。一方で、直接投資の取得超は堅調に続いており、金融収支の黒字も継続している。

経常収支についても引き続き黒字が継続している（図表2）。内訳を見ると、原油価格の上昇等により貿易収支が赤字となる中、直接投資収益や証券投資収益が2兆円台で堅調に推移している形となっている。また、年単位で見ると、2017年までは証券投資収益が直接投資収益を常に上回ってきた一方、2018年は直接投資収益の方が大きくなっている。背景には、マクロベースでとらえた対外直接投資の投資収益率が年率7%前後の高い水準を維持していること、対外直接投資残高も堅調に増加が続いていること、一方で世界的な低金利環境下において対外証券投資の収益率が低下し続けてきたことなどが挙げられる（図表3）。

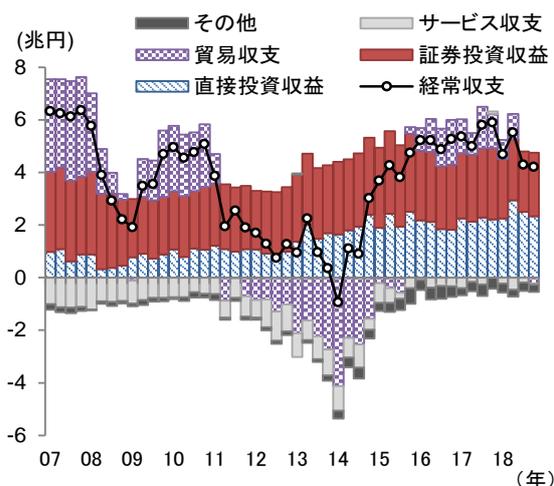
図表1 金融収支



(注) 原系列。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

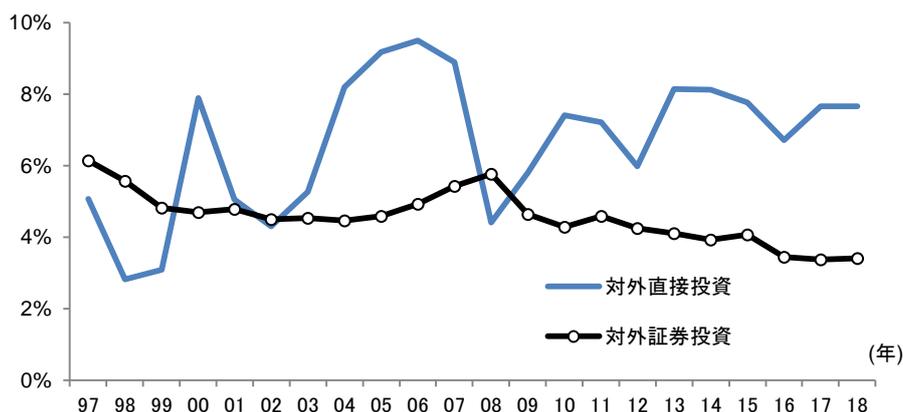
図表2 経常収支



(注) 季節調整済み。直近データは2018年第4四半期。

(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) / (前年末と当年末の対外投資残高の平均値) で算出。

2018年末の対外投資残高は未発表のため、2018年9月末の残高で代替。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

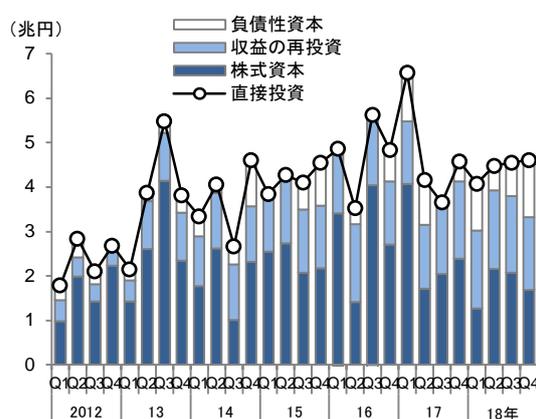
対外・対内直接投資：政府目標達成に向けて求められる国内のビジネス環境改善

対外直接投資は、今四半期に+4.6兆円と取得超が堅調に続いている（図表4）。ただし、2018

年全体での対外直接投資は+17.7兆円となり、現行統計で過去最高だった2017年（+18.9兆円）を下回る水準となっている。海外現地企業の留保利益を表す「収益の再投資」が+6.9兆円（2018年）となり現行統計で過去最高を更新する一方で、海外M&Aや海外企業への出資などを含む「株式資本」の水準が2017年から3.0兆円減少したことが背景にある。ただし、この減少は「株式資本」の回収額が大きく膨らんだことが寄与している。M&A助言会社のレコフによると、2018年に日本企業が携わった海外M&Aの件数・金額はいずれも前年比で増加しており、企業の海外投資を積極化している構図に変化はないと見られる。

地域別で2018年の対外直接投資動向を見ると、対外直接投資収益率が相対的に高いアジア向けの直接投資が+6.1兆円（2017年：+4.3兆円）と増加した一方、北米向けは+2.7兆円（2017年：+5.9兆円）と減少していることが分かる（図表5）。また、2018年は米中貿易摩擦や英国によるEU離脱問題など地政学的リスクが高まった1年と言えるが、中国や英国などからの直接投資の引き揚げを示唆する大きな変動は、国際収支統計からは見受けられなかった。

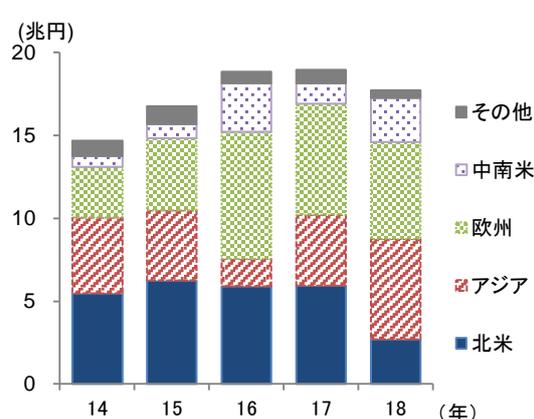
図表4：対外直接投資



（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（対日）直接投資は、今四半期に+0.5兆円の流入超となったものの、流入超の多くは「収益の再投資」で占められている（図表6）。また、財務省、日本銀行「対外資産負債の四半期推計」によると、2018年9月末時点の対内直接投資残高は初めて30兆円を突破し、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略－JAPAN is BACK－」において示されていた政府目標（2020年までに外国企業の対内直接投資残高を35兆円に拡大する）に近づいている。

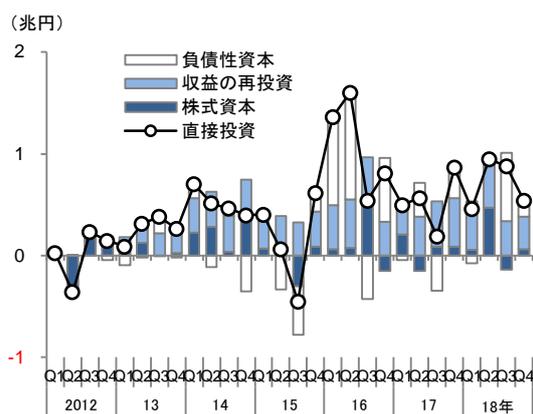
海外からの直接投資をさらに促す施策として、国内のビジネス環境の整備の必要性がしばしば指摘されるが、世界銀行が2018年10月に公表したビジネス環境ランキング¹では、世界39位となっており、2017年10月に公表された前回のランキング（34位）から順位を後退させている。政府の掲げる「2020年までに、先進国中3位以内」という成果目標の達成には依然距離がある状況である。特に、事業立ち上げ(Starting a business)のしやすさや納税(Paying taxes)

¹ World Bank (2018), *Doing Business 2019*, World Bank Group.

が世界 90 位台と改善の余地が大きいように思われる。

一方で、主要国・地域の対内直接投資収益率（2017 年）を見ると、すでに日本に投資されている残高からの収益率は 14%と他国と比べても非常に高い水準にある（図表 7）。このように、高い収益率が見込まれるのであれば、先に見たような日本のビジネス環境が改善に向かうと、外国企業の対内直接投資もより活発化する可能性があるだろう。

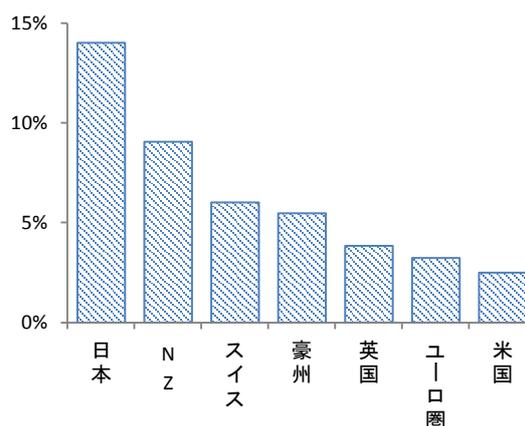
図表 6：対内直接投資



(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：主要国・地域 対内直接投資収益率



(注) 推計方法は図表 3 の注釈を参照。2017 年。

(出所) IMF より大和総研作成

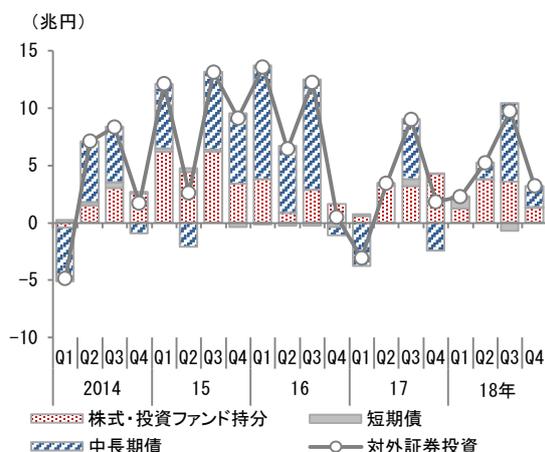
対外・対内証券投資

国内居住者による対外証券投資は今四半期+3.2兆円の取得超となった。内訳を見ると、中長期債が+1.9兆円、株式・投資ファンド持分が+1.3兆円の取得超となっている（図表 8）。ただし、取得超幅はいずれも前四半期から縮小している。

株式・投資ファンド持分は投資信託委託会社等の取得超幅が前四半期から 1.7 兆円縮小したことを受け、全体の取得超幅が縮小している（図表 9）。中長期債は、取得超幅が前四半期から 5.0 兆円縮小した（図表 10）。これは銀行等（銀行勘定）と生命保険会社が大幅な取得超から処分超に転じたことによる。地域別に見ると、欧州の中長期債への投資が 7 四半期ぶりに処分超となっており、特にフランスの中長期債の処分量が増加した。

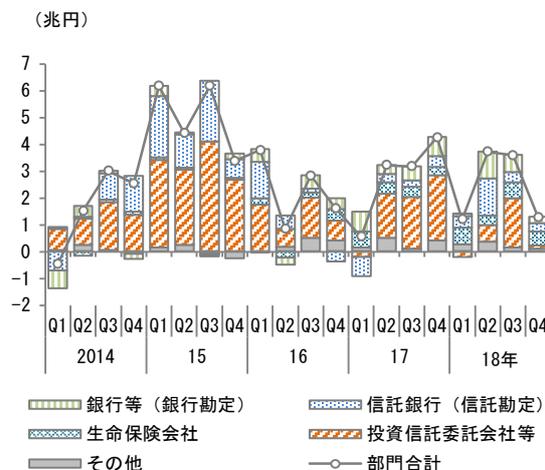
欧州の中長期債が処分超となった背景には、債券利回りの低下とユーロ調達コストの上昇があると考えられる（図表 11~13）。2018 年初頭から、極めて低いユーロ調達コストを背景に、ドル調達コストの上昇によって利益をあげにくくなった米国債から、欧州債へ投資先がシフトする傾向が見られた。しかし、欧州債の金利が徐々に低下し、ユーロ調達コストがじりじりと上昇する中、欧州債から資金が流出している様子が見られる。ドイツ債やフランス債等は利回りが低下しつつあるため、保有していた債券を売って利益を確定する一方、ユーロ調達コストの上昇を背景に新たに取得する額を減らしている可能性がある。一方、米国向けの中長期債は 2 四半期連続の取得超となっている。

図表 8 対外証券投資



(注) 原系列。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 9 部門別 対外証券投資
(株式・投資ファンド持分)

(注) 原系列。

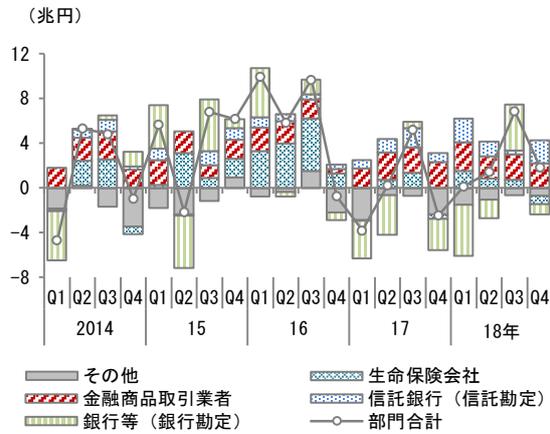
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

海外居住者から国内証券への投資動向を表す対内証券投資は、今四半期+9.8兆円の流入超であり、内訳を見ると短期債が+2.5兆円、中長期債が+6.6兆円の流入超となっている(図表14)。中長期債の流入超幅は、現行統計(1996年以降)において最大である。

短期債、中長期債が大幅な流入超となった要因としては、10月・12月の世界的な株価下落やドル調達コストの上昇(ドル投円転コストの低下)などを背景に、ドルを保有する海外投資家が、低利で調達した円を日本国債へ投資することにより、為替リスクをとらずに、米国債並み、あるいはそれ以上の運用収益を得ようとする動きが強まった可能性が考えられる(図表15)。地域別に見ると、短期債、中長期債ともに英国を通じた資金の流入が最も多い。

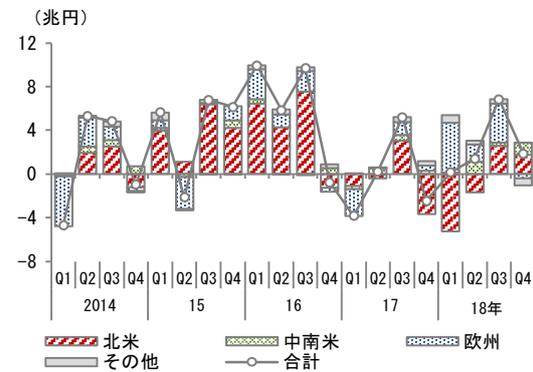
2019年1月4日にFRBのパウエル議長が、将来の利上げやバランスシートの縮小について経済動向を注視し柔軟に対応するとの発言を行ったことを背景に、新興国の株式市場に資金流入が起こるなど、資金フローに変化が生じている。日本でも海外投資家による日本株式投資は、2018年10月以降資金の純流出が続いていたが、2019年1月第1週以降先物がプラスに転じ、第3週には先物・現物の合計もプラスとなっている(図表16)。今後も資金フローの動向に注視が必要であろう。

図表 10 部門別 対外証券投資
(中長期債)



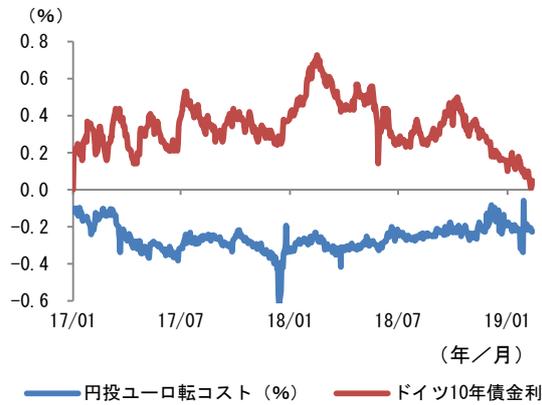
(注) 原系列。
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 11 地域別 対外証券投資
(中長期債)



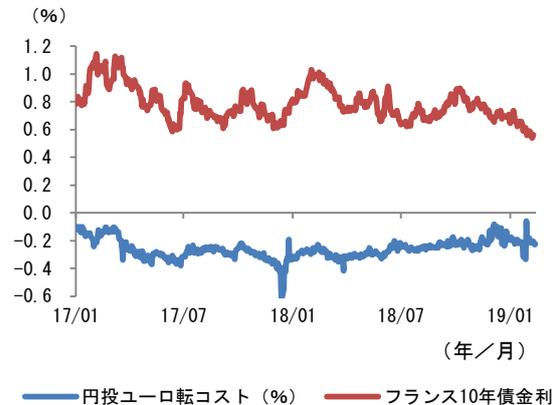
(注) 原系列。
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 12 ユーロ調達コストとドイツ 10 年債金利



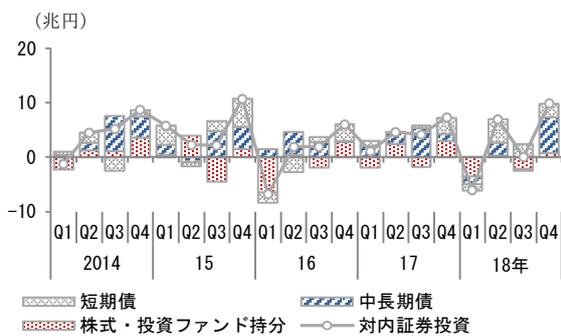
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 13 ユーロ調達コストとフランス 10 年債金利



(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 14 対内証券投資



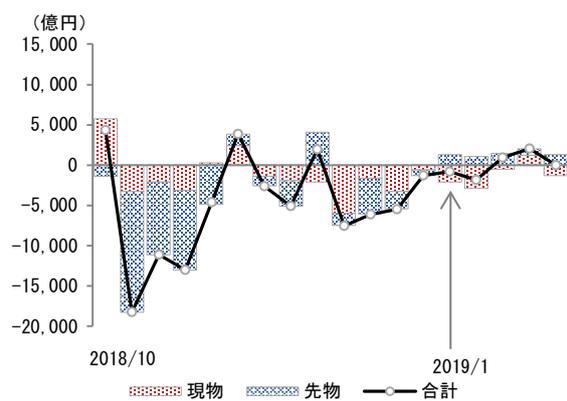
(注) 原系列。
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 15 ドル投円転コストと短期金利



(注) 直近値は 2019 年 2 月 1 日。
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 16 海外投資家の日本株への投資動向



(注1) 週次データ。直近値は2019年2月第1週。

(注2) 東証、名証の一・二部、大阪取引所を対象とする。

(出所) 日本取引所グループより大和総研作成