

テーマ：経常赤字国から学ぶ対外資産の運用

発表日：2012年7月27日(金)

～資産の収益性の向上と為替の安定化が課題～

第一生命経済研究所 経済調査部

副主任エコノミスト 鈴木 将之 (03-5221-4547)

(要旨)

- 日本は2011年に貿易赤字になったものの、所得収支の黒字によって経常黒字が維持された。しかし、経常黒字幅の縮小によって対外純資産や経常収支の先行きには以前よりも不透明感が高まっている。また、資源エネルギーを輸入せざるを得ない状況を踏まえると、購入資金の確保のためにも経常黒字は重要だ。国際収支の発展段階説によると、日本が成熟した債権国へ進む過程において、所得収支の源泉である対外資産の運用の巧拙の影響度が高まる。
- 経常赤字国の米国では、2000年代の累増する経常赤字に比べて対外負債超過額は対GDP比で横ばいだった。その理由として、対外資産の時価評価額の上昇やキャピタルゲインなどがあげられる。同じく経常赤字国の英国で対外負債超過額が圧縮された理由には、ポンド安など為替要因や、金融危機後に国内外の債務相殺や負債の再整理がある。対外純資産の維持のためには対外資産の価値向上や為替レートの安定が大きく影響する。日本では経常黒字額に比べて対外資産の増加が小さい。この背景には円高による資産の目減りと対外資産の収益性が相対的に低いことがあった。
- 以上のマクロレベルの比較から、対外資産の価値の向上が重要であり、そのためには収益性を高める取り組みも必要である。投資収益の源泉が米英欧では主に収益と費用の差、日本では資産と負債の規模の差という相違がみられる。また、証券投資の構成において米英欧では債券が株式の約2倍に対して、日本は4倍と債券に偏っている。また、日本の直接・証券投資残高を地域別にみると、アジアへの直接投資が増えてきたとはいえ、北米・EU向けへの偏りがある。
- 為替レートの安定化と対外資産の価値や収益性が今後の対外純資産の動向の鍵を握る。まず、為替レートについては、過度な振れの是正が重要な政策であることが、対外純資産の変動からも改めて確認できる。また、最対外資産の収益性向上のためには、投資資産の見直しも重要だ。国内では1%を下回る長期金利など資金調達コストの低さを追い風に、海外投資を促進することが課題だろう。特に、高い収益性を目指してリスクをとり、アジアなどへの直接投資など積極的な投資戦略の促進が重要だと考えられる。

○貿易赤字に転落

2011年に、天然ガスなどの輸入増と東日本大震災などによる輸出減によって、日本の貿易収支は赤字になった。しかし、豊富な対外資産を背景とした所得収支によって、経常黒字は維持された。黒字が維持されたといっても、貿易赤字によって経常黒字が圧迫されることで、対外純資産や経常収支の先行きには以前よりも不透明感が高まっている。また、日本は資源国ではないため、資源エネルギーを輸入せざるを得ない状況を踏まえると、それらの購入資金の確保のためにも経常黒字の維持は重要だ。そこで、今後の経常黒字を確保する上で所得収支が鍵を握る中、所

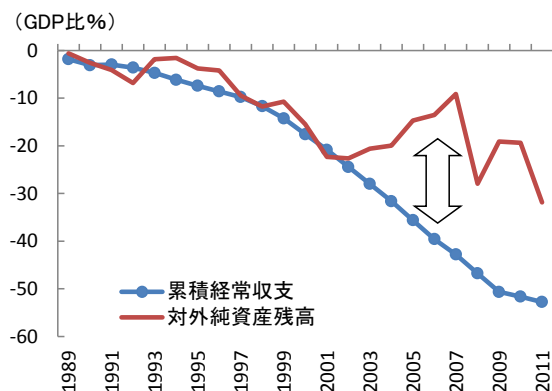
得収支の源泉の1つである対外資産に焦点をあて、日本よりいち早く経常赤字になった国（米英欧）と日本の現状を比較することで、今後の課題について考える。

○経常赤字国の米英欧の対外純資産

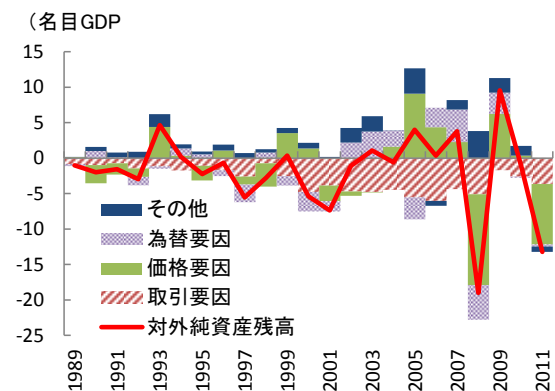
まず、経済赤字国である米国について、経常収支の累積（累積経常収支）と対外純資産残高を比較した。2000年代までは累積する経常赤字と歩調を合わせて、対外負債が拡大していた（資料1左図）。しかし、2000年代以降では経常赤字が累増する一方で、対外負債超過は横ばい圏内にあり、双方の動きに乖離がみられるようになった。

この背景を探るために、対外純資産残高の増減（前年差）を要因分解すると、米国が保有する対外資産の時価評価額の上昇（価格要因）や、直接投資のキャピタルゲイン増加（その他要因）に加え、為替要因などによって、累積する経常赤字に比べて負債の増加が抑制されたことが確認できる（資料1右図）。つまり、累積する経常赤字（取引要因）を打ち消す効果の方が大きかったため、GDP比でみた負債超過額が2000年代に横ばいになったといえる。

資料1 米国の対外純資産残高
＜累積経常収支と対外純資産残高＞



＜対外純資産残高増減の要因分解＞



（出所）BEA, *U.S. International Transactions Accounts Data, International Investment Position* から作成

（注）取引要因：居住者・非居住者間の金融資産・負債の取引による増減であり、国際収支上では資本収支と外貨準備の増減に対応、価格要因：社債や国債の時価の変動等による変化分、為替要因：名目為替レートでの再評価による外国通貨建ての資産や負債の利益・損失の発生等による変化分、その他：カバレッジの変化や直接投資のキャピタルゲイン・ロス、その他資産や負債の評価損益等による変化分を表す。

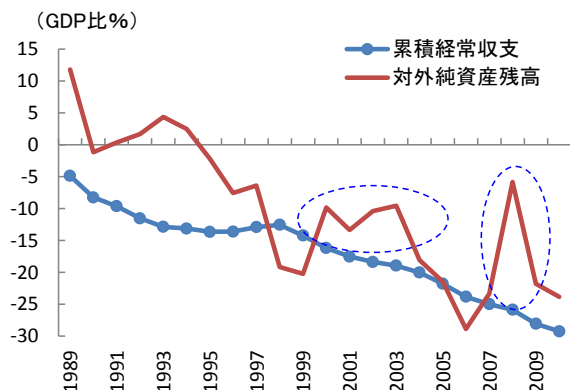
つぎに、主要な経常赤字国である英国に焦点をあてると、累積経常赤字の増加に比べて対外純資産残高の大きな振れがみられる（資料2左図）。また、経常赤字にもかかわらず、負債超過が縮小する年もみられるなど、双方の動きに大きな相違がみられる。

対外純資産増減（前年差）を要因分解すると、英国でも資本収支や外貨準備増減などの取引要因よりも、為替要因やその他要因の影響が大きい（資料2右図）¹。2008年以降の負債超過が圧縮された背景には、ポンド安という為替要因がある。EU域内国や米国などが主に英国の政府債務（国債など）を保有しており、英国の債務構造はドルとユーロの変動の影響を受けやすいためだ。また、価格要因では2002～07年の株式市場の時価評価の上昇とその後の下落の影響が大きい

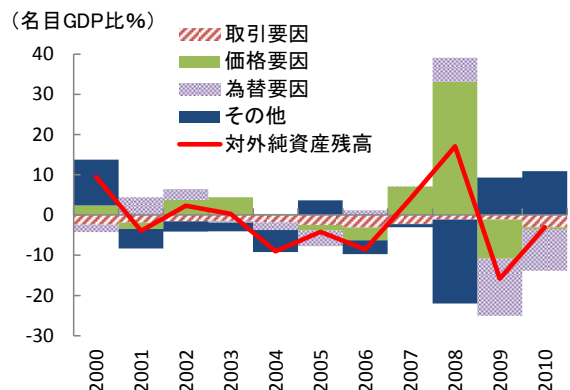
¹ 英国については Whittard, D., (2012), “The UK’s external balance sheet – the international investment position (IIP)”, Office for National Statistics, 12 March 2012 で分析されている。詳しくは Whittard (2012) を参照。日本では、財務省の「本邦対外資産負債残高増減要因の概要」で試算されている。詳細は財務省 HP を参照。

かった。リーマンショック後の世界的な低迷期に、英国の金融市場は多大な影響を被り、国内外の債務相殺や負債の再整理など（その他要因）が行われたことが大きかった。

資料2 英国の対外純資産残高
＜累積経常収支と対外純資産残高＞



＜対外純資産残高増減の要因分解＞



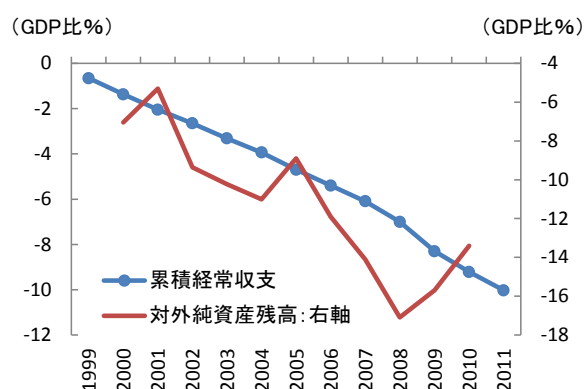
（出所）ONS, *The International Investment Position, Balance of Payments Statistics* から作成

（注）対外純資産残高の要因分解は 2000 年以降のため、価格要因、為替要因、その他と対外純資産残高の合計は累積経常収支に一致しない。

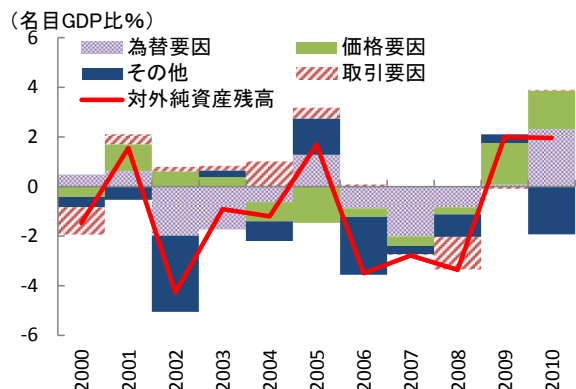
一方、ユーロ圏では、累積経常赤字の拡大とともに負債超過の拡大がみられる（資料3左図）。その中で、英国と同様に経常収支の赤字幅の拡大に対して、負債超過額が縮小する時期もみられる。対外純資産増減（前年差）を要因分解すると、英国同様に経常赤字による取引要因の影響は相対的に小さく、債権債務の時価評価の影響（価格評価）、キャピタルゲインやロスなどの影響（その他要因）や為替要因などの影響の方が大きくなっている（資料3右図）。

以上のように、経常赤字国の米英欧の対外純資産（ネットでは負債）をみると、経常赤字（取引要因）よりも、対外資産の価値向上（価格要因）や為替レート安定化（為替要因）などが、対外資産残高の維持に大きな役割を果たしていることが確認できる。

資料3 ユーロ圏の対外純資産残高
＜累積経常収支と対外純資産残高＞



＜対外純資産残高増減の要因分解＞



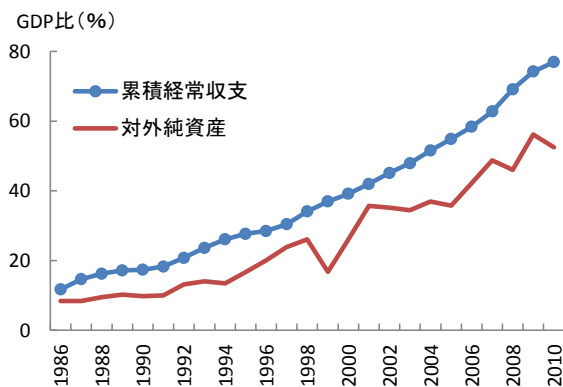
（出所）ECB, *Euro Area Balance of Payments and International Investment Position* から作成

○経常黒字国の日本の対外純資産

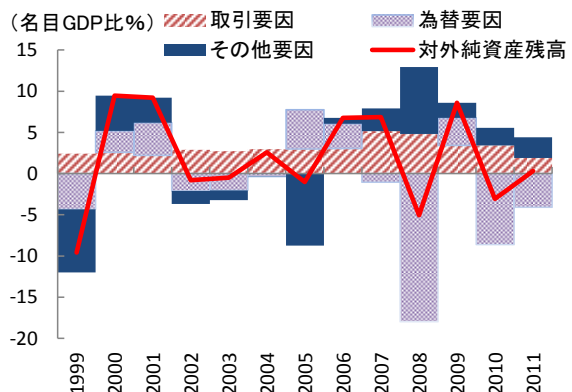
日本は米英欧とは異なり、貿易赤字に転落した 2011 年でも経常黒字を維持し、対外資産を積み増してきた。しかし、経常黒字の増加に対して、対外純資産がそれほど増加していないことが日本の課題の 1 つといえる（資料 4 左図）。

その背景を探るために、対外純資産残高の増減を要因分解すると、為替変動による資産の目減りが大きいことが確認できる（資料 4 右図）。特に、2008 年から 2011 年にかけて 3 割近く円高が進んだことに起因する対外資産の目減りの影響が大きい。長期的にみて、為替レートが円高基調であることから、対外純資産には常に下押し圧力がかかり続けている。そのため、対外資産の価値を維持する観点に立つと、為替レートの短期的な騰落を緩和することが重要な課題といえる。また、対外資産の変動の中で 2010～11 年に株価上昇や証券価格の上昇（金利の低下）など、その他要因が資産残高を押し上げたことが注目される。日本の対外純資産残高からも、経常収支に起因する取引要因とともに、為替要因や資産価値の向上が重要だといえる。

資料 4 日本の対外純資産残高
＜累積経常収支と対外純資産残高＞



＜対外純資産残高増減の要因分解＞



（出所）財務省・日本銀行『国際収支統計』『本邦対外資産負債残高』から作成

（注 1）取引要因：居住者・非居住者間の金融資産・負債の取引による増減（資本収支と外貨準備増減）、為替要因：為替変動による円建て評価額の増減、その他要因：株価変動など取引や為替変動以外による増減に分類。

（注 2）対外純資産残高の要因分解は 1999 年以降のため、価格要因、為替要因、その他と対外純資産残高の合計は累積経常収支に一致しない。

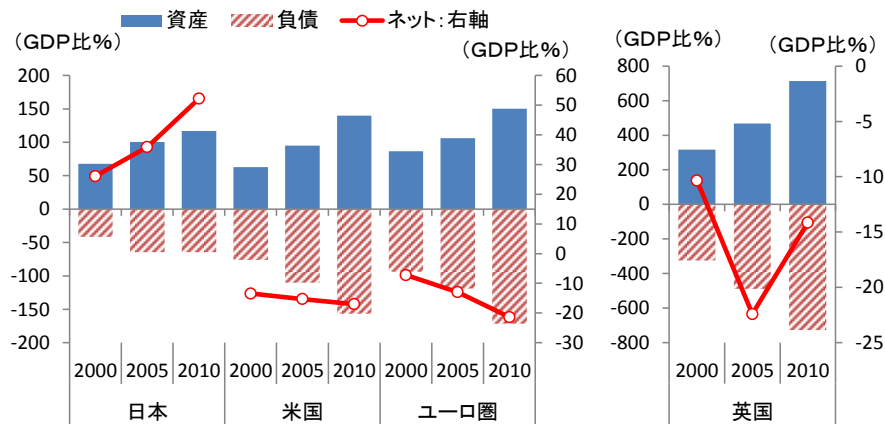
○対外資産の収益性向上の鍵は何か

以上の比較から、国際収支の発展段階説によると、成熟した債権国へ進む過程において、日本にとって対外資産の価値の向上が重要であり、そのためには収益性を高める必要がある。そこで、対外資産の収益性を高めるために、何が鍵になるのか確認しておこう。

まず、対外資産・負債残高（2010 年）に注目すると、日本は経常収支の黒字を反映して、GDP 比でみた対外資産残高（117.0%）に対して対外負債残高（64.8%）は半分程度の規模である。ネット（＝対外資産残高－対外負債残高）では 52.2%と日本は金額でも世界最大の対外純資産国になっている（資料 5）。これは、経常赤字国である米国（GDP 比ネット▲17.0%）、英国（同▲14.1%）、ユーロ圏（同▲21.4%）が対外負債残高を拡大させている様子とは対照的だ。しかし、日本の資産残高（GDP 比）は 117.0%であり、これは米国（139.7%）、英国ス（714.7%）、ユーロ圏（150.3%）に見劣りする規模だ。つまり、日本は経常黒字であっても、これらの国ほど対外資産を増やせなかった一方、米英欧は資産・負債残高を両建てで拡大させてきたといえる。

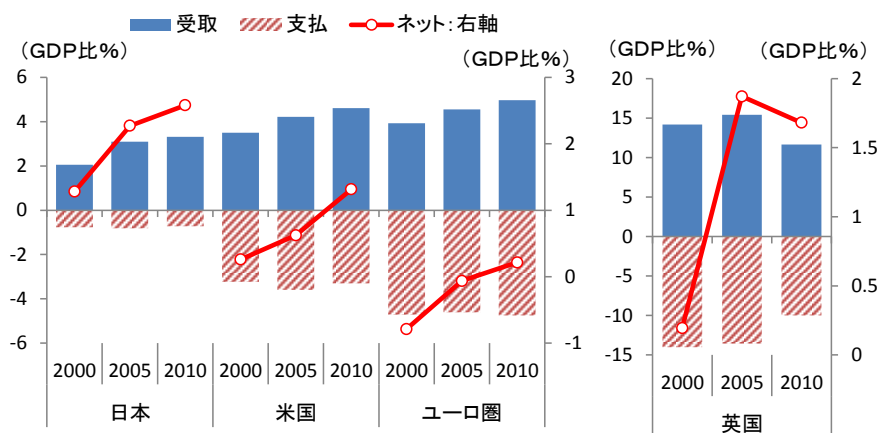
また、GDP に対する投資収支（2010 年）では、日本と米英欧ではより顕著な相違がみられる。日本は 2.6% と米国（1.3%）、英国（1.7%）、ユーロ圏（0.2%）よりも黒字は大きい（資料 6）。その内訳から日本の黒字幅が大きい理由は、受取（3.3%）に対して支払（0.7%）が極端に少ないためだ。他国は対外資産・負債残高を反映して、受取に対して支払の規模が大きい。しかし、負債残高の方が多いいにもかかわらず、米英欧は収益を確保していることが特徴的だ。

資料 5 対外資産・負債残高（GDP 比）



（出所）BEA、ONS、ECB、財務省、日本銀行資料（資料 1 ～ 4 出所参照）から作成

資料 6 投資収益（GDP 比）

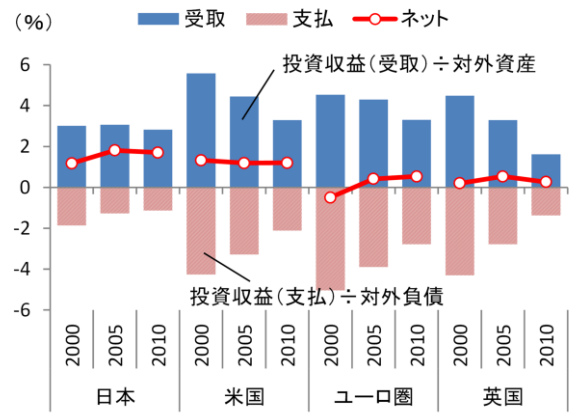


（出所）BEA、ONS、ECB、財務省、日本銀行資料（資料 1 ～ 4 出所参照）から作成

上記の投資収益と対外資産・負債から計算した対外資産の投資収益率をみると、日本は 2.8% と、英国（1.6%）を上回ったものの、米国（3.3%）やユーロ圏（3.3%）を下回る結果となった（資料 7）。これより、米英欧は負債残高の方が多いいにもかかわらず、ネットで投資収支の黒字を確保するほど収益性が高い。つまり、海外投資の収益力には大きな相違がある。投資収益の源泉が米英欧では主に収益と費用の差という収益性による一方、日本では資産と負債の規模の差によるという相違だ。米英欧などの経常赤字国では海外から低コストで資金を集め、相対的に高収益の海外に投資し、残高では負債が多くとも所得収支の黒字を確保していると言える。

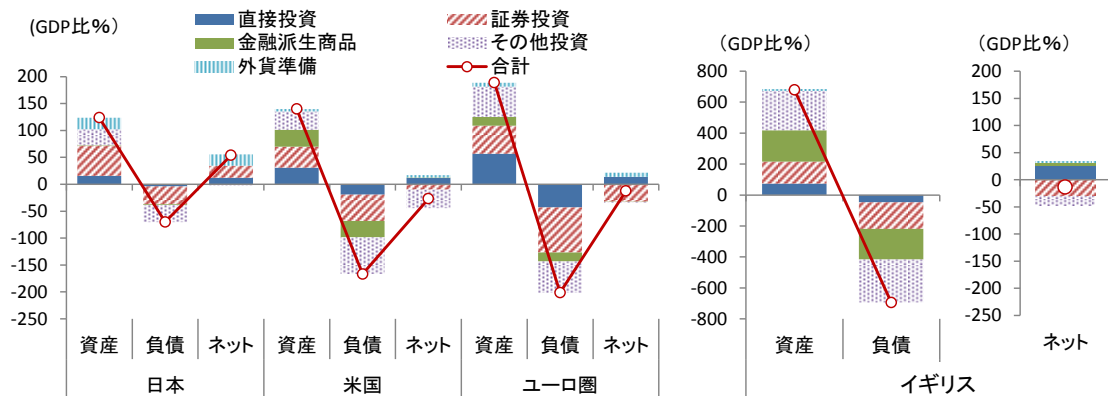
収益性の相違は対外資産・負債の構成に起因していると考えられる。そこで、対外資産・負債構成をみると、GDP比でみた純証券投資残高（＝対外証券投資残高－対内証券投資残高）では、日本は 22.3%と外国株式や外国債券などを持つ一方で、米国（▲9.7%）、英国（▲30.5%）、ユーロ圏（▲32.0%）では海外投資家に自国株式や債券などが保有されている（資料 8、9）。また、GDP比でみた日本の純直接投資残高（＝対外直接投資残高－対内直接投資残高）は 12.2%と、英国（26.3%）の半分以下にすぎないものの、米国（11.7%）、ユーロ圏（14.2%）と遜色ない水準である。しかし、これは、日本への対内直接投資が 3.7%と小さいためであり、対外直接投資残高では、米国（31.0%）、ユーロ圏（57.2%）、英国（73.7%）に比べて、日本は 15.9%と出遅れが目立っている。

資料 7 対外資産の投資収益率



（出所）BEA、ONS、ECB、財務省、日本銀行資料（資料 1～4 出所参照）から作成

資料 8 対外資産・負債残高の構成 (GDP 比)

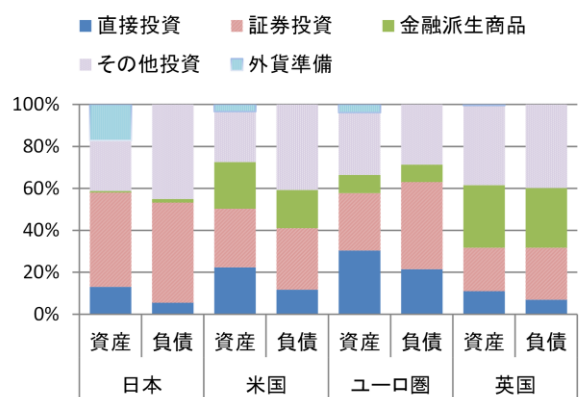


（出所）BEA、ONS、ECB、財務省、日本銀行資料（資料 1～4 出所参照）から作成

さらに、対外証券投資資産の内訳をみると、日本は株式が GDP 比で 11.0%と、米国（12.1%）並みであるものの、英国（50.8%）、ユーロ圏（51.8%）からかなり見劣りする（資料 10）。それに対して債券では米国（28.6%）、ユーロ圏（33.2%）を日本（44.8%）は大きく上回る。株式と債券を比べると、日本は株式の 4 倍の債券を保有しており、米国（2.4 倍）、英国（1.8 倍）やユーロ圏（1.8 倍）と比べると、債券に偏った資産構成になっている。

また、日本の直接・証券投資の地域別残高をみると、欧米への資産が偏っている構図も

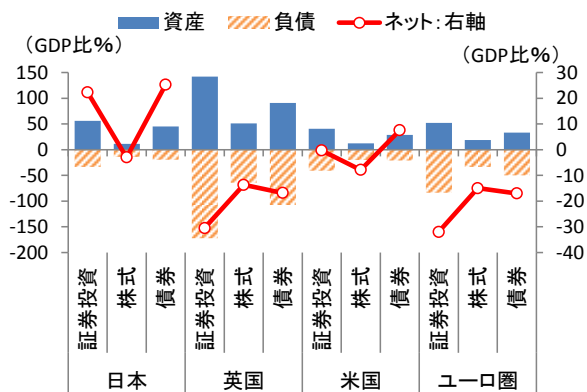
資料 9 対外資産・負債残高の構成比



（出所）BEA、ONS、ECB、財務省、日本銀行資料（資料 1～4 出所参照）から作成

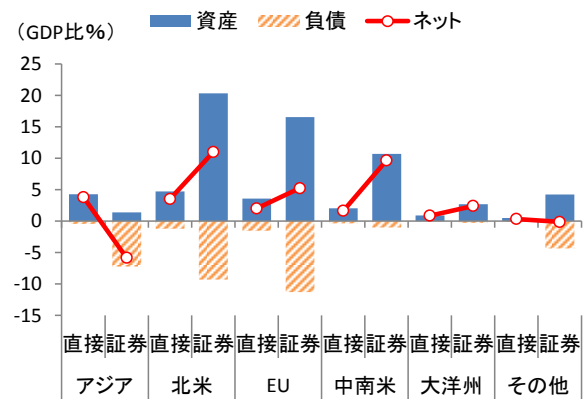
確認できる（資料 11）。アジアへの直接投資は GDP 比で 4.3%と EU 向け 3.6%を超えたものの、北米向け 4.7%と同じ程度であり、拡大の余地は大きいだろう。また証券投資はアジアの金融市場が発展途上であることを踏まえる必要はあるものの、北米向け 20.3%、EU 向け 16.5%に比べると、アジア向けは 1.4%にとどまっている。『海外事業活動基本調査』（経済産業省）によると、現地法人の売上高・経常利益率（2010 年度）もアジアは 6.0%と北米 3.3%、EU 3.4%を上回っていることから、アジアへの投資が収益性の上でも重要といえる。

資料 10 対外証券投資残高の内訳（GDP 比）



（出所）BEA、ONS、ECB、財務省、日本銀行資料
（資料 1～4 出所参照）から作成

資料 11 日本の直接・証券投資の地域別残高



（出所）財務省・日本銀行『国際収支統計』

以上の比較から、マクロレベルでの対外資産の収益性の改善と為替の安定化が今後の課題としてあげられる。まず、為替レートについては、日本の円は長期的にみて増価基調にあるため、為替要因によって対外資産は下押し圧力を受け続ける。しかし、その変動幅がここ数年にみられるような大幅な増価でなく、緩やかな変化であればそれほど大きな問題にはならない。そのため、欧州債務危機など外的な要因があるものの、為替レートの過度な振れの是正が重要な政策であることが、対外純資産の変動からも改めて確認できる。

その上で、最も重要な要素として、対外資産の収益性を高め、対外資産の価値を向上させるために、対外資産構成の見直す余地がある。国内では 1%を下回る長期金利など資金調達コストの低さを追い風に、海外投資を促進することが課題だろう。特に、以上で確認したように、高い収益性を目指してリスクをとり、アジアなどへの直接投資など積極的な投資戦略の促進が重要だと考えられる。

<参考文献>

Whittard, D., (2012), “The UK’s external balance sheet – the international investment position (IIP)”, Office for National Statistics, 12 March 2012