

経常収支・もうひとつの構造変化

発表日：2014年10月15日（水）

～「第一次所得収支」も増えにくくなっている～

 第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 エコノミスト 星野 卓也
 TEL:03-5221-4547

（要旨）

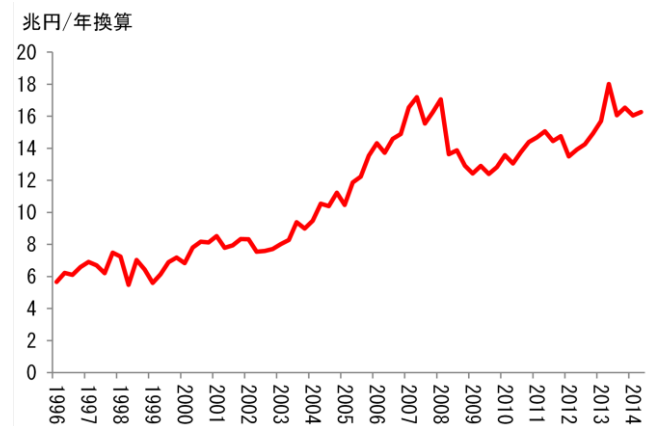
- 日本の経常収支が黒字を維持している背景には、投資による収益である多額の第一次所得収支黒字の下支えがある。しかし、これが今後も黒字拡大トレンドを続けるかどうかは定かではない。
- 2000年代には、海外経済の急拡大と通貨安に支えられ、日本の経常収支は大幅な黒字を計上していた。そして国の“金余り”にあたる経常収支は対外投資に回り、対外投資は将来の第一次所得収支の黒字拡大をもたらし、経常収支の黒字拡大要因となる。この“経常黒字が経常黒字を生む”経路を通じて、第一次所得収支は2000年代に着実な黒字拡大が続いた。
- 震災後に経常黒字が急縮小する中、2012年・13年も第一次所得収支が黒字拡大を続けたのは円安によるところが大きい。これまでの「経常収支増→対外純資産増」の循環が弱まる中で、為替や市場環境に起因する部分を除いた構造的な第一次所得収支の拡大ペースは弱まっていると考えるのが妥当である。
- 対外純資産の伸びに限られる中でも、第一次所得収支黒字を拡大する方法はある。対内投資によって国内に流入したマネーをより高い収益率で対外投資することで、第一次所得収支の黒字を拡大していくことは可能だ。米英のように対外純負債を抱えながら、第一次所得収支を黒字にしてきた国もある。他国に比べて対内投資が少ない日本にとって第一の課題は対内投資の促進であり、日本を魅力的な投資対象に変えていくことである。

○第一次所得収支は磐石か？

第一次所得収支黒字の増加ペースが鈍っている（資料1）。2014年4－6月期までの第一次所得収支の推移をみると、2013年夏場以降はほぼ横ばいの状態だ。

頻繁に述べられるように、日本が貿易赤字を抱えながらも経常収支が黒字であるのは、投資から得られる第一次所得収支が多額の黒字を計上しているためである。近年、経常収支が赤字に迫ったこともあってその動向に注目が集まっているが、その際に語られるのはここ数年赤字の急拡大がみられる貿易収支が中心だ。第一次所得収支については、「大幅な黒字を維持」、ないしは「黒字の拡大傾向が続く」と評されることが殆どで、その黒字が減じる可能性を指摘されることは少ない。本稿ではまず、改めて第一次所得収支を左右する要因を整理する。そして、足

資料1. 第一次所得収支（季節調整値）



（出所）財務省・日本銀行「国際収支統計」

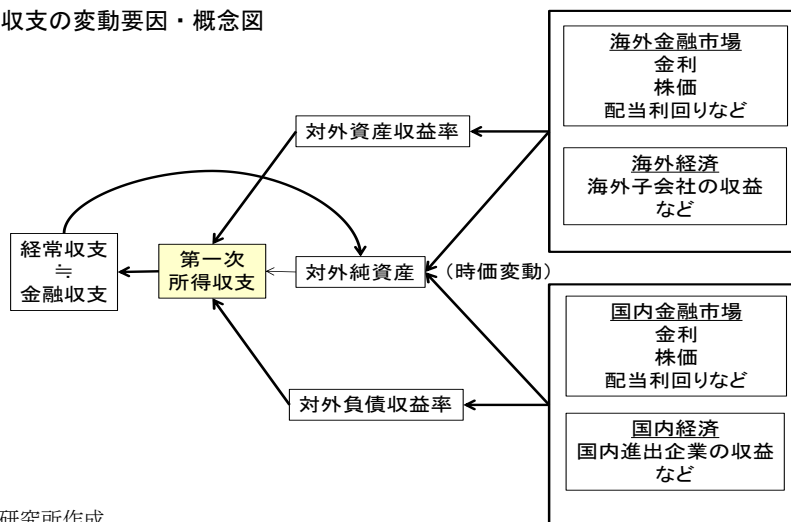
もとで第一次所得収支の黒字が伸び悩んでいる背景のひとつとして、対外純資産の伸び鈍化を指摘する。さらに、対外純資産の伸びが弱まるなかでも第一次所得収支の黒字を拡大していく方策を検証したうえで、最後に日本の目指すべき「投資立国」の姿を述べることにする。

○「経常黒字が経常黒字を生む」循環が弱まっている

第一次所得収支の動向がどういった要因に左右されるのかを整理したい。第一次所得収支の受取側は、対外資産×対外資産の収益率、支払側は対外負債×対外負債の負担率で決定、受取一支払で収支が決まる。この収益率や対外資産・負債の額は国内外の経済・市場情勢に依る。また、一国の金余りにあたる経常収支は、対外純資産の増減をもたらす（資料2）。

日本の第一次所得収支黒字は、巨額の対外純資産によってもたらされている側面が大きい。この巨額の対外純資産は、長年に亘る経常黒字（金余り）の累積である。その対外資産から得られる配当や金利収入などが将来の第一次所得収支として還流、第一次所得収支や貿易収支などの合算額である経常収支の黒字が拡大してきた（次頁、資料3）。

資料2. 第一次所得収支の変動要因・概念図



(出所) 第一生命経済研究所作成

問題はここからだ。足もとの経常収支は赤字にこそなっていないものの、輸出の伸び悩み、海外製品の輸入増加などを背景とした貿易収支の大幅赤字が定着したことで、その黒字額を大幅に縮小している。この含意は、これまで毎年対外純資産増加の原資となっていた経常黒字が減じていく、つまり対外純資産の増加ペース鈍化である。資料4は、対外純資産の増減を要因分解したものだが、経常黒字にもとづく対外資産の増加（対外負債の減少）を示す「取引要因」の押し上げが減衰、2013年度にはマイナスに転じていることが分かる¹。貿易赤字の大幅な縮小は見込みにくい中で、今後も経常黒字は低位での推移が見込まれる。こうなれば、第一次所得収支も増え難くなっていく可能性が高いのである。

もちろん、短期的に第一次所得収支は海外経済・マーケットの動向に応じて決定する側面も大きい。目先については、8月半ばから10月初頭にかけてドル円相場が円安方向で推移しており、これが第一次所得収支の黒字を拡大させる要因になる。2014年度も第一次所得収支は拡大することになる可能性は十分にありそう。しかし、こうした通貨安を背景とした第一次所得収支の黒字拡大は、その裏で進む対外純資産の増加ペース

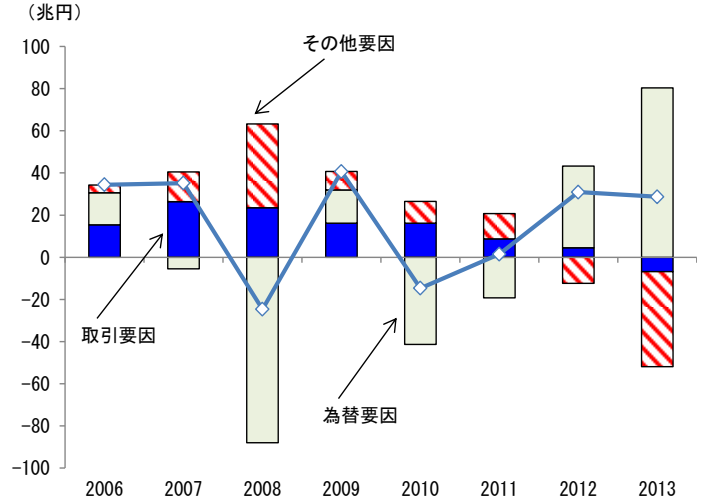
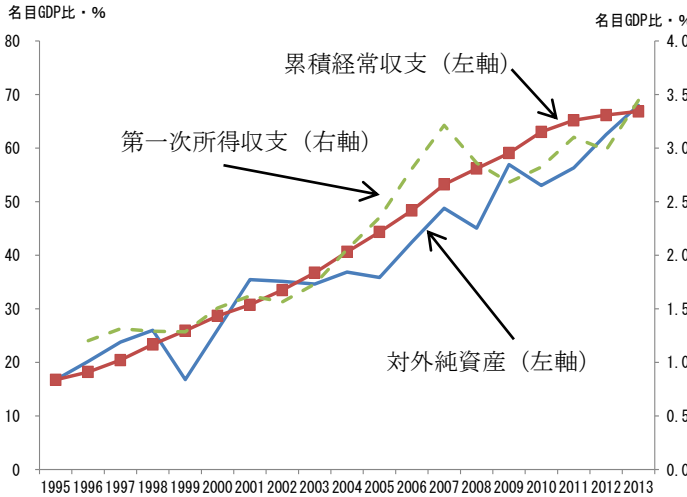
¹ 正確には経常黒字の累積がそのまま対外純資産になる訳ではない。経常収支+資本移転等収支+誤差脱漏=金融収支であり、経常収支から資本移転や統計上の誤差脱漏の影響を控除した部分が、金融収支として対外純資産の増減をもたらす。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

鈍化という中長期的な要因を見えにくくしている。仮に、貿易赤字が更に拡大することで経常収支が赤字化した場合、対外純資産には減少圧力が掛かってくる。対外純資産そのものの拡大を第一次所得収支拡大の主軸としている日本の場合、これに伴って第一次所得収支に黒字縮小圧力が掛かり始めると考えられる。これまでは“経常黒字が経常黒字を生む”サイクルがあったが、これが逆回転をはじめることになる。

資料3. 累積経常収支と対外純資産額、第一次所得収支（暦年）

資料4. 日本の対外純資産（暦年末値の前年差）



（出所）財務省「国際収支統計」

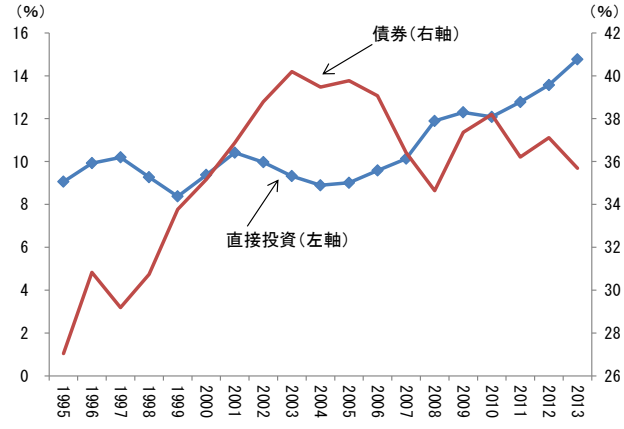
（出所）日本銀行資料より作成。

（注）累積経常収支は、1995年の対外純資産額を起点とした累積値。

○経常黒字でなくとも第一次所得収支黒字を増やす方法

それでは、今後対外純資産の伸び悩みの中で、第一次所得収支の黒字拡大が止まることは避けられないのだろうか。答えはノーだ。黒字を拡大するための方策は大きく2つある。1つは対外資産の収益率を高めていくことであり、収益率の高い資産に投資を振り向けていくことだ。特に、近年の対外直接投資の積極化はその趣旨に沿うものといえる。足もとの対外資産の動向をみると、収益率の低い債券投資のウェイトが低下する一方で、直接投資資産額が上昇していることがわかる（資料5）。こうした動きは、基本的に第一次所得収支の黒字を拡大する方向に作用する。

資料5. 各種資産が対外資産総額に占める割合

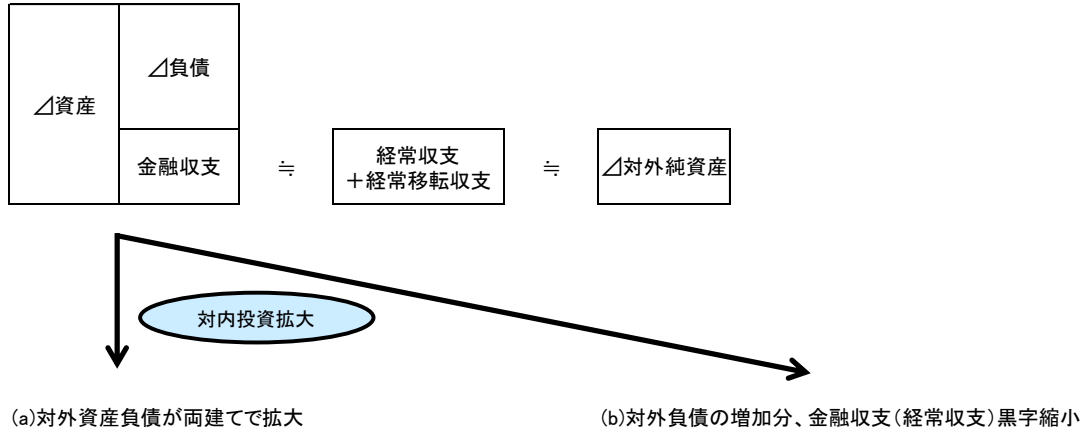


（出所）財務省「対外資産負債残高」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

またもうひとつ、黒字拡大のアプローチ方法として、対内投資（対外負債）の拡大がある。対内投資が増えればその分支払い配当や利子が増え、第一次所得収支の黒字縮小要因になると考えられることがあるが、そのように一面的に理解すべきではない。対内投資の資金流入分を対外投資に還流させ、資産収益率 > 負債負担率の状況が実現できれば、対外資産・負債の双方の拡大によって第一次所得収支の黒字額は増加する²（資料6(a)、資料7）。

資料6. 対内投資増による資金フロー

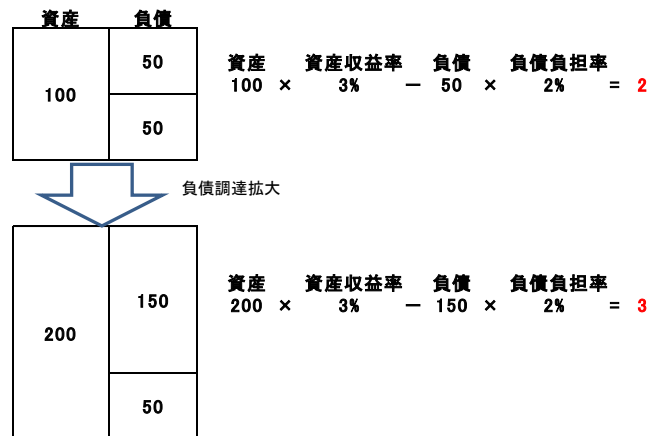


- ・対外資産・負債が両建てで拡大
- ・対内投資の流入分、対外投資に資金が回る
- ・金融収支(経常収支)は不変

- ・対外負債のみが拡大
- ・対内投資の流入分、海外のモノ・サービスを購入OR利子・配当などを支払
- ・金融収支(経常収支)黒字が縮小

(出所) 第一生命経済研究所作成

資料7. 対外資産負債を両建てで拡大すれば第一次所得収支の黒字は拡大（数値例。資産収益率 > 負債負担率の場合）



(出所) 第一生命経済研究所作成

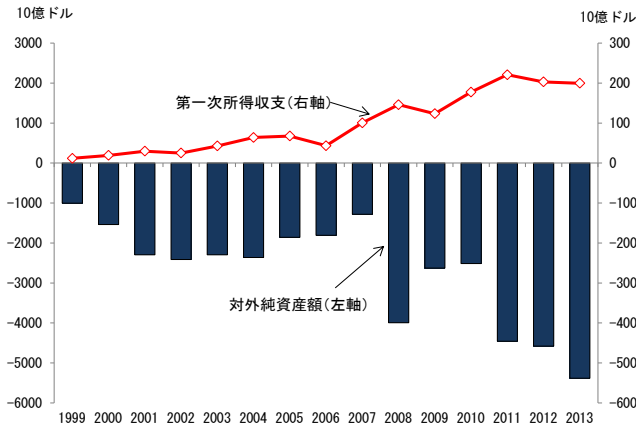
² 対内投資の拡大が単純な対外負債増加（＝第一次所得収支黒字縮小要因）となるのは、対内投資による資金流入分の海外部門への資金流出が生じる経常取引（経常黒字を小さくさせる取引）が発生した場合である（資料6の(b)の場合）。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

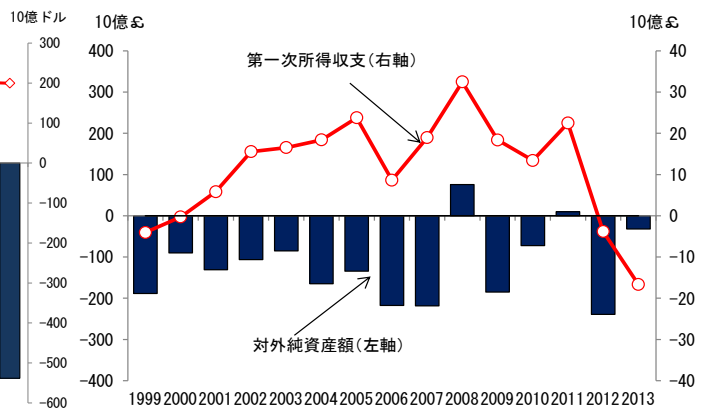
実際に米国や英国などは対外資産・負債の双方を拡大させ、対外投資で対内投資の負担率よりも高い利回りを得ることで、対外純債務国でありながら第一次所得収支の黒字を維持している（た）（資料8・9）。その一方で、日本の第一次所得収支拡大の原資は、貿易等による稼ぎで対外純資産自体を拡大してきたことであつた。ただ、日本は対外純資産国である一方で、資産・負債の水準感是他国に比べて共に小さいという特徴がある（資料10）。これは、日本の対外負債による資金調達（即ち対内投資額）が少ないことの裏返しだ。この対外投資の資金源の差異が日本との大きな違いである。

資料8. 米国の対外純資産額と第一次所得収支

資料9. 英国の対外純資産額と第一次所得収支

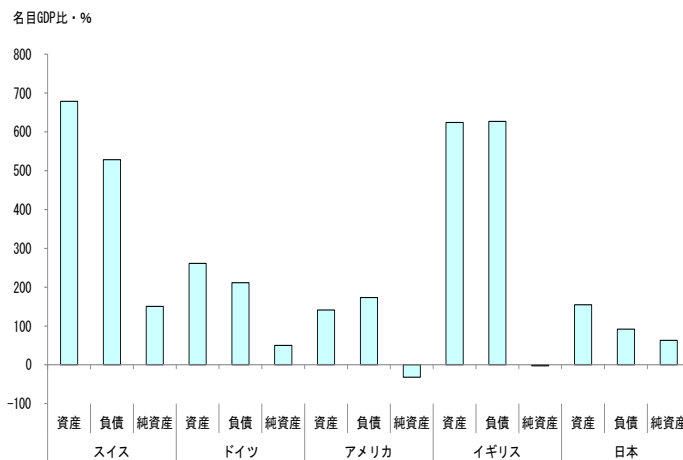


(出所) BEA 資料より作成。



(出所) ONS 資料より作成。

資料10. 対外資産・負債（名目 GDP 比）の国際比較（2013年）



(出所) IMF 「IFS」、World bank 「WDI」

○目指すべき「投資立国」の姿

安倍政権の成長戦略にも掲げられたGNI（国民総所得。概念としてはGDPと第一次所得収支の総和にあたる）の拡大を目指すうえで、第一次所得収支の動向は重要なファクターである。先に述べた第一次所得収支黒字拡大の2つの方策のうち、対外投資の収益率については直接投資増加によって高まっていく動きが既にみられている。対外純資産の伸びが鈍ることが予想される中で、今後求められることは対外投資・対内投資の双方を拡大させていく第一次所得収支黒字国への脱皮であろう。対内投資として流入したマネーをより高い収益率の対外投資に振り向けることで、より多くの第一次所得収支黒字とそれによるGNI拡大を実現することができる。なお、経常収支は本来的に黒字赤字で善し悪しが決まる性質のものではないが、財政

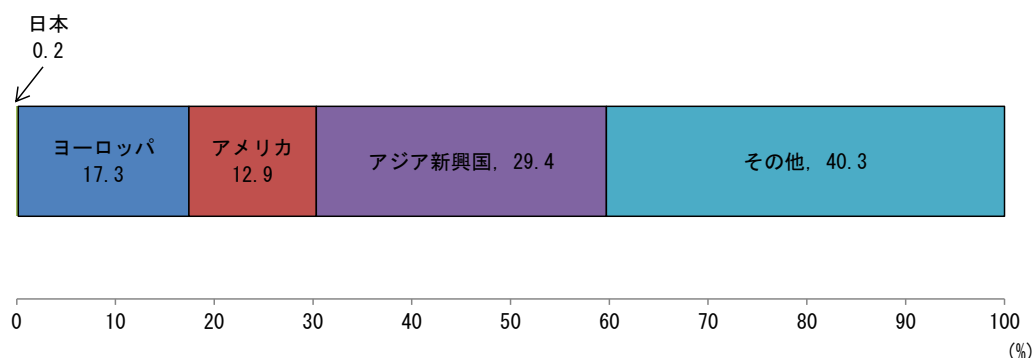
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

赤字が問題になっている日本にとって、経常収支が極端な赤字になることは「双子の赤字」を市場に強く意識させることになるが故に望ましくない面もある。経常収支の安定化のためにも、第一次所得収支の黒字拡大には意味がある。

そして、この「脱皮」に向けた第一の課題は少額にとどまっている日本への対内投資を拡大させることであろう。中でも少ないものが日本への対内「直接」投資である（資料 11）。この背景としては、人件費や税負担などビジネスコストの高さや、言語の問題、市場の閉鎖性などが指摘されており、日本に投資マネーが集まらない要因となっている。対内投資拡大のためには、成長戦略の着実な実行によって日本経済の地力を高めることは勿論、世界に比べて厳しいとされるビジネス規制の改革などを推し進めることによって、日本を魅力的な投資対象に変えていくことが欠かせない。

そして、収益率の高い対外直接投資の拡大を持続させるために、成長力のあるアジア新興国等とのEPA締結や、企業が投資先国情報をスムーズに取得できる環境の整備などを通じて、企業の対外投資に対する障壁を取り除いていく政策対応は重要な意味を持つ。こうした取組によって収益率の高い対外投資へのシフトを促し、対外資産全体の収益率を高めていく。そして、海外の成長を国内に取り込み、第一次所得収支黒字、ひいてはGNIの拡大に繋げていく。なお、対外直接投資の増加は産業空洞化に直結するという議論もあるが、対内直接投資を併せて拡大していくことができれば、こうした問題をカバーすることもできる。これが日本の目指すべき「投資立国」の理想形だと考える。

資料 11. 世界の対内直接投資に占める日本の割合（2013 年）



(出所)UNCTAD「World Investment Report 2014」

(参考文献)

経済産業省（2006）「通商白書 2006」