

Financial Trends

経済関連レポート

海外収益率の日米格差のミラーイメージ

発表日：2月28日(月)

～国際収支統計からみえるドル通貨体制の裏側～

(No.FT - 21)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

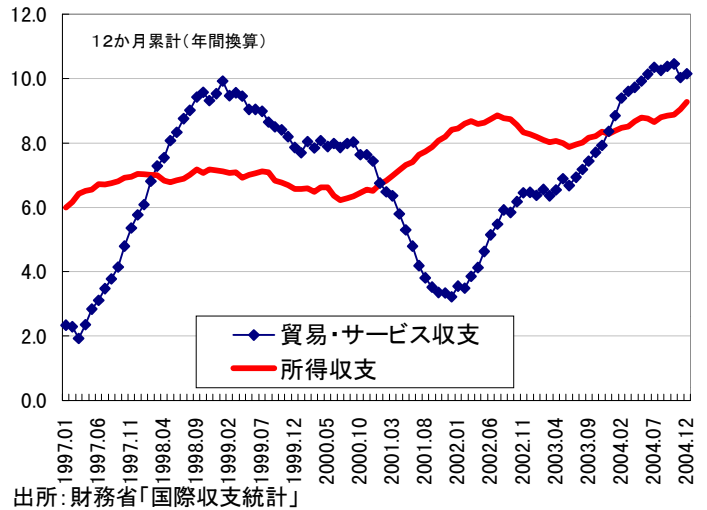
日本の海外資産収益率をみると、米国の負債利回りと同じくも一致している。これは、日本の海外資産運用と、米国の対外資金調達バランスシート上でミラーイメージ(左右対称)であることの表われとも解釈できる。米国は純債務国にもかかわらず、日本をはじめアジアから資金調達をする一方、高い直接投資の収益力によって所得収支をプラスにしている。このシステムは、2001年以降壊れそうになったが、アジア諸国の介入政策によって命脈を保った。今では日米の資産・負債に占める公的セクタの存在は大きくなり、かえって結びつきを強めている。

日本の所得収支は貿易収支に接近

国際収支統計をみると、日本の所得収支は均してみると貿易収支と同水準で推移している(図表1)。これは、対外純資産から上がってくる財産所得が大きくなっているからである。

この状況を見て、日本が国際収支の発展段階として、「未成熟な債権国」から「成熟化した債権国」にスイッチしていく過程にあると評価する人は少ない。「成熟化した債権国」とは、貿易収支よりも所得収支を主体にして経常黒字(純輸出<ネット財産所得)を維持していく段階と言われている。しかし、「成熟化している」という評価は果たして本当なのだろうか。

兆円 (図表1) 所得収支と貿易収支の接近

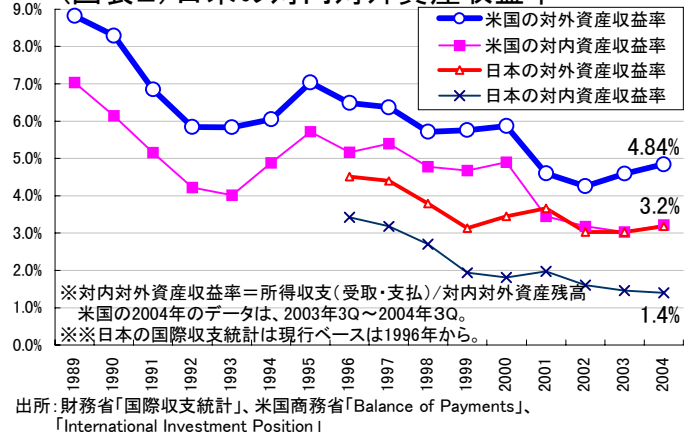


日本と米国の海外資産・負債のミラーイメージ

確かに、日本の対外純資産は世界一である(2004年9月末197兆円)。日本の所得収支が増加していく背景には、日本の対外純資産が拡大する規模効果が働いていると考えられる。一方、対外純資産と所得収支の間には、運用資産がどのくらいの利回りで回っているのかという収益率の関係も隠れている。

そこで、日本の対外純資産の収益性について、所得収支に基づき、事後的な関係として表れる収益率を調べてみた。まず、収支を受取りと支払い、純資産を資産と負債に分解して、片道ごとに考えてみる。2004年の所得収支受取りは12.3兆円で、これは2003年末の対外資産386兆円で割ると、3.18%になる(図表2)。日本人が海外で運用する資産収益率は3.18%ということである。また、所得収支支払い3.0兆円に対して対外負債213兆円なので、日本国内で外国人が運用する資産収益率は1.40%ということになる。

(図表2) 日米の対内対外資産収益率



次に、この数字が一体どのくらいの収益率なのかという感覚が分からないので、すでに成熟段階を経過している米国との間で相対関係を調べた。すると、米国の海外における対外資産収益率は4.84%（2003年9月～2004年9月）で、米国内における外国人の資産収益率は3.22%となっていた。日米を比較すると、海外資産収益率については、日本3.18%、米国4.84%と、米国の方が高くなっていた。

ここまでの数字で非常に興味深いのは、「日本の海外資産収益率 米国における外国人の資産収益率」となっていることである。両者がニアリーイコールになる関係は時系列でみても確認できる（前掲図表2）。この奇妙な一致はなぜなのだろうか。

この一致を考えるために、日米の対外資産・負債のバランスシートを比較してみよう（図表3）。日本の対外純資産のバランスシートをみると、直接投資はあまり多くはなく、資産の半分を証券投資が占めている。しかも、対外純資産のうち約4割（72兆円 / 173兆円）が政府保有分（外貨準備）になっている。

これに対し、米国の方は、負債の半分近くが証券投資になっており、対外負債のマイナスのほとんどが証券投資でファイナンスされている。米国の「双子の赤字」とは、米国の財政赤字（＝国債発行）が対外ファイナンス（＝経常赤字＝資本収支の黒字）で賄われている構図である。

日本政府の保有する対外資産は、対米ファイナンスでも大きな存在になっていると考えられる。日米の対外純資産のバランスシートをみると、米国の証券調達に占める日本の証券投資運用が大きくなる図式が強まった結果、ミラーイメージのように日本の資産サイドと米国の負債サイドの構成が同じようになってきている（図表4）。日米の運用・調達の利回りが奇妙に一致してくるのは、米国の調達コストと日本の運用収益が対応していることの反映だと考えられる。

米国の所得収支はプラス

ところで、米国の資産収益率はなぜ高いのだろうか。米国と言えば、経常赤字というイメージが強いが、所得収支は33億ドルのプラス(2003年中)である。一方、米国の対外純資産は1986年以来マイナスに転じ、2003年末時点で2.43兆ドルである（107円 / ドル換算で260兆円）。米国が世界最大の純債務国であるにもかかわらず、ネットで財産所得はプラスなのであることは極めて異様である（図表5）。

そこで、純債務国の米国が、なぜプラスの所得収支を確保できているのかを調べてみた。米国の所得収支の内訳をみると、直接投資の収益が全体を支えていることに気づく。直接投資の収益率は証券投資よりもはるかに高いのである^注。米国は、証券投資収入では確かに支払い超過（所得収支のマイナス要因）であるが、そのマイナス部分以上に直接投資収支のプラスが大きいのである（図表6）。米国は純債務国ではありながら、直接投資に関してはストックベースで債権国なのである。

(図表3) 日本・米国の対外資産・負債残高(2003年末)

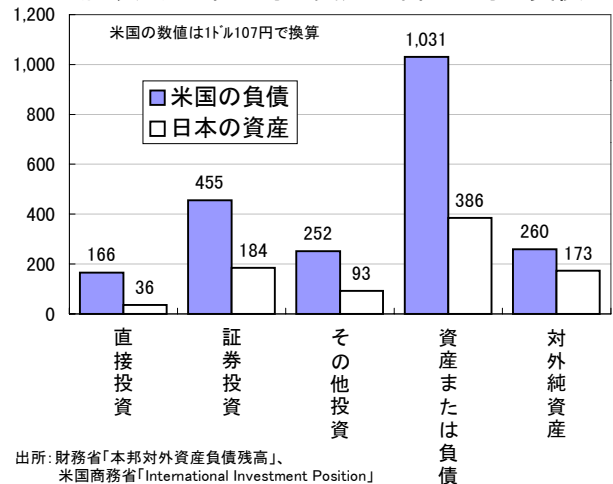
	兆円		
	資産	負債	
直接投資	36	10	証券投資の通貨内訳 ドル 43.4% 円 26.6% ユーロ 20.2% その他 9.7%
証券投資	184	93	
その他投資	93	110	
外貨準備	72		
資産合計(負債合計)	386	213	
対外純資産	173		

出所: 財務省「本邦対外資産負債残高」

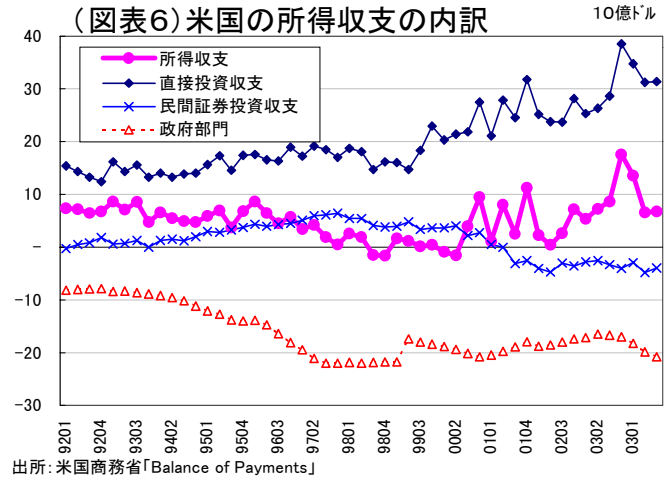
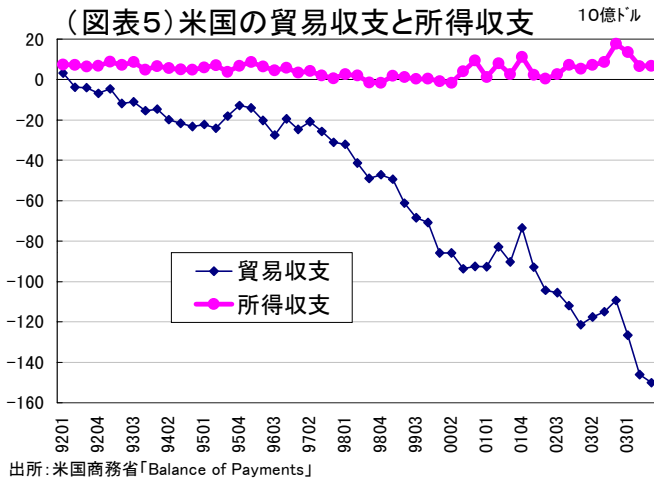
	10億ドル	
	資産	負債
直接投資	2,069	1,554
証券投資	2,474	4,252
その他投資	2,391	2,354
外貨準備	184	
資産合計(負債合計)	7,203	9,633
対外純資産		2,431

出所: 米国商務省「International Investment Position」

(図表4) 日本の対外資産と米国の対外負債



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。

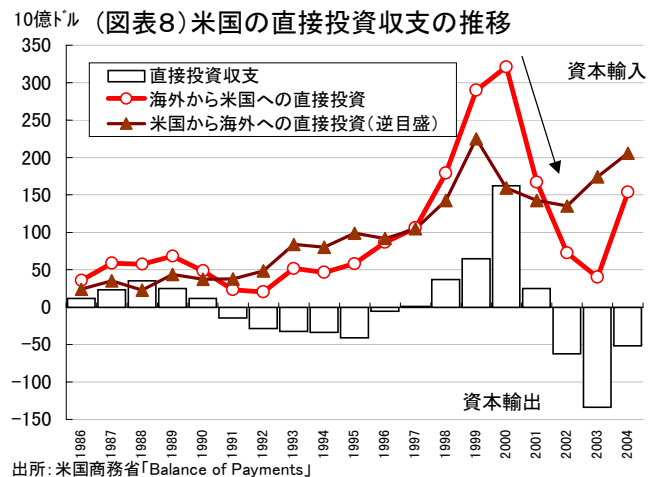
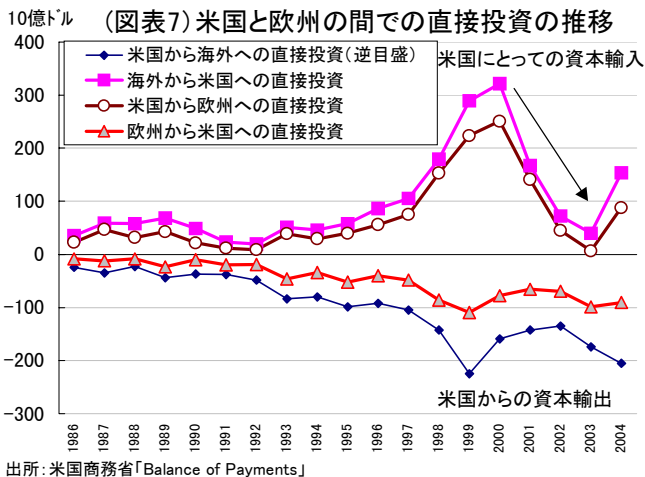


注: 直接投資収益率を、収益/前年直接投資残高で計算すると、米国企業が海外投資で得ている収益率は10.3% (2003年)となる。これは、外国企業が米国内で得ている収益率4.2%よりも遥かに高い。なお、日本の直接投資収益率は5.7%と相対的に低い(外国企業が日本国内で得ている直接投資収益は7.1%と高い)。

ドル安の背面構造

米国の所得収支がプラスである状況は、グローバル化した米国企業の収益性の高さを反映している。米国企業は、90年代後半から活発に欧州を中心に直接投資を増やしてきた経緯がある(図表7)。

ただし、最近の米国の直接投資収支に注目すると、2001年から米国に流入する直接投資に変化が生じている。この時期には、米国からの資本輸出も一旦減って、2003年以降盛り返しているが、米国への資本輸入の鈍化のインパクトの方が大きかったために、米国は資本輸出に転じている(図表8)。資本輸入サイドの直接投資の動きを国別にみると、英・仏・独・蘭の落ち込みが大きく、欧州から米国への鈍化が効いたようである。2001年は米国景気の悪化を反映して直接投資の収益率が低下した時期であり、それが背景になって米国への直接投資の流れが鈍化したものと考えられる。



実は、2001年を境にした米国の内外資金フローをみると、直接投資だけでなく、海外民間資金の証券投資についても手控えられる傾向が強まっている。証券投資も同様に、欧州から米国への投資が鈍化する動きが大きく響いている。欧州から米国への証券投資が減少方向に向かった時期には同時に、直接投資も減少しているのである。2002年からはじまったドル安局面は、こうした米国への資金移動の変調の影響も受けられていると考えられる。

アジアからの資金流入

2001年以降、欧州と米国の間での資本取引が縮小する中で、米国への資金流入を支えたのは、海外中央銀行からの資金流入である(図表9)。これは対米貿易黒字が膨らんでいく中で、アジア諸国の政府部門が為替介入などによって、外貨準備を増やしたためである。この外貨準備増加は、巨大介入を実行した日本だけでなく、韓国、台湾、ロシア、インドなども含まれる。中国も、人民元をドルとペッグしているため、対米貿易黒字の拡大に併せて、自動的に介入することになった。

アジア諸国やBRICS諸国がドルに対して為替レートを安定させようとするほど、貿易不均衡が維持されたまま外貨準備が増えることになったのである。円につい

てもドル買いに走った分、実効レートの安定を大きく損なわずに済んだが、為替介入をしない欧州がドル安のしわ寄せを食らうことになった。アジア・BRICS諸国は通貨安定の代償として、米国へのファイナンスを強めることになった。

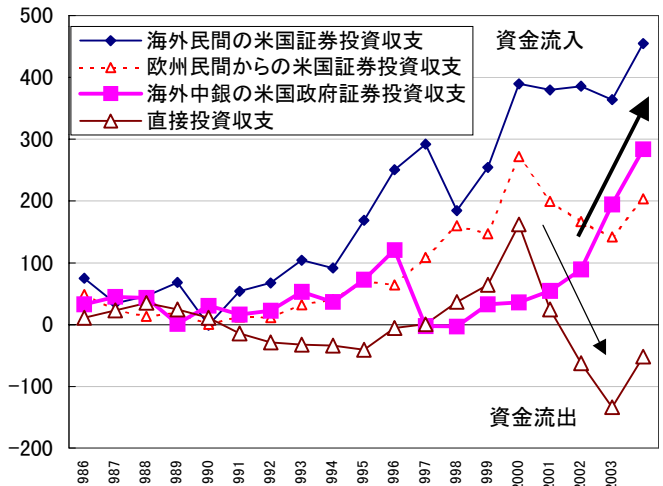
最近になって、ロシアが外貨準備の内訳をユーロなどに分散する動きを見せているため、各国が外貨準備の分散を図るのではないかという潜在的なドル安不安が登場している。しかし、この状況は米国の対外債務が高み、同時にアジア諸国の対米資産が急増したことが、アジア諸国に「高所恐怖症」のような心理を芽生えさせたという背景があるように思える。「もしも、各国がドル資産を分散したら大変なことが起こる」という不安の構造は、そもそも、なぜ外貨準備が増えたかという経緯から振り返ると因果は逆で、対ドルでのレート維持しようとするから、ドル資産がこれほどまでに膨らんだと説明することができる。

アジアが支える米国の負債構造

日本の対外資産と米国の対外負債がミラーイメージになる現象は、米国政府のファイナンスを海外から行っていることの反映とみることができる。米国の対外債務の裏側には、アジア諸国の外貨準備の存在が大きいということも指摘できるだろう。日本はアジア諸国の外貨準備の多さでも突出した存在になっている(図表10)。日本に中国・台湾・韓国・香港を加えた外貨準備の保有残高は、世界各国の外貨準備計に占めるウエイトは5割に達している(米国の純債務をそれと比べる80%程度になる)。

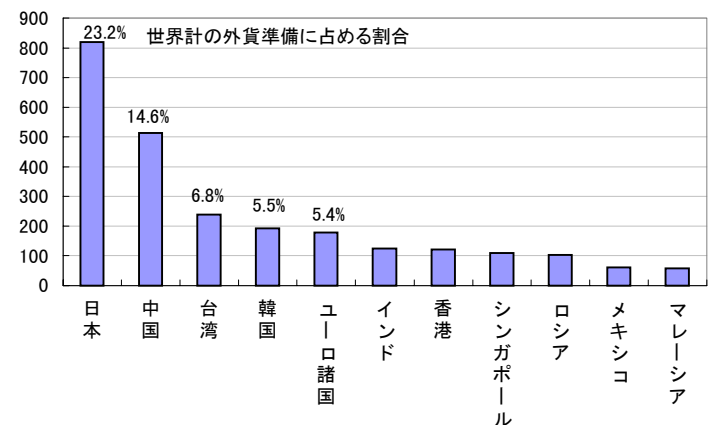
先に、日本と米国の対外資産・負債がミラーイメージにあると述べたが、アジア全体がそうした構造になっていると言った方が適切だろう。日本の「成熟化した債権国」論も、現状における米国の資金調達構造を念頭に置けば、あまり意味のある議論とは言えなくなる。むしろ、日本を含めたアジア諸国は、すでに米国政府へのファイナンスを止められないほど大規模に行っている事実を再認識した方がよい。アジア各国は、ドル暴落という体制崩壊を防止するために、為替介入などでその体制を支えざるを得ないというのが実情である。

10億ドル (図表9) 米国の内外資金フロー



出所: 米国商務省「Balance of Payments」

10億ドル (図表10) 各国の外貨準備保有残高(2004年末)



出所: IMF「International Reserves and Foreign Currency Liquidity」