

所得黒字16兆円はどこに消えたのか

発表日：2008年2月26日（火）

～外貨準備や直接投資の収益は家計に還元されない～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

しばしば所得収支の黒字が、貿易黒字を上回っていることが指摘される。しかし、その恩恵はほとんど感じられないことがない。これは、対外純資産の45%が外貨準備で構成され、それが過去の為替差損の穴埋めに回っていることや、年金などの社会保障の運用利益として短期的に還元されないからである。家計の外貨運用の利益は2.2兆円と限定されることも実感の乏しさの理由になっている。一方、企業の直接投資は9.8%と高い利回りになっている。企業のグローバル化も所得黒字の増加の背景になっている。

黒字の恩恵はどのくらい？

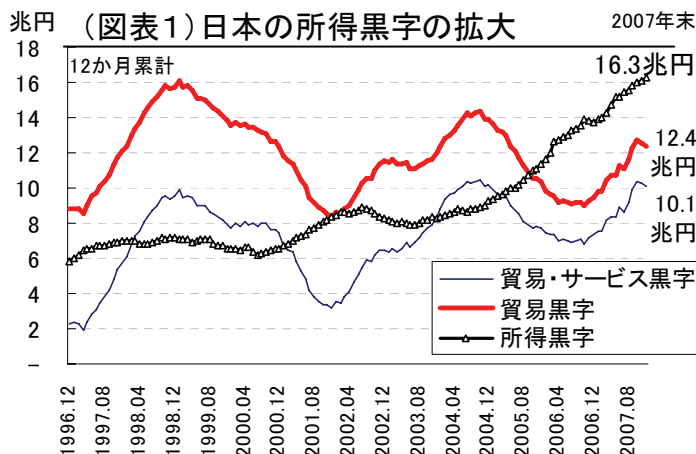
日本の所得黒字が貿易黒字を上回ったとされて久しい。この現象を「国際収支の発展段階説」になぞらえて、日本が成熟化した債権大国へ移行していると歓迎する見方がある。しかし、私たちに債権大国の実感は乏しく、財産所得＝所得黒字の恩恵は見えてこない。本稿では、名ばかりの成熟化の実態を掘り下げて、この所得黒字が何処に行ってしまったのかを問いたい。

まず、事実関係を確認すると、2007年の所得黒字は16.3兆円にまで拡大している（図表1）。貿易サービス黒字10.1兆円の1.6倍の規模になる。所得黒字は、2003年末には8.3兆円だったのが、わずか4年間で倍増した計算になる。日本の名目GDPは515兆円だから、仮に所得黒字が購買力の増加に寄与していれば+3.2%ポイントの成長拡大になっているはずだ。だが、このように表現すれば、かえって所得黒字16.3兆円が有効に経済成長を促していないことに薄々感づく。

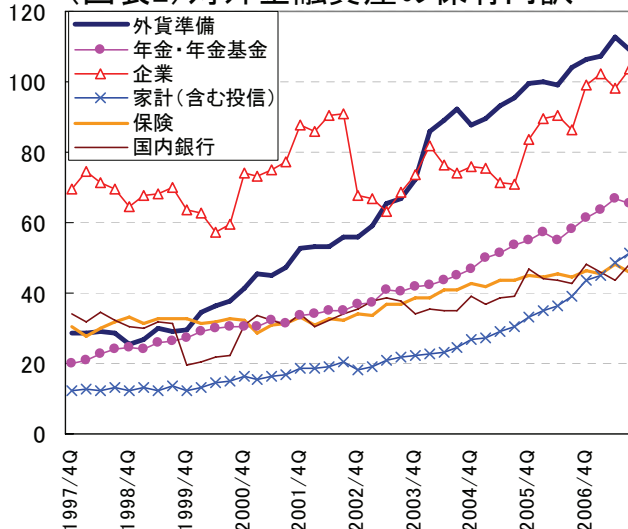
対外純資産の45%は外貨準備

はじめに疑ってみるべきなのは、所得黒字が誰のものなのかという点である。所得黒字とは、所得収支の黒字であり、日本人の海外資産の財産所得から、外国人が保有する円資産からの財産所得を差し引いた収支の黒字幅である。日本の対外純資産から得られるネットの財産所得とも言い換えられる。

注目したいのは、日本の対外金融資産残高の所有主体である（図表2）。その内訳を、日本銀行の「資金循環勘定」によって分解すると、日本の外貨準備109.0兆円は対



兆円 (図表2) 対外金融資産の保有内訳



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。

外純資産残高 238.6 兆円（2006 年 9 月末）の構成比 45.6%を占めている。

グロスの対外金融資産残高 354.6 兆円に対しては、政府によって保有されている部分は 139.1 兆円（構成比 39.2%）になる。この政府保有分は、109.0 兆円が外貨準備であり、残りの 30.0 兆円が社会保障基金の持ち分である。外貨準備は、2002・2003 年に実施した巨大介入によって膨張している。外為特別会計の年間運用収益は 3.69 兆円（2006 年度実績、2007 年度予算 3.79 兆円）となっており、その運用収益は巨大な金額と言える。国民 1 人当たり還元されていけば、年間 2.89 万円、1 世帯当たり平均 7.52 万円の減税ができる理屈になる。

しかし、この 3.69 兆円は都合よく使えるものではない。運用収益のうち 1.3~2.0 兆円が、毎年、特別会計から一般会計へ移転（2007 年度見込み 1.6 兆円）され、その他の税収として財政赤字を支えている。しかも、外為特会にはドル運用してきた外貨資産の為替差損（キャピタルロス、2007 年度見込みで▲4.6 兆円）が未だに存在しており、これをインカムゲインの積み立てでカバーしていかざるを得ない状況が続いている。外為特会は、負債サイドで資金調達を行って、その資金で外貨運用をする構造なので、膨らみすぎたポジションをどこかの時点で手仕舞わなくては、蓄積されたインカムゲインを国民に還元することもできない構図にあると表現することもできる。

年金などの長期資金

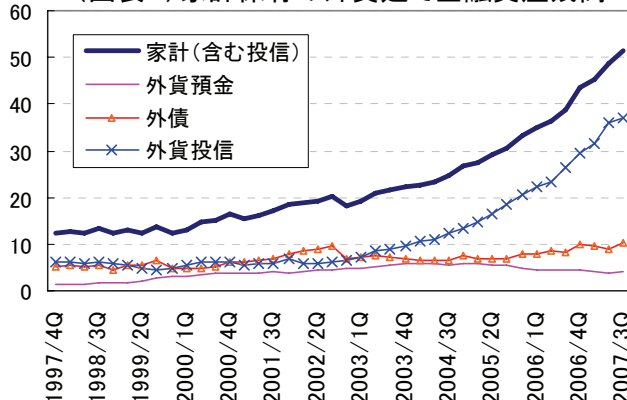
日本が保有するグロスの対外金融資産は、年金関連資産として長期運用している部分も大きい。2007 年 9 月末時点の金融資産残高の内訳をみると、公的年金・年金基金 65.5 兆円（社会保障基金 33.0 兆円、年金基金 32.5 兆円）によって占められている。これらは対外金融資産残高の 18.5%に相当する。家計の将来所得のために運用されていて、現在の消費に還元するべき資金ではない。また、外貨準備と同じように、将来の為替リスクへの備えの部分もあると考えるべきだろう。

そのほか、国内銀行、生損保、郵貯・簡保など金融機関の運用資金は、それぞれ 48.0 兆円、39.5 兆円、7.2 兆円がある。それらを累計すると、94.6 兆円（対外金融資産残高の 26.7%）になる。一方、家計が保有する対外金融資産には直接運用部分（外貨預金・外債・外株）の 14.3 兆円と、証券投信を通じた 37.0 兆円がある（図表 3）。両者を併せても、対外金融資産残高 354.6 兆円のうち、51.3 兆円（対外金融資産の 14.5%）に過ぎない。残高のシェアから所得黒字の持ち分を推定しても、2.2 兆円と規模は小さくなってしまふ。高齢者などが外貨建て投信で財産所得を補っているイメージがあるが、そのインパクトは相対的に小さくなっている。この点が、所得黒字の規模に対して、その恩恵がどうしても実感できない背景なのだと考えられる。

企業の対外保有資産

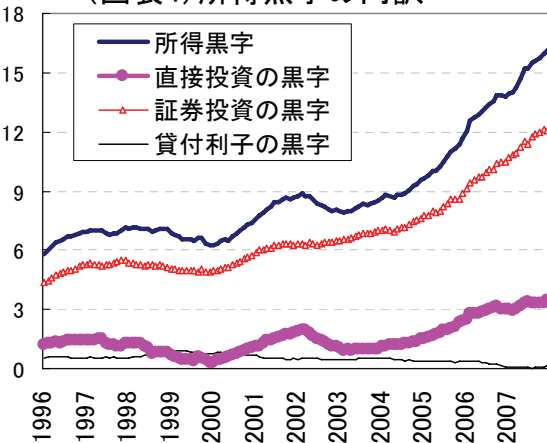
所得黒字の内訳で大きくなっている部分には、直接投資収益がある（図表 4）。2003 年末を基準にして 2007 年末までの 4 年間で増加した所得黒字が +8.0 兆円であるが、そのうち +2.6 兆円（増分の 1/3）が直接投資収益となっている。この増加ペースは、証券投資収益の +5.3 兆円（増分の 2/3）に比べれば控え

兆円（図表 3）家計保有の外貨建て金融資産残高



出所：日本銀行「資金循環勘定」

兆円（図表 4）所得黒字の内訳



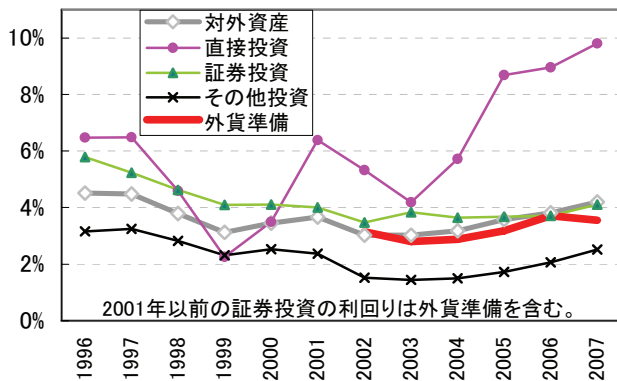
出所：財務省「国際収支統計」

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。

めにみえるかもしれない。

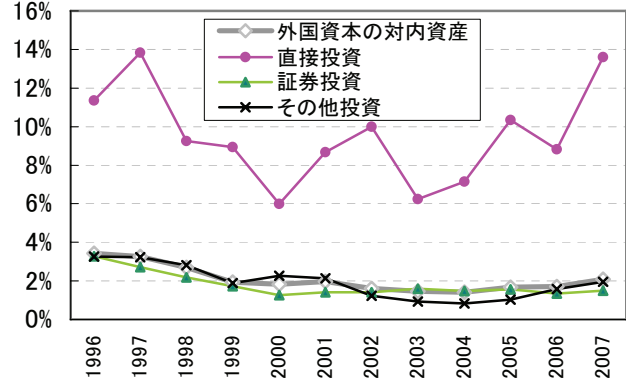
しかし、残高に対する年間収益率で考えると、直接投資収益の利回りの上昇には驚く(図表5)。常々、日本の対外純資産は、証券投資が中心で、直接投資が少ないとされる。だが、直接投資残高は、近年の日本企業のグローバル化によって大きくなってきている。加えて、中国などアジアに進出する日本企業は、ここ数年の新興国の高成長を通じて、2007年9.8%と非常に高い収益率を上げている。ただし、この収益の約半分は、現地で再投資されるので、日本の内需には還元されてこない資金になっている。

(図表5) 対外資産の運用利回り



出所:財務省「国際収支統計」、「本邦対外資産負債残高」

(図表6) 外国資本の日本での運用利回り



出所:財務省「国際収支統計」、「本邦対外資産負債残高」

なお、証券投資の収益率は、2007年4.1%と直接投資に比べれば収益率は低いですが、国内で資金運用を考えたときの運用利回りに比べれば相当に高い。日本の対外純資産の大きな部分を占めている外貨準備についても、その運用利回りは2007年3.6%(2006年度4.0%)と他の金融収益とほとんどそん色のない利回りである。一部には、外為特会の運用成果が低いという見方もあるが、調べてみるとそうではないことがわかる。

一方、利回りの高さが目立つのは、日本に進出している外国資本の収益率の高さである(図表6)。計算してみると、外国資本による直接投資の収益率は、2007年13.6%と非常に高い。この数字は日本企業が海外に進出して稼ぎ出す利回りよりも高くなっている。意外であるが、日本の金融収益は確かに低いとしても、海外資本の実物投資に関してはそれが当てはまっていない。日本が内需低迷を託っている中で、外国資本が高い収益を稼いでいることは、国内企業の課題として資本収益率の改善に取り組むための課題になるだろう。

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。