

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

日本の対外債権債務と投資リターン

～債券投資に偏した対外投資の逸失利益～

(財) 国際通貨研究所

経済調査部長・チーフエコノミスト 竹中正治

takenaka@iima.or.jp

研究員 上野義之

ueno@iima.or.jp

要旨

5月に発表された2007年末の日本の対外純債権は前年比35.1兆円増え、250.2兆円と過去最高を更新した¹。こうした対外純債権の増加の結果、日本の所得収支黒字(海外との配当や利息などの受払差額)は趨勢的に増加し、2007年では過去最高の16.3兆円となり、貿易収支の黒字額10.1兆円を超える規模に達した。もはや所得収支は国民所得(GDPには含まれない)の重要な構成要素となったと言うべきであろう。

しかし、対外債権・債務バランスの構成上の特徴を見ると、債権サイドでは債券投資の比重が著しく、逆に債務では株式の比重が極めて高く、投資リターンの観点からは、改善されるべき余地が大きい。本稿では為替相場、並びにその他の価格変動によるキャピタル・ゲインとロスを含めた対外債権・債務の総合投資リターンの現状を分析し、更に債券投資と株式投資の対照的なバランスが修正された場合、対外投資リターンがどのような変化を示すかの推計を行った。その結果、本稿の想定の下では2001年-07年の期間の累計で約30兆円の期待利益が喪失していると推計された。

【趨勢的に増加する所得収支の黒字】

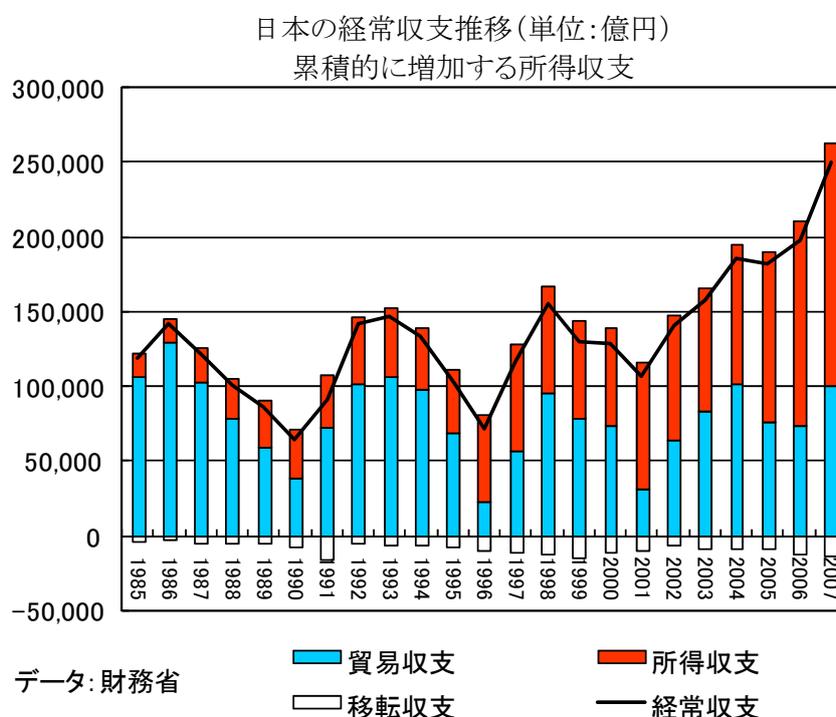
図表1は日本の経常収支とその内訳である。貿易収支黒字が概ね景気循環に従って拡大と収縮(国内景気拡大→貿易黒字減少)を繰り返している一方で、利息や配当

¹ 財務省・日本銀行「平成19年末現在本邦対外資産負債残高」2008年5月23日
なお、本稿では「対外資産負債」ではなく「対外債権・債務」の表記法で統一した。

などの受取りの差額である所得収支の黒字は一貫して増加トレンドを辿っている。これは「経常収支黒字の増加→対外純債権の増加→所得収支黒字の増加→経常収支黒字の増加」という累積的なプロセスの結果である。

日本も長期的には高齢化による国内家計部門の貯蓄率の低下により貯蓄・投資バランスが貯蓄不足に転じ、経常収支は赤字化するというイメージが一般には根強い。ところが、既に250兆円、GDP比率で48.5%の規模に積み上がっている対外純債権が生み出す所得収支の黒字は、日本の経常収支の将来的な赤字転換の可能性に対して、かなり強い抵抗要因として働くと考えられる。

図表 1



【対外債権・債務の投資収益とキャピタル・ゲイン・ロス】

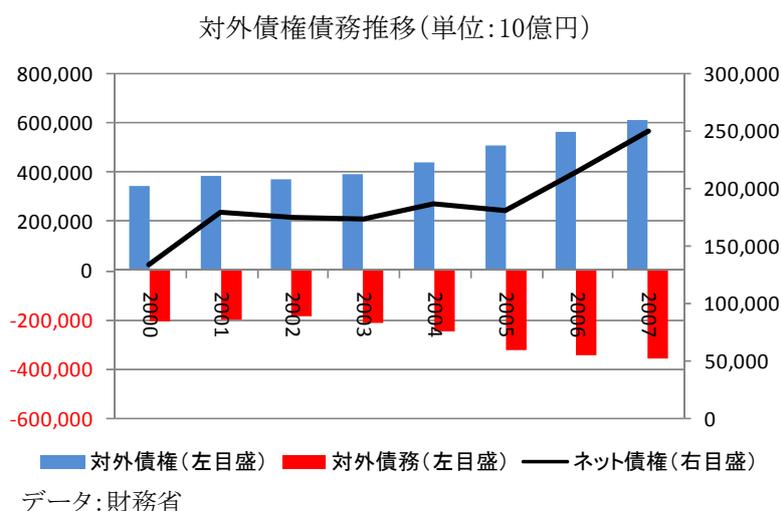
次に対外債権・債務の投資収益とコストを見てみよう。図表2は対外債権・債務残高の推移であり、図表3はその要因別増減である。1999年～07年の期間で、対外投資・対内投資による取引要因により136.2兆円の対外純債権が増加しているが、19.5兆円が為替変動とその他調整(その他の価格変動要因など)によって失われており、対外純債権の増加は117.0兆円に止まっている²。

図表4は投資収益の受払いと当該投資の残高にかかる為替変動、その他調整項目

² 原理的には「対外純債権の変化=経常収支+誤差脱漏+評価調整」となるが、発表されているデータは完全には一致していない。

の内訳である(内訳の公表は 2001 年以降のみ)。「投資収益受払」は文字通り、配当や利息の受払いであり、「為替変動」は為替相場の変動による円価ベースの変動額、「その他調整」は為替相場以外の債権・債務の価値の変動額である。

図表2



図表3

対外純債権と債権・債務の要因別増減

(単位:兆円)

| | 対外純債権 | | | | 対外債権 | | | | 対外債務 | | | |
|------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|
| | 前年比 増減 | 取引 要因 | 為替 要因 | その他 要因 | 前年比 増減 | 取引 要因 | 為替 要因 | その他 要因 | 前年比 増減 | 取引 要因 | 為替 要因 | その他 要因 |
| 1999 | △ 48.5 | 12.2 | △ 22.0 | △ 38.7 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 2000 | 48.3 | 13.1 | 13.4 | 21.8 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 2001 | 46.2 | 11.0 | 20.0 | 15.2 | 38.6 | 18.7 | 27.8 | △ 7.9 | △ 7.6 | 7.7 | 7.8 | △ 23.1 |
| 2002 | △ 3.9 | 14.4 | △ 10.5 | △ 7.9 | △ 13.8 | 15.6 | △ 15.8 | △ 13.7 | △ 9.9 | 1.2 | △ 5.3 | △ 5.8 |
| 2003 | △ 2.5 | 13.7 | △ 10.3 | △ 5.9 | 19.6 | 30.5 | △ 16.6 | 5.7 | 22.1 | 16.7 | △ 6.2 | 11.6 |
| 2004 | 13.0 | 14.9 | △ 1.9 | △ 0.1 | 48.3 | 46.9 | △ 3.5 | 5.0 | 35.3 | 32.0 | △ 1.7 | 5.0 |
| 2005 | △ 5.1 | 15.0 | 24.1 | △ 44.2 | 72.3 | 41.7 | 31.8 | △ 1.1 | 77.4 | 26.7 | 7.7 | 43.1 |
| 2006 | 34.4 | 15.5 | 15.2 | 3.6 | 51.9 | 27.7 | 16.4 | 7.8 | 17.5 | 12.2 | 1.2 | 4.1 |
| 2007 | 35.1 | 26.4 | △ 5.4 | 14.1 | 52.4 | 58.9 | △ 8.3 | 1.8 | 17.2 | 32.4 | △ 2.9 | △ 12.3 |
| 期間合計 | 117.0 | 136.2 | 22.6 | △ 42.1 | 269.3 | 240.0 | 31.8 | △ 2.4 | 152.0 | 128.9 | 0.6 | 22.6 |

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(年中の国際収支に計上された資本収支と外貨準備増減の金額)

為替要因: 為替相場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・為替変動以外による増減

日銀・財務省データに基づき当研究所にて作成(四捨五入のため期間合計の横残は完全に一致しない)

期間合計は、対外純債権は1999年から2007年までの合計を、対外債権・債務は2001年から2007年までの合計を表示

2001年－07年の期間のを見ると(図表4)、投資収益の受払いネットで75.7兆円の受取り超、為替変動による31.2兆円の益、その他調整で25.1兆円の損失が生じている。為替変動による益は同期間の円相場が総じて円安基調だった結果である。しかしながら、2007年から08年に対ドルを中心に円高が進んだことを考えると、08年6月時点では同期間の益をかなり打ち消す損失が発生していると推測される。

一方、「その他の調整」で生じている25.1兆円の損失のほとんどは債務サイドの変化から生じており、2005年に43兆円の債務の増加(=損失)が生じていることが大きく寄与している。この変化は、元々対外債務サイドで株式比率が高く(2002年時点で21.4%、一方対外債権サイドでの同比率は6.9%)、かつ2003年－05年に海外投資家の大規模な日本株の買越しが起こり、株価の上昇により大きなキャピタル・ゲインが海外投資に生じたことを意味している(債務サイドの03年－05年の取得要因による対外債務の増加は75.4兆円だが、対外債務の増加総額は134.8兆円であり、差額59.4兆円の債務価値増加が為替変動とその他調整項目による変動によるものである。前掲図表3)。この時期の海外投資家の株式買越しと時価の上昇の結果、対外債務に占める株式比率は20%台から40%超に上昇した(図表5)。

図表 4

投資収益内訳

(単位:10億円)

| | | 対外債権 | | | | | | | | | 対外債務 | | | | | | | | | 期間合計 | |
|--------------------------------|-------|-------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 期間合計 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 期間合計 | ネット | |
| 直接投資 | 収益 | - | 2,045 | 2,107 | 1,528 | 2,055 | 3,350 | 4,083 | 5,309 | 20,476 | - | 502 | 663 | 585 | 687 | 1,044 | 1,049 | 1,744 | 6,273 | 14,203 | |
| | 為替変動 | - | 3,692 | -1,951 | -1,701 | -112 | 3,182 | 2,145 | -269 | 4,986 | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4,986 | |
| | その他調整 | - | -789 | -5,174 | -2,183 | -589 | -1,203 | -120 | -9 | -10,067 | - | 91 | 1,579 | -493 | -357 | 1,499 | 1,657 | -313 | 3,663 | -13,730 | |
| | 合計 | - | 4,948 | -5,018 | -2,356 | 1,354 | 5,329 | 6,108 | 5,031 | 15,395 | - | 593 | 2,242 | 92 | 330 | 2,543 | 2,706 | 1,431 | 9,936 | 5,459 | |
| 証券投資 | 収益 | - | 7,663 | 7,576 | 7,984 | 8,796 | 10,484 | 12,944 | 15,221 | 70,668 | - | 1,436 | 1,231 | 1,164 | 1,365 | 1,874 | 2,453 | 3,110 | 12,633 | 58,035 | |
| | 為替変動 | - | 13,525 | -5,939 | -5,683 | -353 | 14,528 | 10,620 | -2,125 | 24,573 | - | 921 | -195 | -209 | 42 | 361 | 448 | -36 | 1,332 | 23,241 | |
| | その他調整 | - | -6,053 | -10,178 | 4,437 | 5,227 | 2,151 | 8,954 | -1,875 | 2,663 | - | -19,568 | -9,122 | 10,360 | 5,277 | 41,161 | 5,090 | -13,095 | 20,103 | -17,440 | |
| | 合計 | - | 15,135 | -8,541 | 6,738 | 13,670 | 27,163 | 32,518 | 11,221 | 97,904 | - | -17,211 | -8,086 | 11,315 | 6,684 | 43,396 | 7,991 | -10,022 | 34,068 | 63,836 | |
| | 株式 | 収益 | - | 877 | 1,066 | 1,195 | 1,484 | 2,042 | 2,640 | 3,224 | 12,528 | - | 325 | 311 | 390 | 650 | 1,105 | 1,609 | 2,032 | 6,421 | 6,107 |
| | | 為替変動 | - | 3,232 | -1,220 | -1,629 | -123 | 3,519 | 2,837 | -780 | 5,836 | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5,836 |
| | | その他調整 | - | -4,814 | -8,203 | 5,060 | 5,410 | 4,168 | 6,623 | 2,483 | 10,727 | - | -17,756 | -6,929 | 9,489 | 6,711 | 41,471 | 6,579 | -12,689 | 26,876 | -16,149 |
| | | 合計 | - | -705 | -8,357 | 4,626 | 6,771 | 9,729 | 12,100 | 4,927 | 29,091 | - | -17,431 | -6,619 | 9,879 | 7,361 | 42,576 | 8,188 | -10,657 | 33,297 | -4,206 |
| | 債券 | 収益 | - | 6,786 | 6,510 | 6,789 | 7,312 | 8,442 | 10,303 | 11,997 | 58,139 | - | 1,112 | 920 | 773 | 715 | 769 | 845 | 1,078 | 6,211 | 51,928 |
| | | 為替変動 | - | 10,292 | -4,719 | -4,054 | -229 | 11,008 | 7,784 | -1,345 | 18,737 | - | 921 | -195 | -209 | 41 | 361 | 448 | -36 | 1,331 | 17,406 |
| | | その他調整 | - | -1,239 | -1,975 | -623 | -183 | -2,017 | 2,331 | -4,359 | -8,065 | - | -1,812 | -2,194 | 871 | -1,434 | -310 | -1,489 | -406 | -6,774 | -1,291 |
| | | 合計 | - | 15,839 | -184 | 2,112 | 6,900 | 17,433 | 20,418 | 6,293 | 68,811 | - | 221 | -1,469 | 1,435 | -678 | 820 | -196 | 636 | 768 | 68,043 |
| その他投資 | 収益 | - | 2,781 | 1,780 | 1,528 | 1,393 | 1,687 | 2,239 | 2,942 | 14,349 | - | 2,145 | 1,292 | 997 | 905 | 1,207 | 2,014 | 2,285 | 10,846 | 3,503 | |
| | 為替変動 | - | 4,982 | -4,093 | -3,049 | -1,343 | 4,251 | 706 | -2,286 | -832 | - | 6,853 | -5,111 | -6,004 | -1,698 | 7,302 | 736 | -2,823 | -745 | -87 | |
| | その他調整 | - | -70 | 1,737 | 4,433 | 2,531 | -1,450 | 1,416 | 2,769 | 11,366 | - | -1,991 | 3,260 | 3,410 | 2,409 | 327 | 570 | 3,926 | 11,911 | -545 | |
| | 合計 | - | 7,693 | -576 | 2,912 | 2,581 | 4,488 | 4,361 | 3,425 | 24,883 | - | 7,007 | -559 | -1,597 | 1,616 | 8,836 | 3,320 | 3,388 | 22,012 | 2,871 | |
| 合計 (外貨準備、 金融派生商品 を含む) | 収益 | - | 12,489 | 11,463 | 11,040 | 12,243 | 15,521 | 19,266 | 23,473 | 105,494 | - | 4,083 | 3,186 | 2,745 | 2,957 | 4,125 | 5,516 | 7,139 | 29,752 | 75,742 | |
| | 為替変動 | - | 27,789 | -15,818 | -16,554 | -3,525 | 31,795 | 16,391 | -8,251 | 31,827 | - | 7,773 | -5,305 | -6,213 | -1,656 | 7,663 | 1,184 | -2,860 | 586 | 31,241 | |
| | その他調整 | - | -7,900 | -13,653 | 5,692 | 4,987 | -1,137 | 7,787 | 1,776 | -2,448 | - | -23,083 | -5,771 | 11,570 | 5,041 | 43,058 | 4,146 | -12,307 | 22,654 | -25,102 | |
| | 合計 | - | 32,378 | -18,008 | 178 | 13,705 | 46,179 | 43,444 | 16,998 | 134,873 | - | -11,227 | -7,890 | 8,102 | 6,342 | 54,846 | 10,846 | -8,028 | 52,992 | 81,881 | |

データ:財務省、日銀

注:為替変動・その他調整は、残高の各項目毎の調整数を使用

図表5

債権・債務残高構成比率

| | | 対外債権 | | | | | | | |
|-------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| 直接投資 | - | 9.4% | 10.4% | 10.0% | 9.3% | 8.9% | 9.0% | 9.6% | 10.1% |
| 証券投資 | - | 44.0% | 44.8% | 45.7% | 47.8% | 48.2% | 49.3% | 49.9% | 47.1% |
| | 株式 | 8.8% | 7.9% | 6.9% | 7.6% | 8.8% | 9.5% | 10.9% | 10.7% |
| | 債券 | 35.2% | 36.9% | 38.8% | 40.2% | 39.5% | 39.8% | 39.1% | 36.4% |
| その他投資 | - | 34.4% | 30.8% | 28.9% | 24.0% | 22.5% | 21.4% | 20.9% | 24.0% |
| 総計 | - | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

データ：財務省、日銀

| 対外債務 | | | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| 2.8% | 3.3% | 4.9% | 4.5% | 4.1% | 3.7% | 3.7% | 4.2% |
| 48.8% | 43.8% | 38.4% | 43.7% | 48.4% | 55.9% | 61.1% | 61.5% |
| 30.4% | 24.7% | 21.4% | 28.2% | 31.2% | 40.8% | 43.5% | 39.4% |
| 18.4% | 19.0% | 17.0% | 15.4% | 17.2% | 15.1% | 17.6% | 22.1% |
| 48.2% | 52.7% | 56.5% | 51.5% | 47.1% | 39.2% | 34.1% | 32.9% |
| 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

一方、同時期に債権サイドでも日本の投資家が保有する海外株式の価格上昇によるキャピタル・ゲインは生じているものの、規模的にはずっと穏やかなものに過ぎない。これはもとより、対外債権サイドで株式の比率が低く、また海外投資家のような大規模な買越しの動きがなかった結果である。

図表5に見る通り、債権サイドで最大の項目は債券投資であり、2007 年末時点で 36.4%を占める一方、株式は 10.7%に過ぎない。対照的に債務サイドでは株式の比率が 39.4%を占め、債券の比率は 22.1%と対外債権サイドとは逆転した比率になっている。

【投資リターンの内訳と投資リターン・ギャップ】

こうした対外債権・債務の構造が日本の対外的な投資リターンにどのような影響をもたらしているか、次に見てみよう。図表6は2001年～07年の期間について対外債権・債務の投資リターンを項目毎に算出したものである。各項目の債権・債務残高(前年末値)を分母に、投資収益の受払(インカム・リターン)、為替変動とその他調整項目(キャピタル・ゲイン&ロス)を分子に置き、最後に集計して総合投資リターンを算出した。

直接投資でのマイナスの投資リターン・ギャップ

まず直接投資では、投資収益受払いベースで、債権利回り平均 7.03%、債務利回り平均 9.26%と海外有利の 2.23%のマイナスのリターン・ギャップが見られるが、総合リターンではこのマイナス・ギャップは 10.12%に拡大している。これは債権サイドでは、ITバブル崩壊後の世界的な株価下落で2002年に5.2兆円の損失が「その他調整」項目で生じていることが大きく響いている(前掲図表4)。一方、債務サイドでは、「その他調整」項目の目立った凹みはなく、景気回復と株価上昇の顕著となった05年～06年に3.1兆円のキャピタル・ゲインを生んでいることが総合利回り上昇(日本の対外債務の増加)に大きく寄与している。

証券投資ではプラスの投資リターン・ギャップ

直接投資以外の項目では、既に述べた事情により、株式投資の「その他調整」項目で海外投資家有利のギャップ 2.65%が生じているが、それ以外では概ね日本有利の

(プラスの)投資リターン・ギャップが生じている。これは日本の低金利の結果、円建ての対外債務の支払い金利、配当利回りが総じて低く、その一方で外貨建ての対外債権からは高金利、高配当利回りを得ている結果であると考えられる(通貨建ての内訳は公表されていない)。

全体を集計すると、投資収益受払いベースで1.81%の日本有利の投資リターンがあり、総合でも1.37%のプラスのリターン・ギャップが維持されている。しかしながら、既に見たように債権サイドは債券投資に傾斜し、債務サイドは株式の比率が高いバランス・シートの構成のため、そうでなければ実現できる投資収益を逸している可能性が考えられる。そこで、そうした期待利益の喪失規模を次に推計してみよう。

図表6

投資収益率内訳 (単位%)

| | | 対外債権 | | | | | | | | | 対外債務 | | | | | | | | |
|--------------------------------|-------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 平均 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 平均 |
| 直接投資 | 収益 | - | 6.39 | 5.33 | 4.19 | 5.72 | 8.68 | 8.95 | 9.93 | 7.03 | - | 8.67 | 10.00 | 6.24 | 7.15 | 10.34 | 8.81 | 13.62 | 9.26 |
| | 為替変動 | - | 11.54 | -4.93 | -4.66 | -0.31 | 8.25 | 4.70 | -0.50 | 2.01 | - | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | その他調整 | - | -2.47 | -13.08 | -5.98 | -1.64 | -3.12 | -0.26 | -0.02 | -3.80 | - | 1.57 | 23.81 | -5.26 | -3.71 | 14.84 | 13.92 | -2.44 | 6.10 |
| | 合計 | - | 15.47 | -12.69 | -6.46 | 3.77 | 13.81 | 13.39 | 9.41 | 5.24 | - | 10.25 | 33.81 | 0.98 | 3.43 | 25.18 | 22.73 | 11.17 | 15.37 |
| 証券投資 | 収益 | - | 5.10 | 4.46 | 4.78 | 4.77 | 5.01 | 5.19 | 5.46 | 4.97 | - | 1.41 | 1.40 | 1.59 | 1.47 | 1.56 | 1.35 | 1.48 | 1.47 |
| | 為替変動 | - | 9.01 | -3.49 | -3.40 | -0.19 | 6.94 | 4.26 | -0.76 | 1.77 | - | 0.91 | -0.22 | -0.29 | 0.05 | 0.30 | 0.25 | -0.02 | 0.14 |
| | その他調整 | - | -4.03 | -5.99 | 2.65 | 2.84 | 1.03 | 3.59 | -0.67 | -0.08 | - | -19.26 | -10.40 | 14.16 | 5.68 | 34.27 | 2.80 | -6.24 | 3.00 |
| | 合計 | - | 10.08 | -5.02 | 4.03 | 7.41 | 12.98 | 13.03 | 4.03 | 6.65 | - | -16.94 | -9.21 | 15.46 | 7.20 | 36.14 | 4.39 | -4.78 | 4.61 |
| 株式 | 収益 | - | 2.91 | 3.56 | 4.73 | 5.05 | 5.38 | 5.48 | 5.31 | 4.63 | - | 0.51 | 0.63 | 0.96 | 1.08 | 1.43 | 1.21 | 1.36 | 1.03 |
| | 為替変動 | - | 10.73 | -4.07 | -6.44 | -0.42 | 9.27 | 5.89 | -1.28 | 1.95 | - | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | その他調整 | - | -15.98 | -27.38 | 20.02 | 18.41 | 10.98 | 13.74 | 4.09 | 3.41 | - | -28.09 | -13.98 | 23.28 | 11.17 | 53.58 | 4.95 | -8.50 | 6.06 |
| | 合計 | - | -2.34 | -27.89 | 18.30 | 23.03 | 25.62 | 25.10 | 8.11 | 9.99 | - | -27.57 | -13.35 | 24.24 | 12.25 | 55.01 | 6.16 | -7.14 | 7.09 |
| 債券 | 収益 | - | 5.66 | 4.65 | 4.78 | 4.72 | 4.93 | 5.12 | 5.50 | 5.05 | - | 2.90 | 2.41 | 2.38 | 2.18 | 1.80 | 1.72 | 1.78 | 2.17 |
| | 為替変動 | - | 8.58 | -3.37 | -2.86 | -0.15 | 6.43 | 3.87 | -0.62 | 1.70 | - | 2.40 | -0.51 | -0.64 | 0.13 | 0.85 | 0.91 | -0.06 | 0.44 |
| | その他調整 | - | -1.03 | -1.41 | -0.44 | -0.12 | -1.18 | 1.16 | -2.00 | -0.72 | - | -4.72 | -5.75 | 2.69 | -4.37 | -0.73 | -3.03 | -0.67 | -2.37 |
| | 合計 | - | 13.20 | -0.13 | 1.49 | 4.45 | 10.18 | 10.14 | 2.89 | 6.03 | - | 0.57 | -3.85 | 4.43 | -2.07 | 1.92 | -0.40 | 1.05 | 0.24 |
| その他投資 | 収益 | - | 2.37 | 1.52 | 1.44 | 1.50 | 1.73 | 2.06 | 2.52 | 1.88 | - | 2.14 | 1.22 | 0.93 | 0.83 | 1.03 | 1.58 | 1.95 | 1.38 |
| | 為替変動 | - | 4.25 | -3.50 | -2.88 | -1.45 | 4.35 | 0.65 | -1.96 | -0.08 | - | 6.83 | -4.84 | -5.58 | -1.55 | 6.25 | 0.58 | -2.41 | -0.10 |
| | その他調整 | - | -0.06 | 1.48 | 4.19 | 2.73 | -1.48 | 1.30 | 2.37 | 1.51 | - | -1.98 | 3.08 | 3.17 | 2.20 | 0.28 | 0.45 | 3.36 | 1.51 |
| | 合計 | - | 6.56 | -0.49 | 2.75 | 2.79 | 4.59 | 4.02 | 2.94 | 3.31 | - | 6.98 | -0.53 | -1.48 | 1.48 | 7.57 | 2.60 | 2.90 | 2.79 |
| 合計 (外貨準備、 金融派生商品 を含む) | 収益 | - | 3.66 | 3.02 | 3.02 | 3.18 | 3.58 | 3.81 | 4.21 | 3.49 | - | 1.96 | 1.59 | 1.44 | 1.39 | 1.66 | 1.69 | 2.08 | 1.69 |
| | 為替変動 | - | 8.14 | -4.17 | -4.52 | -0.91 | 7.33 | 3.24 | -1.48 | 1.09 | - | 3.73 | -2.65 | -3.26 | -0.78 | 3.09 | 0.36 | -0.83 | -0.05 |
| | その他調整 | - | -2.32 | -3.59 | 1.56 | 1.29 | -0.26 | 1.54 | 0.32 | -0.21 | - | -11.09 | -2.88 | 6.07 | 2.37 | 17.36 | 1.27 | -3.59 | 1.36 |
| | 合計 | - | 9.49 | -4.74 | 0.05 | 3.55 | 10.64 | 8.58 | 3.05 | 4.37 | - | -5.39 | -3.93 | 4.25 | 2.98 | 22.11 | 3.33 | -2.34 | 3.00 |

データ:財務省、日銀より当研究所が作成

図表 6 続き

投資ギャップ(単位%)

| | | [対外債権リターン]-[対外債務リターン] | | | | | | | | |
|--------------------------------|-------|-----------------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|
| | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 平均 | |
| 直接投資 | 収益 | -2.28 | -4.67 | -2.05 | -1.43 | -1.65 | 0.14 | -3.69 | -2.23 | |
| | 為替変動 | 11.54 | -4.93 | -4.66 | -0.31 | 8.25 | 4.70 | -0.50 | 2.01 | |
| | その他調整 | -4.04 | -36.89 | -0.72 | 2.08 | -17.96 | -14.18 | 2.43 | -9.90 | |
| | 合計 | 5.22 | -46.49 | -7.44 | 0.33 | -11.37 | -9.34 | -1.77 | -10.12 | |
| 証券投資 | 収益 | 3.69 | 3.05 | 3.19 | 3.30 | 3.45 | 3.84 | 3.98 | 3.50 | |
| | 為替変動 | 8.10 | -3.27 | -3.11 | -0.24 | 6.64 | 4.01 | -0.75 | 1.63 | |
| | その他調整 | 15.23 | 4.41 | -11.50 | -2.85 | -33.25 | 0.79 | 5.57 | -3.09 | |
| | 合計 | 27.02 | 4.19 | -11.43 | 0.22 | -23.15 | 8.64 | 8.80 | 2.04 | |
| | 株式 | 収益 | 2.40 | 2.93 | 3.77 | 3.97 | 3.95 | 4.27 | 3.95 | 3.60 |
| | | 為替変動 | 10.73 | -4.07 | -6.44 | -0.42 | 9.27 | 5.89 | -1.28 | 1.95 |
| | | その他調整 | 12.11 | -13.40 | -3.26 | 7.24 | -42.61 | 8.79 | 12.59 | -2.65 |
| | | 合計 | 25.23 | -14.53 | -5.94 | 10.78 | -29.39 | 18.94 | 15.25 | 2.91 |
| | 債券 | 収益 | 2.76 | 2.24 | 2.40 | 2.54 | 3.13 | 3.40 | 3.72 | 2.88 |
| | | 為替変動 | 6.18 | -2.86 | -2.21 | -0.27 | 5.58 | 2.95 | -0.56 | 1.26 |
| | | その他調整 | 3.69 | 4.33 | -3.12 | 4.26 | -0.45 | 4.19 | -1.33 | 1.65 |
| | | 合計 | 12.63 | 3.71 | -2.94 | 6.52 | 8.26 | 10.54 | 1.83 | 5.79 |
| その他投資 | 収益 | 0.24 | 0.30 | 0.52 | 0.68 | 0.69 | 0.49 | 0.57 | 0.50 | |
| | 為替変動 | -2.58 | 1.34 | 2.70 | 0.10 | -1.90 | 0.07 | 0.46 | 0.03 | |
| | その他調整 | 1.92 | -1.60 | 1.02 | 0.53 | -1.76 | 0.86 | -0.98 | -0.00 | |
| | 合計 | -0.42 | 0.04 | 4.24 | 1.31 | -2.98 | 1.42 | 0.04 | 0.52 | |
| 合計 (外貨準備、 金融派生商品 を含む) | 収益 | 1.70 | 1.43 | 1.58 | 1.79 | 1.91 | 2.11 | 2.12 | 1.81 | |
| | 為替変動 | 4.41 | -1.52 | -1.26 | -0.14 | 4.24 | 2.87 | -0.64 | 1.14 | |
| | その他調整 | 8.77 | -0.72 | -4.51 | -1.08 | -17.62 | 0.26 | 3.91 | -1.57 | |
| | 合計 | 14.88 | -0.81 | -4.20 | 0.57 | -11.47 | 5.25 | 5.39 | 1.37 | |

データ:財務省、日銀より当研究所が作成

【対外債権の債券・株式比率が債務サイドと同じと想定した場合の投資リターン変化】

推計の想定:

対外債権の内訳:2001 年の対外債権サイドの証券投資の内訳である株式投資と債券投資の比率(株式 17.6%、債券 82.4%)を、同年の対外債務サイドの株式投資と債券投資の比率(株式 56.5%、債券 43.5%)に変更。

対外債務の内訳:実績値のまま。

投資リターン :株式投資、債券投資の投資リターンは実績値のまま。

以上の想定のもとに推計した結果が図表 7 である。証券投資項目で見ると、投資収益リターン(インカム・リターン)、並びに為替変動によるリターンには大きな変化は起こらないが、株式投資の「その他調整」項目のマイナスのリターン・ギャップが 1.7%ポイント縮小する。その結果、対外債権全体のプラスの総合投資リターン・ギャップが 0.85%拡大する。実額では 01-07 年の期間累計で投資収益が株式のキャピタル・ゲインを中心に 30 兆円増加する。

図表7

収益率(推計)

(単位:%)

| | | 対外債権 | | | | | | | | |
|--------|-------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 平均 |
| 証券投資 | 収益 | - | 4.11 | 4.03 | 4.75 | 4.90 | 5.18 | 5.32 | 5.39 | 4.81 |
| | 為替変動 | - | 9.79 | -3.77 | -4.88 | -0.30 | 8.03 | 5.01 | -0.99 | 1.84 |
| | その他調整 | - | -9.47 | -16.08 | 11.12 | 10.34 | 5.69 | 8.26 | 1.44 | 1.61 |
| | 合計 | - | 4.42 | -15.81 | 10.98 | 14.95 | 18.90 | 18.59 | 5.84 | 8.27 |
| 対外債権全体 | 収益 | - | 3.22 | 2.83 | 3.01 | 3.24 | 3.66 | 3.87 | 4.17 | 3.43 |
| | 為替変動 | - | 8.49 | -4.29 | -5.20 | -0.97 | 7.85 | 3.61 | -1.59 | 1.13 |
| | その他調整 | - | -4.71 | -8.11 | 5.42 | 4.88 | 1.98 | 3.84 | 1.37 | 0.67 |
| | 合計 | - | 7.00 | -9.57 | 3.23 | 7.16 | 13.50 | 11.32 | 3.95 | 5.23 |

収益率(推計)－収益率(実績)

(単位:%)

| | | 対外債権 | | | | | | | | |
|--------|-------|------|-------|--------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 平均 |
| 証券投資 | 収益 | - | -1.00 | -0.42 | -0.02 | 0.13 | 0.17 | 0.13 | -0.07 | -0.15 |
| | 為替変動 | - | 0.78 | -0.27 | -1.48 | -0.11 | 1.09 | 0.75 | -0.23 | 0.07 |
| | その他調整 | - | -5.44 | -10.09 | 8.46 | 7.51 | 4.66 | 4.68 | 2.11 | 1.70 |
| | 合計 | - | -5.66 | -10.78 | 6.95 | 7.53 | 5.92 | 5.56 | 1.81 | 1.62 |
| 対外債権合計 | 収益 | - | -0.44 | -0.19 | -0.01 | 0.06 | 0.08 | 0.07 | -0.03 | -0.07 |
| | 為替変動 | - | 0.34 | -0.12 | -0.68 | -0.05 | 0.52 | 0.37 | -0.12 | 0.04 |
| | その他調整 | - | -2.39 | -4.52 | 3.87 | 3.59 | 2.25 | 2.30 | 1.06 | 0.88 |
| | 合計 | - | -2.49 | -4.83 | 3.18 | 3.60 | 2.85 | 2.74 | 0.91 | 0.85 |

<参考> 投資収益の増加効果 [投資収益(推計)－投資収支(実績)]

(単位:10億円)

| | | 対外債権 | | | | | | | | |
|------|-------|------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 合計 |
| 証券投資 | 収益 | - | -1,501 | -720 | -38 | 247 | 360 | 333 | -187 | -1,506 |
| | 為替変動 | - | 1,173 | -463 | -2,482 | -201 | 2,277 | 1,873 | -646 | 1,531 |
| | その他調整 | - | -8,167 | -17,149 | 14,148 | 13,842 | 9,749 | 11,666 | 5,889 | 29,979 |
| | 合計 | - | -8,495 | -18,332 | 11,629 | 13,888 | 12,386 | 13,872 | 5,056 | 30,004 |

データ:財務省・日銀データを基に当研究所にて推計

【対外債権の債券偏重の原因と改善策】

以上の通り、日本の対外投資ポジションは対外債務に比較して対外債権が債券保有に傾斜している結果、01年－07年の期間で約30兆円の期待利益を逸していることになる。こうした債券保有バイアスの原因として考えられる原因は次の通りである。

- ① 9969億ドル(約105兆円、2008年5月末時点)の外貨準備の多くは米国の短期、中期の財務省証券に投資されており、日本の対外債権における債券比重の高さの一因となっている。
- ② 2004年以降急増した外貨投資信託(公募投資信託)は、2008年5月末時点で34.5兆円の残高になったが、投資残高の58.3%が海外債券(多くは政府債)、

25.2%が海外株式、その他資産 16.5%の構成となっており、やはり債券投資に傾斜している。これは個人投資家層の高金利選好を反映した結果と考えられる。

- ③ 機関投資家については、2007年3月末時点で「保険・年金基金」総計で78.6兆円の対外証券投資残高がある(日銀資金循環表)。その内訳は同データでは不詳だが、対外証券投資の債券と株式の取得・売却のフローデータから見る限り、やはり一定の債券投資への傾斜が推測できる。保険会社の財務の健全性を確保する目的で保険業法では、資産運用について、国内株式30%、外貨建資産30%、不動産20%、特定運用資産10%、任意運用資産3%という限度額(一般勘定資産合計に対する比率)が設定されており、生保の外貨建資産比率は11.1%(各社平均、07年3月末時点)、損保は同16.8%である。外貨資産の運用比率についても相応に保守的な資産配分がなされている(例えば、日本生命は海外債券と海外株式の比率は3.1対1.0である)。一方、欧米からの対日投資については、ヘッジファンドなどそうした規制制約を受けない、あるいは投資行動におけるリスク許容度の高い投資家層の比率が高いと考えられる。

外貨準備については、「支払い手段」としての保有の性格上、流動性の高さや、信用リスクの点で基軸通貨ドルを中心とする政府債で保有すべき(財務省筋)との意見と、日本でもソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)を導入し、対外投資リターンの向上を追求すべきだという主張とに議論は分かれている。(本件の論考は別の機会に行う。)

個人を含む民間投資家層の債券投資傾斜には、高金利選好が基調にあると考えられるが、もとより為替変動や価格変動も含めた総合リターンでは「高金利＝高リターン」を意味しない。購買力平価原理に基づいて考えれば、高金利通貨＝高インフレ通貨であり、金利格差は長期的には為替相場下落で概ね相殺される。こうした市場の原理は、未だ個人投資家層に基礎的な知識として共有されるものとなっていない。

一方で海外の株式への投資は、世界的に有名な一部のグローバル企業を除けば、個別株としては企業名すら馴染みの乏しい海外の株式群から多くの個人投資家が自己の判断で投資銘柄を選定するのは困難であろう。ただし、海外主要株式市場の代表的なインデックスをベースにしたETFの日本での上場、導入が増えれば、個人投資家でも海外株式を投資資産に加えることがずっと容易になろう。

そういう意味で、金融・投資リテラシーの教育と同時に、個人投資家が投資し易く、かつ手数料コストの低い海外エクイティ投資商品の導入、普及が、日本の対外投資リターンをマクロ的に向上させるために求められていると言えよう。

以上

(参考文献)

- 財務省・日本銀行「平成 19 年末現在本邦対外資産負債残高」2008 年 5 月 23 日
高安健一「急拡大する国際資金フローと日本の位置」日本総合研究所、環太平洋ビジネス情報、
RIM (Vol. 7, No. 24
竹中正治「米国の対外投資収益率が高い本当の理由」ワシントン情報、2005/No. 103,三菱東京U
FJ銀行ワシントン駐在員事務所、2005 年 12 月 18 日
西垣英樹「日本の対外証券投資の拡大と当面の投資環境」国際金融 1176 号、2007 年 5 月 1 日
日本総合研究所「拡大する所得収支黒字と投資立国実現への課題」マクロ経済レポート、No.
2007-1, 日本総合研究所調査部、2007 年 4 月 4 日
百瀬泰「貿易立国から投資立国へ、今後の我が国の長期対外経済戦略」国際金融 1166 号、2006
年 7 月 1 日
Congressional Budget Office of the U.S. “Why Does U.S. Investment Abroad Earn Higher Returns
Than Foreign Investment in the United States?” 2005

Copyright 2008 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3235-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>