

成熟した債権国へ

同志社大学大学院
総合政策科学研究科 教授 林 敏彦

1. はじめに
2. 重要性を増す所得収支
3. 日本の対外投資
4. 日英の投資収益率格差
5. 債権大国への道

1. はじめに

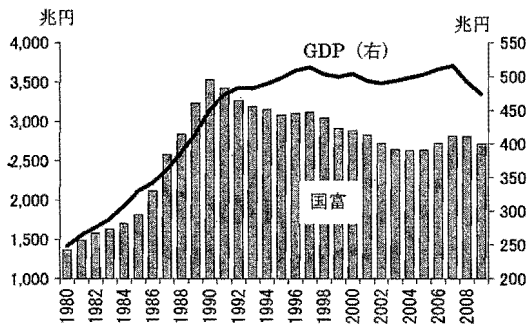
バブル崩壊後、失われた20年が語られるようになって、今後日本は安定成長すら望めないのではないかという懸念が高まっている。東日本大震災もタイの洪水も、現代のグローバル・サプライチェーンの脆弱性を印象づけ、日本の技術や「ものづくり」への回帰が熱い話題になればなるほど、時代はもっと先へ進んでいるのではないかという疑念が頭をもたげてくる。加えて長期的には、人口減少が予想され、生産活動が作り出すフローの付加価値を追い求めるよりも、蓄積されたストックの活用を考えなければならないとの主張も真実味を帯びて聞こえる。

こうした流れの中で志向されるのは、高齢化し、減少していく人口を抱えながら、物的資産や金融資産を巧みに運用し、世界の成長著しい地域から収益を環流させるというフィ

ナンシア（資産家）国家への方向である。日本は成熟した債権大国として世界の高成長地域に投資して、資産運用で身を立てるしかないのだろうか。

はじめに確認しておきたいのは、フロー経済が衰退する中でストック経済が成長することはあり得ないということである。図表1は1980年以降の日本の名目GDPと国富の推移を93年SNA基準値で示している。日本経済は1980年から90年までの好景気とバブル経済を背景に、国富は3千兆円、GDPは450兆円を超えるようになった。しかし、バブル崩壊後の長期的停滞の中で、GDPが成長しなくなると、国富も減少するようになった¹。理論的にも現象的にも、フロー経済の衰退とストック経済の繁栄が続くことはあり得ないのである。

図表1 日本のGDPと国富



¹ 2005年基準のSNAによれば、2010年末で、日本の国民資産残高は8,500兆円、金融資産は5,715兆円、非金融資産は2,785兆円、日本の正味資産（国富）は3,036兆円である。

それでもなお、高度成長期のように、ストックの蓄積が薄く、フローの稼得が唯一の成長の源泉だった時代と異なり、今日では、厚くなったストック活用の重要性が増しているとの指摘は当たっている。問題は、ストック活用にも技術と洞察が必要だという点である。

2. 重要性を増す所得収支

日本の経常収支に構造的な変化が起きている。経常収支は、貿易サービス収支、所得収支と経常移転収支とから成っている。日本では、貿易サービス収支の黒字が長期にわたって続き、所得収支は大きくないという状態が続いてきた。ところが、2011年日本の貿易サービス収支は赤字に転じた。これは主として東日本大震災の影響によるものと考えられるが、図表2に示したように、貿易サービス収支の赤字を補って所得収支は黒字幅を拡大し、経常収支は黒字を保っている。

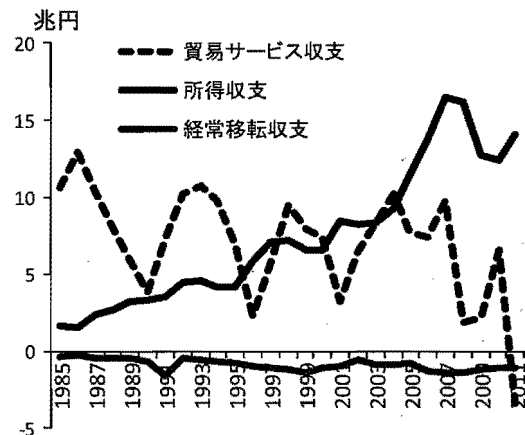
所得収支とは国際収支における雇用者報酬と投資収益の合計である。これを分解すると、雇用者報酬の収支、すなわち日本人が外国で

稼得した所得のうち国内に送金した額と、外国人が日本で受け取った雇用者報酬のうち海外に送金した額との差は、わずかなマイナスである。従って所得収支の黒字は、ほとんどすべて直接投資収益の差額と、証券投資収益の差額からなっている。そのGDPに対する比率はおよそ2%で、言い換えれば、日本はGDPの成長1年分以上の所得を、内外の資産運用の差額で稼ぐようになっている。

このことから、日本はこれまでの蓄積を対外的に運用して、その収益で国民の生活水準を維持する「成熟した債権国」になるべきだとの見方が出てくる。債権大国日本の姿は、ほかの形でもみとれる。例えば、日本の外貨準備は2011年6月末で1兆ドルを超えており、3兆ドルを超える中国に次いで世界第2位である。

また、米財務省によれば、11年8月末時点で、米国国債残高14兆ドルの34%は外国人により保有されているが、その外国人保有分のうち25%は中国、20%は日本が所有している。しかも、中国はポートフォリオ分散化のため、米国国債の保有残高を少しずつ減らしているのに対して、日本は着実に保有残高を増やしている。世界銀行や国際通貨基金（IMF）への出資額でも、日本は中国と1位、2位を競っている。

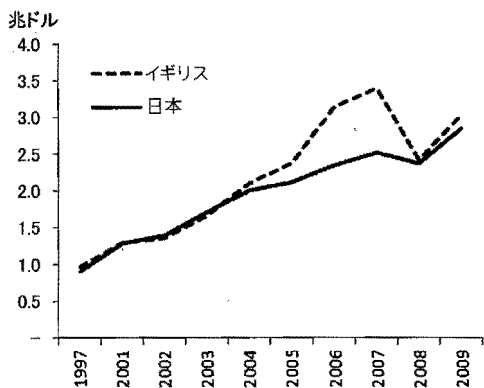
図表2 日本の経常収支



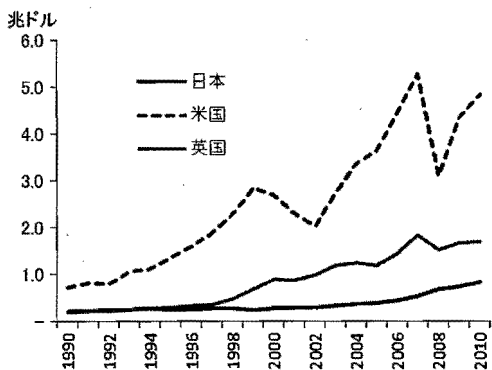
3. 日本の対外投資

国内経済に投資先を見いだせない企業資金は、新たな市場、生産基地、労働力、情報源を求めてグローバルな展開を強めている。円高を背景に2010年に日本から出ていった対外直接投資のフローは500億ドルで、これはイギリス、アメリカ、ドイツ、フランスよりも

図表3 日英の対外証券投資残高



図表4 日米英の対外直接投資残高



大きい。収益のベースとなるストックで見ても、日本の対外証券投資残高はイギリスと比べて遜色がない。図表3には日英の対外証券投資残高の推移を示しておいた。

実は、対外投資で最も大きな差が出るのは、直接投資なのである。2010年末の日本の対外直接投資資産は7400億ドルであるのに対して、ドイツ、フランスはともに1兆3000億ドル、イギリスは1兆5000億ドル、アメリカ米国は4兆5000億ドルと、蓄積の厚みが全く異なる。

4. 日英の投資収益率格差

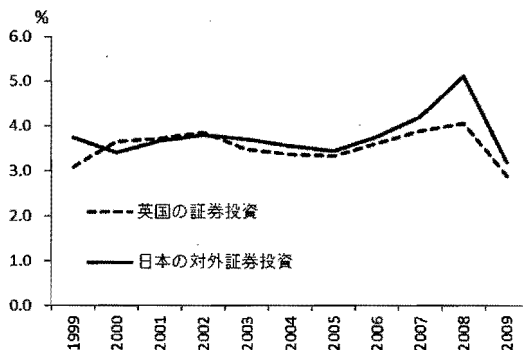
それだけではない。海外への投資収益率を

日英で比較してみよう。図表5は日英の証券投資収益率の推移である。ここで証券投資収益率と呼んでいるのは、国際収支統計の対外証券投資残高に対する同年の対外証券投資収益の比率のことである。言わば、国単位のマクロの投資収益率を表している。

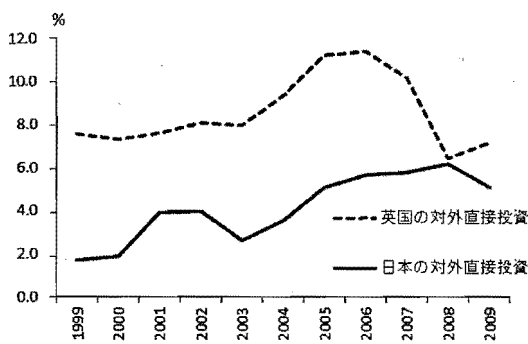
図表5によれば、この対外証券投資収益率は日英とも3.5%程度で、両者の間にほとんど差は見られない。金融資産の運営に関する限り、日本の証券投資の収益率はイギリスと肩を並べている。実は、両国の対外投資の運営に最も大きな差が出るのは、対外直接投資の収益率である。

上図の場合と同様に、日英の直接投資収益率を、対外直接投資収益の対外直接投資残高に対する比率として計算してみると、1999～2000年の平均で、イギリス8.56%に対して、日本は4.13%でしかない。つまり、イギリスは日本の2倍の対外資産残高を保有し、対外

図表5 日英の対外証券投資収益率



図表6 日英の直接投資収益率



直接投資資産の収益率も日本の2倍を実現している。

さらに、対外直接投資が国内の総資本形成に占める比率は、英米の15.5%に対して日本は5.1%にすぎない。イギリスもアメリカも、対外直接投資の高収益率を目的として、国内資本形成の15%以上を海外に投資している。これに対して、日本の対外直接投資は収益率が低く、国内総資本形成に占める比率も英米の3分の1である。

それでは、イギリスもアメリカもGDPの3%以上の経常収支赤字を抱えていながら、なぜそれほどの対外直接投資が可能なのであろうか。その答えは、これらの国を巡る資本の動きにある。実は、債権大国としてのイギリスは、経常収支で稼いだ資金を海外に投資しているのではなく、経常収支の赤字を補填する以上の直接投資と証券投資を国内に呼び込み、それをもとに余剰資金を海外に投資しているのだ。この傾向は、アメリカ、フランスなど経常収支の赤字と対外直接投資を両立させている国に共通している。

5. 債権大国への道

これが、イギリス、アメリカ、フランスの事例から浮かび上がる現実の債権大国の姿である。それは日本、ドイツ、中国のように経常収支の黒字を資本輸出している国ではなく、自らが一種の金融仲介国あるいは投資仲介国として、世界中から投資資金を呼び込んで国内の実物投資を賄い、それをもとに余剰資金を海外に投資している国なのである。

こうした状況を可能にするには、国内では外資に有利な投資機会を提供するとともに、対外的にはそれを上回る収益案件に投資しな

ければならない。イギリスは、銀行も自動車メーカーも大手のデパートも外資に渡しつつ、自らはEU、米国、アジアに積極的に投資している。

このようにみえてくると、日本が成熟した債権大国になれるかどうかは、逆説的だが、日本が今以上に積極的に外資を受け入れる準備があるかどうかにかかっているといえよう。これまでのように節約し、合理化を進め、爪に火をともしようにして生み出した資産をローリスク・ローリターンで運用するだけでは、日本の国際経済への貢献は限られたものになる。

このことは、家計貯蓄率がやがてゼロにまで低下すると予想される国内貯蓄の動きを勘案するとき、一層真実味を帯びてくる。日本の家計は壮年世帯の貯蓄率に変化はないものの、高齢者世帯が貯蓄を取り崩すに従って、家計セクター全体としては余資を生まなくなっている。

マネーフローとして、家計部門に余資を期待できなくなれば、政府部門の赤字をファイナンスするには、企業部門に余資が発生するか、海外から資金を呼び込むしかなくなる。それには外国に日本の国債を所有してもらうという直接的方法よりも、海外からの直接投資を呼び込んで国内の投資に参加してもらい、他方、日本企業としては自らの比較優位を發揮できる地域に進出して対外投資する方がはるかに望ましいと思われる。

では、イギリスほどの地域に直接投資を行って高収益を確保しているのだろうか。図表7は日英の直接投資先を比較したものである。イギリスの戦略として気づくことは、①日本もイギリスも比較的近隣諸国への投資比率が高い、②イギリスの方が先進国向けの投資比率が高い、③日本はアジアやOECDを除く世界への投資比率が高い、ということであ

る。すなわち、イギリスは比較的成熟した先進国に直接投資を行い、収益率を確保している。

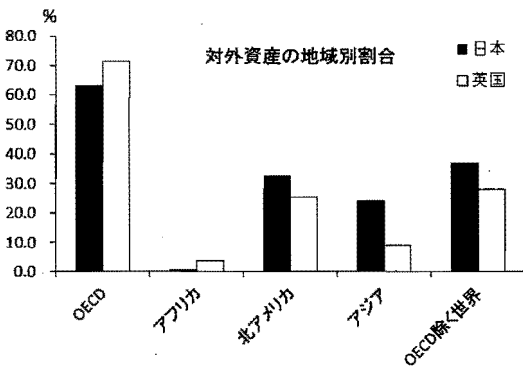
では、アジアや非OECD諸国への投資比率が高い日本の直接投資は、将来的に収益率の向上が望めるだろうか。それを見極めるためには、それぞれの地域の長期的発展パターンに見当をつけておく必要がある。図表8は、筆者が計算した各地域の合計GDP（2010年価格、購買物価平価による比較）が2100年までたどると予想される推移である²。

これによると、地域として、ASEAN、日本、中国、韓国およびインドを含めた「アジア」は2030年頃から衰退が始まる。南米もオセア

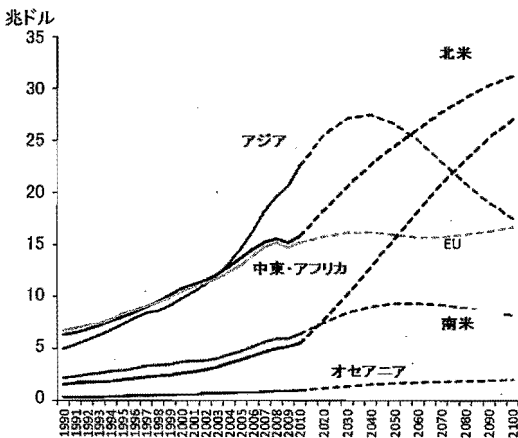
ニアも比較的低位の状態ではピークアウトする。ヨーロッパ（EU）は、2010年水準を長期にわたって維持する。めざましい発展が望めるのは、中東とアフリカを合わせた地域で、2100年には北米に次ぐ大きな経済圏となる。そして、長期的に最も成長が望めるのは、カナダ、アメリカを合わせた「北米」地域である。

90年も先のことを予測するのは難しいが、この予測は、過去100年程度のそれぞれの地域における実質GDPと人口との関係から、将来を予測したものである。日本からの対外直接投資が向かう先を考えるに当たって、目先の収益率も重要だが、こうした世界史的視野を持つことも重要なのではないだろうか。□

図表7 直接投資先日英比較



図表8 世界経済の超長期予測



² 計算の根拠等については林敏彦「世界経済の超長期展望」アジア太平洋研究所『分析レポート』No. 9、2012年 (http://www.apir.or.jp/ja/analysis/_pdf/1437_Pdf.pdf) を参照のこと。