

所得収支の黒字が経常黒字を維持

【ポイント】

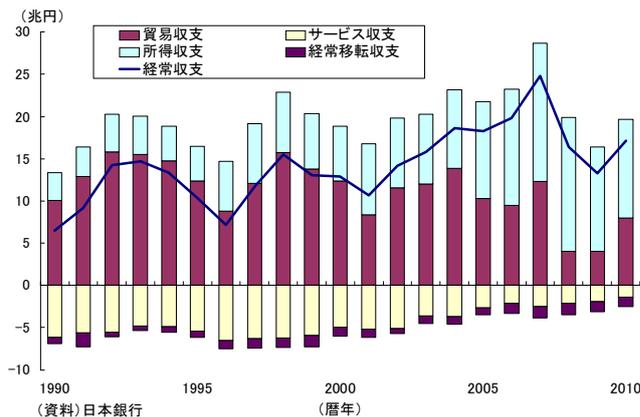
1. 世界的に国の財政赤字が問題となる中、国債利回りが低水準で推移しているわが国も、経常収支動向次第では、国債が暴落するとの見方がでている。
2. その経常収支は、貿易黒字が縮小する一方、所得収支が対外債権の増加を背景に、07年にかけて右肩上がり増加していることで、黒字を維持している。
3. 今後についても、証券投資収益が減少する一方、直接投資収益が増加するとみられ、所得収支は潤沢な黒字を維持するとみられる。

欧州の債務問題深刻化は、先進国一財政収支が悪化しているわが国にとって、対岸の火事ではない。国内の潤沢な余剰資金を背景に、足元では長期金利は低位安定しているが、国債市場が混乱するきっかけとして、高齢化で国債の国内資金での消化が困難となり、フローの資金が流入超となる「経常赤字への転落」を危険信号とする専門家も多い。その考えが市場に浸透すれば、赤字が視野に入った段階で国債が暴落するリスクが高まる。その経常収支であるが、構造は大きく変化している。海外需要動向次第である貿易収支は、歴史的な円高、発電燃料の輸入増、生産拠点の海外シフトなど先行き不透明感が強く、既に1～8月累計の貿易収支は、震災の影響が大きく赤字に転落している。貿易赤字が直ちに定着するとはみていないが、経常黒字を維持するには、所得収支の黒字が不可欠である。その所得収支に焦点をあて動向を整理したい。

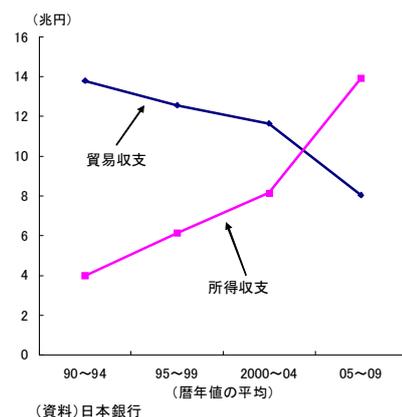
1. 経常収支の推移

はじめに経常収支の動向を確認する。経常収支の推移（暦年）をみると、海外景気や為替動向などに左右されながらも、大幅な黒字となっている（図表1）。内訳をみると、サービス収支、経常移転収支が赤字になる一方、貿易収支、所得収支が黒字となっている。外需の影響を強く受ける貿易収支は変動幅が大きく、90年代は、経常黒字は貿易収支に左右される側面が強かった。それにより経常黒字は10兆円を下回る局面もあったが、97年以降は10兆円以上の金額で推移し、07年には24.8兆円と過去最高を更新した。その間、貿易収支と所得収支の動向は正反対の動きを見せている。図表2は、景気循環要因などの影響を軽減するために、5年毎の平均値をそれぞれ示している。貿易黒

図表1. 経常収支の内訳の推移



図表2. 貿易収支と所得収支



字が 13.8 兆円でピークをつけた 90 年代前半は、所得収支の黒字は 4.0 兆円と貿易黒字の 3 割にすぎなかったものの、右肩上がりが増加し、2000 年代後半には 13.9 兆円まで拡大している。一方、貿易黒字は徐々に縮小し、2000 年代後半には 8.0 兆円とピークの約 6 割の水準まで落ち込んでいる。経常収支の発展段階説に従えば、未成熟の債権国から成熟した債権国へと移行している局面にあるとみられる。以上のように、経常黒字を稼ぐ主因は、貿易収支から所得収支へとシフトしている。

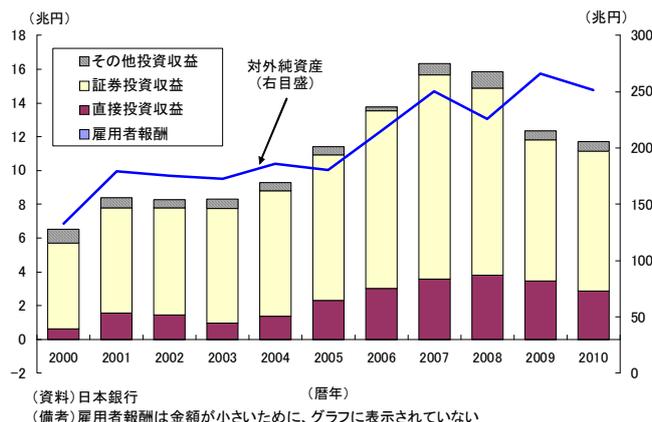
2. 対外債権の増加を背景に、右肩上がりが増加していた所得収支

図表 3 は、経常収支において存在感が高まる所得収支の推移を示している。所得収支は 2000 年には 6.0 兆円であったが、04 年から 07 年にかけて増加している。この増加は、対外純資産が増加していることが主因である。その純資産は 133.0 兆円（2000 年末）から直近ピークである 09 年末には 266.2 兆円と倍増している。ただし、残高が増えながらも、09 年には前年比 22.2% 減と大幅減となったが、ドルベースでは同 14.0% 減（当社試算）にとどまり、円高進行が所得収支を大きく押し下げた。所得収支は、雇用者報酬、証券投資、直接投資、その他投資に分けられるが、95%（2010 年）を証券投資と直接投資で占めており、所得収支はその両者に左右されることになる。下記ではその動向を詳細に把握したい。

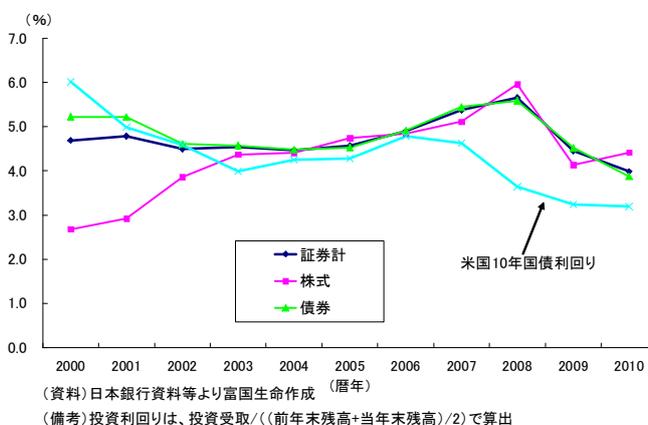
（1）証券投資収益の動向

特に証券投資収益が所得収支の黒字に貢献している。証券投資収益は、2000 年の 5.1 兆円から 07 年には 12.1 兆円と急拡大し、運用環境が急激に悪化したリーマンショック後に減少したものの、10 年でも 8.3 兆円の水準を維持し、所得収支全体の 7 割程度を稼いでいる。国内の機関投資家が外国証券を積みましたことなどで、証券投資残高（資産）が着実に増加したことが一つの要因である。その残高は 2000 年末が 150.1 兆円であったが、07 年末には円安進行もあり、287.7 兆円と急増している。2010 年末の内訳をみると、株式が 2 割、債券が 8 割（中長期債 78.8%、短期債 0.9%）と、大半が中長期債となっている。また、残高増に加えて、高い投資利回りであったことも証券投資収益の押し上げ要因である。図表 4 は、収益を残高で除して計算した投資利回りの推移であるが、証券投資利回りは、2000 年以降 4.5% 程度の横ばい推移であったが、長期金利の上昇や株式の配当利回りの上昇などにより、08 年にかけて緩やかに上昇している。その後は、景気の先行き懸念が高まる中、金融危機によるリスク資産回避の動きなどにより、海外の投資環境は悪化し、投資利回りは低下傾向と

図表 3. 所得収支の内訳の推移



図表 4. 証券投資利回りの推移

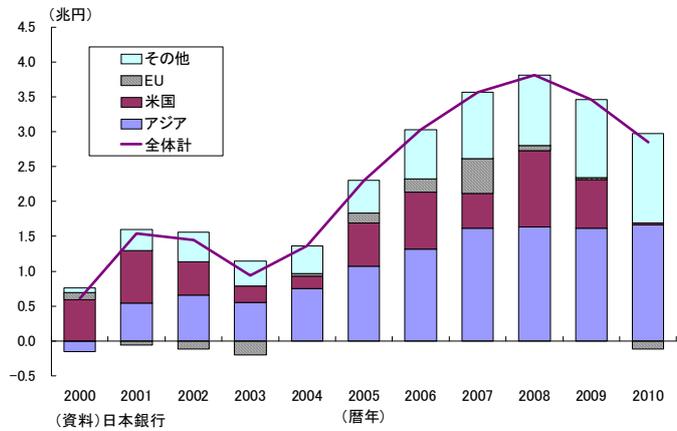


なっている。その一方で、負債側の支払の利回りは概ね横ばいで推移していることから、受取から支払を差し引いた収益は減少幅が大きくなっている。

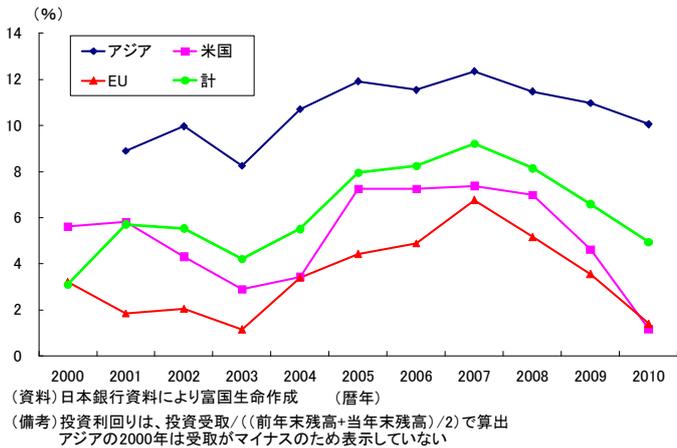
(2) 直接投資収益の動向

次に、所得収支の4分の1を占める直接投資の動向を確認する。この投資は、資本を所有することから生じる利子・配当金、再投資収益が計上される。証券投資は、地域別では米国や欧州、タックスヘイブンのケイマン諸島が中心であるが、直接投資収益は、欧米のウエイトは大きくない。直接投資収益の推移をみると、海外経済や為替動向の影響で減少する年もあるが、2000年の0.6兆円から概ね増加傾向となっており、08年には3.8兆円まで拡大、2000年比6倍強となっている(図表5)。地域別では、中南米や大洋州を中心にその他地域が増加しているのに加え、アジアの存在感が高まっているのが特徴的である。経済産業省の海外事業活動基本調査をみると、現地法人数は01年度から09年度にかけて、欧米がそれぞれ数百社の増加にとどまる一方、アジアは中国を中心に急増し、6,345社から11,217社に増えている。アジアへの直接投資は、日本から近いという地理的な利点に加え、製造拠点や消費市場としての魅力が増していることで、着実に増加している。この累積投資が、アジアの高成長と相俟って右肩上がりの収益を生み出し、07年以降1.6兆円台の収益を維持している。また、投資利回りをみても、アジアの利回りは際立って良好である(図表6)。利回りが高まった局面でも7%程度にとどまっている欧米に比べ、アジアは04年以降10%を上回って推移している。

図表5. 直接投資収益の推移



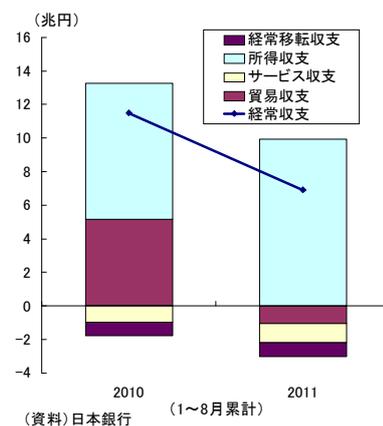
図表6. 直接投資利回りの推移



3. 足元の所得収支の動き

11年入り後の経常収支は黒字幅が縮小している。震災の影響で輸出が減少する一方、輸入が増加したことで貿易収支が、1~8月累計は赤字となり、経常収支を押し下げている。一方、同期の所得収支の黒字は前年比22.2%増と前年を上回る9.9兆円となっている。11年前半は、世界経済は緩やかな回復過程にあり、証券投資収益、直接投資収益ともに前年を上回っている。震災の影響で構造的に貿易黒字の増加が見込みにくい状況下にある中で、所得収支は、

図表7. 経常収支の推移



累積投資に左右されるため、安定的に黒字を確保し、両者の違いが鮮明となっている。

4. 今後の所得収支の見通し

今後の所得収支は、為替動向にもよるが、当面は 07 年のピークを上回らないと考えている。所得収支の黒字は主に証券投資、中でも欧米向けの債券投資からの利子の受け取りが中心である。大半が中長期債であるため、これまでの利回りの高い債券が残存していることで直ちに利回りが低下する訳ではないが、足元の中長期債の利回りが米独ともに低下しており、徐々に証券投資利回りが低下していくとみられる。欧米ともに様々な構造問題を抱え、期待成長率は高まりにくい状況にあり、いわゆる悪い金利上昇を除けば長期債の利回りはリーマンショック前の水準を回復するには時間がかかるだろう。その一方で、安定した黒字を計上するとみているのが、直接投資収益で

あり、累積した投資が着実に収益の源泉になるとみている。特に、アジアは、中国を中心に中間層が台頭するにつれて内需が拡大し、それにわが国の直接投資が増加することと相俟って、直接投資収益は増加傾向になることが見込まれる。図表 8 は上記に沿って試算した所得収支の見通しである。為替動向次第では、上振れ、下振れする可能性はあるものの、為替レートが現行水準で推移すると、2011 年に微増となった後は一旦減少し、その後は増加傾向になる結果となり、所得収支は 12~13 兆円台の黒字を確保できるとみられる。グローバル経済の先行きは不確実性が高まっているものの、資本移動が急激にみられたアジア通貨危機のような事態が起きなければ、安定的に所得収支は黒字を確保すると考えている。

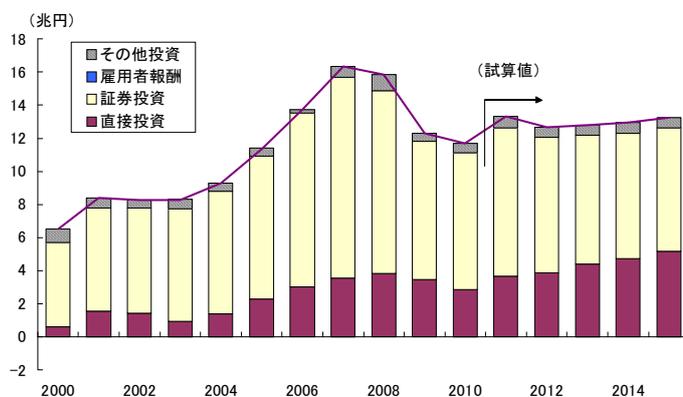
5. まとめ

サービス収支と経常移転収支は合計で 3.4 兆円（05~10 年平均）の赤字幅で推移し、所得収支の黒字が 12~13 兆円台を確保すれば、貿易収支が 8~9 兆円の赤字になるまでは経常収支は黒字を維持するとみられる。ただし、所得収支の増加に寄与する企業の海外進出は、反面、貿易収支が悪化する要因となり、主力輸出製品である自動車をはじめ、電機、一般機械において生産の現地化が加速するとわが国の輸出は減少することになる。また、原発停止による火力発電の増加は原油や天然ガスなどの輸入増となる上、資源価格動向次第では、輸入金額が膨らむことになりかねない。

所得収支の黒字が潤沢な内に、財政再建の道筋を描く必要がある。野田政権には、将来展望の描ける持続的な歳出抑制と抜本的な歳入改革などの歳入の見直しに加え、成長戦略など先送りされてきた懸案事項に対し、早急な対応を期待したい。

（財務企画部 森実 潤也）

図表 8. 所得収支の見通し



(資料) 日本銀行資料により富国生命作成 (暦年)
(備考) 雇用者報酬は金額が小さいために、グラフに表示されていない

試算の主な前提(2012年以降)
 ①雇用者報酬、その他投資収益は過去3年平均値を使用
 ②証券投資、直接投資は残高、利回りを用いて試算している
 ③証券投資収益はアジア、米国、EU、その他地域それぞれに試算
 1.すべての地域の残高は2010年の値
 2.利回りは長期金利の低下を考慮(当社推計)している
 ④直接投資収益はアジア、米国、EU、その他地域それぞれに試算
 1.残高は現地通貨ベースの過去3年の増分が継続すると仮定
 2.利回りは過去2年の平均値を使用
 ⑤為替レートは現行水準で推移
 円ドルが1ドル80円、円ユーロが1ユーロ105円