

## 経常収支赤字の呪縛から逃れるには

### 一 「貿易立国」から「投資立国」への転換

日本リサーチ総合研究所 調査研究部  
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314  
hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

#### ■ . . .

日本の経常収支（原数値）は昨年10月以降4か月連続で赤字となり、「経常収支赤字は定着化するのか」という懸念が広がっている。直近2月の経常収支は原数値で6,127億円の黒字となったが、季節調整値では▲414億円の赤字であり、経常収支はなお赤字傾向が続いているといえる。

よく知られるように、経常収支赤字の主因は貿易収支にある。貿易収支は2011年以降赤字基調にあり、季節調整値は今年2月まで29か月連続で赤字が続いている。4月21日に公表された3月の貿易統計は▲14,463億円（季節調整値▲17,142億円）の大幅な赤字となり、国際収支上の貿易収支（貿易統計と若干定義が異なる）も大幅な赤字になったと見込まれる。

東日本大震災後の原発停止による液化天然ガス（LNG）の輸入が急増したことや円安による輸入金額の押し上げ、最近では消費増税前の駆け込み需要なども輸入を増加させる要因になっている。一方、輸出は中国を中心とするアジア市場の成長が鈍化していることや、製造業中心とする現地生産化が進んでいることで、かつてのような円安による輸出ドライブが効かなくなっている。

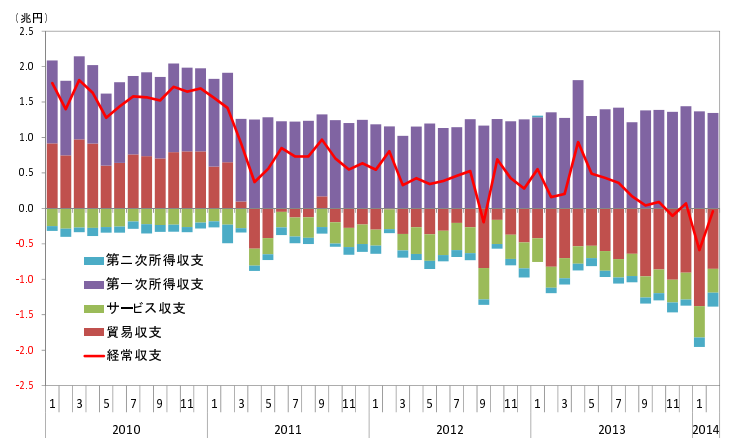
#### ■ . . 直接投資収支の黒字拡大が必要

##### 一 「貿易立国」に代わる「投資立国」

企業の海外シフトの流れは続いており、貿易収支の赤字傾向は今後も続く可能性が高い。輸出が成長をけん引する「貿易立国」の時代に戻ることは難しいだろう。貿易構造が . . . 中、戻るべきでもない . . .

貿易収支に代わって黒字要因 . . . 注目されているのが第一次所得収支である。第一次所得収支は対外金融債権・債務から生ずる利子・配当等の収支を指す。第一次所得収支はリーマンショックによって黒字幅が減少し

図表 1



出所:「国際収支統計」財務省より作成

たが、その後は緩やかな拡大を続けている。黒字の主たる源泉は直接投資と証券投資であり、2月の数字をみると直接投資収支は3,400億円の黒字、証券投資収支（季節調整後）は9,598億円の黒字と証券投資収支の黒字額が大きい。

第一次所得収支以外で黒字要因として期待されるのがサービス収支である。サービス収支には、「輸送」、「旅行」、「特許等使用料」等が含まれる。サービス収支全体は今も赤字であるが、長期で見ると赤字幅は縮小傾向にある。特に旅行収支は最近の外国人旅行客の増加等も手伝って赤字が急速に縮小している。特許等使用料の収支は2000年代に黒字化し、それ以降も黒字を続けている。同収支項目には日本の海外子会社から本社へのロイヤリティ送金も含まれており、日本企業の海外進出に伴って増加しているものとみられる。

#### － 直接投資より証券投資への依存が高い日本

このように貿易収支を黒字にすることが困難となる中、所得収支とサービス収支で経常収支の安定性を図る構図になりつつある。経常収支の安定性とは単に赤字や黒字の大きさのことではなく、**経済の体質強化を伴ってはじめて安定性が生まれる。**

こうした観点から第一次所得収支をみるといくつか課題が浮かび上がる。第一次所得収支の主要項目である直接投資収支と証券投資収支の黒字額をみると、日本は3対7の割合で証券投資収支が大きいのに対し、米国は8対2の割合で直接投資収支が大きい（図表2）。証券投資の場合、金融市場で裁定が働くことで投資対象国の実質金利は一定の値に収束する傾向がある。したがって証券投資では自国に投資しても海外に投資してもインフレ調整後の実質収益率に大きな差は生まれにくい。これに対し、海外の工場などの実物資産に投資する直接投資はビジネス戦略など様々なリスクを含む分高いリターンが期待され、金融商品のような裁定も起こりにくい。対外投資で他国より高いリターンを上げるには証券投資よりも直接投資中心とする構造に変える必要がある。

図表2

#### ■ 現地企業の利益率の改善が重要・・・

所得収支の黒字をさらに増加させるには、高いリターンが期待される直接投資を増やすことが求められる。では実際に日本の直接投資はどの程度のリターンを生み出しているのだろうか。

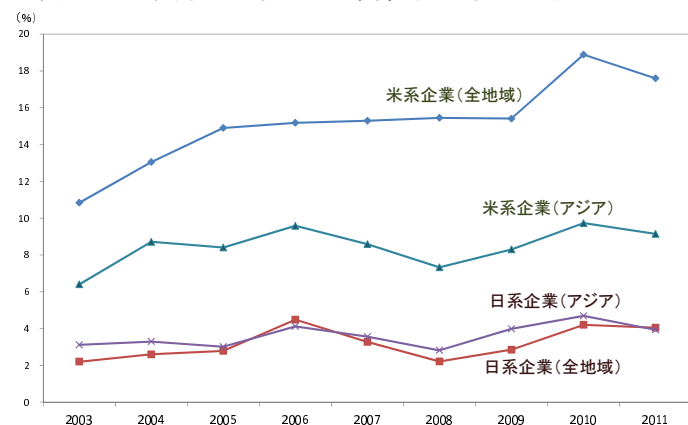
海外で活動する現地法人企業の利益率（売上高純利益率）を日米で比較してみると、日系企業と比べて米系企業の利益率の高さが際立っている（図表3）。米系企業と日系企業の利益率の差はアジアにおいて約5%、全体で見ると10%以上の差がみられる。対外資産の中心が直接投資であり、かつ他国に比べて高い投資リターンを生みだしているのが米国の強みである。日米現地企業の利益率の差をもたらしている背景としてしばしば指摘されるのが進出形態の差である。日系企業は現地で新規に法人を設立するグリーンフィールド型の投資が多い一方、米系企業の進出はM&Aで現地企業を買収するケースが多い。減価償却負担などコスト面の違いが利益率の差をもたらしている可能性がある。

進出業種の違いも大きい。製造業は日系企業も米系企業も利益率にそれほど大きな差がみられないが、非製造業は米系企業が日系企業の利益率を大幅に上回っている（図表4）。日米現地企業の利益率の差は非製造業の利益

率の差と言い換えることができる。

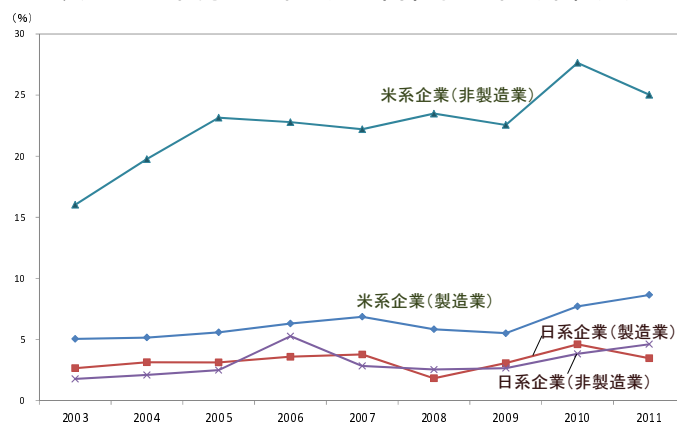
このように非製造業を中心とする米系企業の利益率の高さは際立っている。それゆえ米国は対外純負債国であっても所得収支の大幅な黒字を記録し続けていると言える。リスクの高い海外での投資は国内での投資より高くなければ合理性を持たない。日系企業と比べて米系企業は国内より高い利益率を得られる海外プロジェクトに投資を行っている。所得収支の黒字を増やすには直接投資の利益率を高めることが不可欠である。

図表3 日米現地企業の売上高純利益率（地域別）



出所:「海外事業活動基本調査」経済産業省、  
「Financial and Operating Data for U.S. Multinational Companies」米商務省より作成

図表4 日米現地企業の売上高純利益率（業種別）



出所:「海外事業活動基本調査」経済産業省、  
「Financial and Operating Data for U.S. Multinational Companies」米商務省より作成

## ■ 「黒字 or 赤字」の議論は不毛 ～経済の活動レベルを高めることが重要

経常収支赤字を問題視する議論の中には、「国内貯蓄で国債が消化できなくなる結果、対外ファイナンス問題に発展する」といった赤字悪玉論も散見される。こうした議論で見過ごされているのは、経常収支とはあくまで経済活動の結果としての収支尻に過ぎないという点にある。黒字であれ赤字であれ、どのような経済活動を経ているかが重要な点となる。赤字であっても経済活動が活発で高い付加価値を生み出し続ける国の国債にリスクプレミアムを要求する投資家は少ないだろう。米国のように対外純負債国でも利益率の高い海外投資を積極的に行うことで高い経済活動が維持されていれば対外ファイナンス問題に晒される危険性は低い。しかし活動レベルが低い状態で経常収支赤字が続くようであれば対外ファイナンス問題が発生する危険性は高い。

この点を所得収支の受取と支払の状態で表現したのが図表5である。

図表：所得収支の状態と経済活動のレベル