

第2節 人口減少時代における対外経済構造変化と資産の運用

前節では、日本の対外収支の中心が貿易から投資に移行しつつある点について確認した。こうした我が国と海外経済とのかかわりは、人口減少、とりわけ総人口よりも生産年齢人口が一足先に減少する中で今後どのように変遷する可能性があるだろうか。本節では、先行分析事例をサーベイすることで、今後我が国が向かうであろう姿について考察する。具体的には、国際収支を Crowther (1957) が提唱した国際収支の発展段階説でみた場合に、成熟した債権国に差し掛かっている点を確認する。その後、増加している海外資産からの収益力強化によってGNIベースでみた成長を継続するためには何が必要かについて検討する。

1 人口動態と対外経済構造

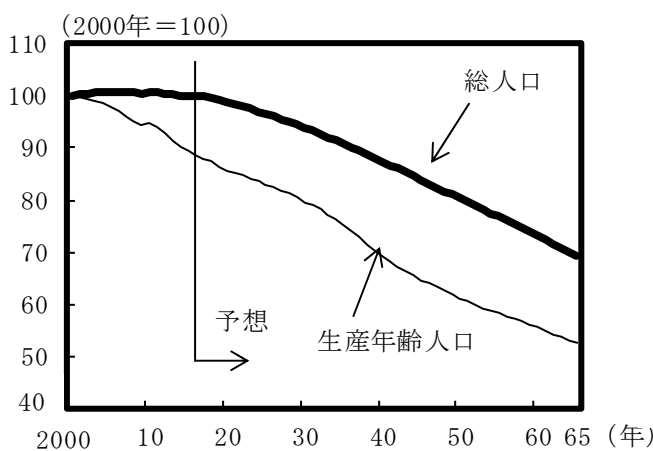
(我が国では総人口よりも生産年齢人口が一足先に減少)

まず、人口の影響について考える前に、我が国の人口動態を確認すると、既に総人口の減少よりも生産年齢人口の減少が進んでおり、こうした構造は変わらずに推移すると見込まれる(第3-2-1図(1))。また、こうした生産年齢人口の減少を伴う総人口の減少の結果、高齢化も加速するが、その動きについて、世界と比較すると、2010年代半ばまでは我が国の高齢化は世界よりも速く進展していたが、その後は世界の高齢化が加速する中で、その差は縮小する見通しとなっている(第3-2-1図(2))。

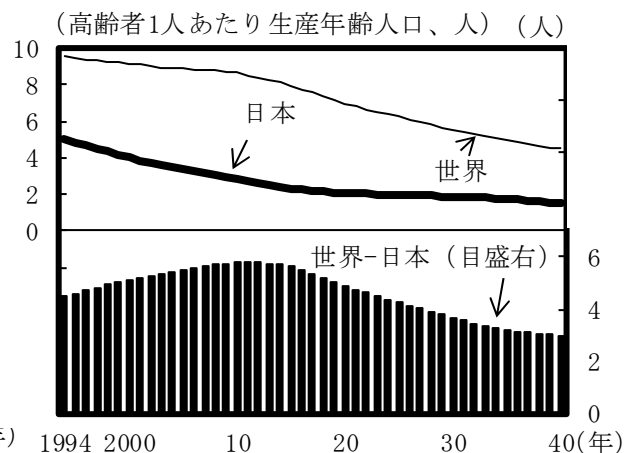
第3-2-1図 我が国の総人口と生産年齢人口

総人口よりも生産年齢人口の減少が先行。高齢化スピードは2010年代半ばにかけて世界に先行

(1) 我が国の総人口と生産年齢人口



(2) 我が国と世界の高齢化スピード



(備考) 1. 総務省統計局「人口推計」、UN「World Population Prospects 2019」により作成。

2. 2019年以降は人口問題研究所「日本の将来推計人口(2017年推計)」により作成。

3. 「生産年齢人口」は15歳以上65歳未満を指す。

（国際収支の「発展段階説」によれば我が国は成熟した債権国に）

Crowther¹¹による国際収支の「発展段階説」は、一国の経済発展に伴う国際収支パターンを、対外純資産負債残高（ストック）と資金流出入（フロー）の状況から6つのパターンに分類し、人の成長過程になぞらえて捉えようとする考え方である。

同説の考え方を簡単に整理すると、以下のようになる（第3-2-2図（1））

「Ⅰ. 未成熟な¹²債務国」では、一国の経済が未発達段階にあり、資本蓄積が不足していることから、貯蓄を上回る投資をするために海外資金を借り入れる状況にある（⇒対外純資産が負債超、第一次所得収支が赤字）。また、輸出財に競争力がないため、財・サービス収支も赤字となり、経常収支全体も赤字となる。

「Ⅱ. 成熟した¹³債務国」では、依然として海外資金を活用しながら国内資本蓄積を進めているが（⇒対外純資産が負債超過、第一次所得収支が赤字）、ある程度の資本蓄積が進んだことで輸出財の競争力が高まり、財・サービス収支は黒字となる。ただし、第一次所得収支の赤字が財・サービス収支の黒字を上回り、経常収支全体としては依然、赤字である。

「Ⅲ. 債務返済国」では、更に資本蓄積が進むことで工業生産能力がピークを迎え、財・サービス収支が大幅な黒字となるほか、債務の返済が可能となる。依然として対外純資産は負債超過にあり、第一次所得収支も赤字だが、財・サービス収支の大幅な黒字により、経常収支は黒字に転じる。

「Ⅳ. 未成熟な債権国」では、工業生産能力はピークアウトするが、財・サービス収支は依然黒字を維持する。加えて、対外純資産が資産超過となることで、第一次所得収支も初めて黒字となり、当然ながら経常収支も黒字となる。

「Ⅴ. 成熟した債権国」では財の国際競争力の低下により工業生産能力は衰退し、財・サービス収支が再び赤字に転じる一方、蓄積した対外純資産の大幅な資産超過により第一次所得収支が大幅な黒字となる中で、経常収支は黒字を維持する。

「Ⅵ. 債権取り崩し国」は最終段階に位置づけられ、財・サービス収支の赤字が所得収支の赤字を上回り、経常収支が赤字となる。対外純資産は依然として資産超過であり、債権国は維持しているが、経常収支の赤字を通じて債権残高は減少していく。

¹¹ Geoffrey Crowther(1907-1972)は、英国の経済学者である。1957年に“Balances and Imbalances of Payments”にて国際収支の「発展段階説」を提唱した。同説は、アメリカが迎った国際収支の推移に則り、経験則的に唱えられた仮説であるため、全ての国がこのパターンに当てはまるわけではないが、我が国は貿易を通じて資本蓄積をはたした国であるため、同説が比較的当てはまりやすいと考えられている。

¹² 同論文では、人の成長になぞらえて‘young’（若い）と表現している。

¹³ 同論文では、‘mature’（成熟した）と表現している。

第3-2-2図 国際収支の「発展段階説」における各国の位置づけ

国際収支の「発展段階説」によれば、我が国は成熟した債権国に差し掛かり

(1) 国際収支の「発展段階説」の概要

発展段階	I	II	III	IV	V	VI
	未成熟な債務国	成熟した債務国	債務返済国	未成熟な債権国	成熟した債権国	債権取り崩し国
経常収支	-	-	+	+	+	-
財・サービス収支	-	+	+	+	-	-
第一次所得収支	-	-	-	+	+	+
対外純資産	-	-	-	+	+	+

(2) 国際収支の「発展段階説」における各国の位置づけ

	日本	米国	英国	中国
発展段階	IV→V	-	I	III
	成熟した債権国へ	債権取り崩し国	未成熟な債務国	債務返済国
経常収支	+	-	-	+
財・サービス収支	±	-	-	+
第一次所得収支	+	+	-	-
対外純資産	+	-	-	+

(備考) 1. IMF「Balance of Payments and International Investment Position Statistics」により作成。

2. (1)は、Crowther, G(1957)の国際収支の発展段階説に基づき作成。

3. (2)において、中国は対外純資産がプラス、第一次所得がマイナスとなっているが、これは、中国の対外資産の多くが米国債により構成され、その利回りが低いこと等を背景としている。米国の対外負債と第一次所得収支の関係にもそのような影響があると考えられることから、これらの国の発展段階については、このような要因を除いて判断している。

我が国の経常収支を「発展段階説」に当てはめてみると、第1節で確認したとおり、世界最大の対外純資産を背景に、第一次所得収支は大幅な黒字となっている。サービス収支の赤字は縮小傾向にあるものの、依然として赤字であるほか貿易収支がおおむね均衡するもと、財・サービス収支は貿易収支の黒字幅次第で小幅の黒字ないし赤字を行き来する状況にあり、未成熟な債権国から成熟した債権国への移行期にある。なお、他国も同様に当てはめると、中国は「債務返済国」、アメリカは「債権取り崩し国」、英国は一回りし、「未成熟な債務国」に位置づけられる(第3-2-2図(2))。

(人口減少が進むと、資本は海外へ移動)

成熟した債権国にさしかかっている我が国の国際収支は、人口減少、とりわけ生産年齢人口が総人口よりも先に減少する下で、どのように変遷する可能性があるだろうか。これまでの研究によると、人口動態が経常収支の水準に有意な影響を与えることが示されている（第3-2-3図）。

第3-2-3図 人口動態と経常収支に関する各種論文

人口動態は、経常収支の水準に有意な影響を与える

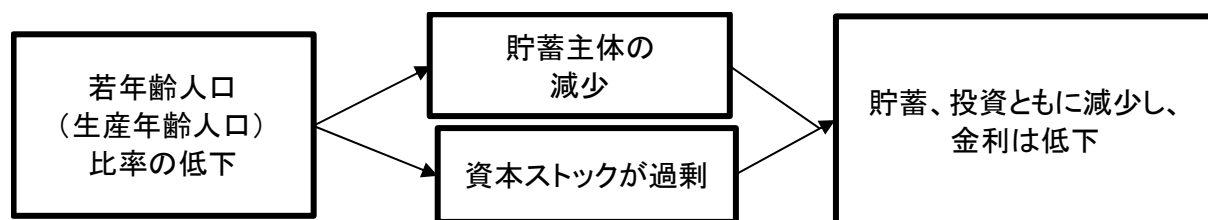
主な論文	要旨
Higgins (1998)	年齢分布と国内貯蓄、国際収支の関係に着目し、若年層と老年層のいずれへの人口分布の偏りも貯蓄率の低下を通じて国際収支に影響を与えることを実証的に確認。過去30年間において、人口動態のGDP比でみた国際収支への影響は6%を超えると指摘。
Krueger and Ludwig (2006)	先進国における高齢化が、国際的な収益率や資本移動、富と厚生への分配に与える影響について、OECD加盟国を対象に、Overlapping Generations model (OLGモデル)を用いて計測。他国と比べ、高齢化の速度が相対的に早い場合、資本は対外に流出。
Backus, Cooley, and Henriksen (2014)	主要4か国（中国、ドイツ、日本及び米国）に関し、平均寿命の変化が家計の消費・貯蓄行動に与える影響を勘案することで、過去の国際収支の動向をより精緻に分析できる可能性を指摘。
Sposi (2019)	先進国（日本、米国、カナダ等）及び発展途上国（中国、インド等）から構成される計28か国のデータを用いた分析により、世界平均に対する労働年齢構成比の1%ポイントの増加が、その国のGDPに占める純輸出の割合を1/3%ポイント増加させることを実証的に明示。
黒坂 (2019)	日本を念頭に、未成熟な資本輸出国・債権国の段階での人口成長率の低下は国際資本移動を促進すると分析。人口成長率の低下が実質賃金の上昇と利潤率の低下を引き起こす結果、国民一人当たりの貯蓄が国内投資を上回り、国際資本移動が進むとのメカニズムを理論的に指摘。

(コラム3-2 我が国と世界の人口動態を踏まえた経常収支の先行き)

Krueger and Ludwig (2006)は、人口動態と社会保障の規模が資本収益率や国際資本移動に与える影響について、多国間の世代重複モデル (multi-country Overlapping-Generation Model: multi-country OLG モデル) と均斉成長経路 (Balanced Growth Path Analysis、以下GBP) を用いた理論モデルを構築し、定量分析を行っている。同論文で定式化された理論モデルを簡略にすると、まず、人口動態、とりわけ若年人口 (生産年齢人口) 比率の低下が貯蓄や投資を介して金利に与える影響を考える。今、若年者と高齢者という単純な世代を考え、若年者は、社会保障 (税) を支払った後の賃金から消費を行い、その残りを貯蓄する。高齢者は金利収入を含む貯蓄と社会保障 (年金等) を原資に消費すると仮定する。一国全体での貯蓄主体は若年者であり、若年の減少 (若年人口比率の低下) は貯蓄の減少を意味する。貯蓄減少は資金市場における供給曲線を左にシフトさせる (金利は上昇)。他方、若年の減少は、労働人口の減少でもあり、資本ストックが労働人口対比で過剰となり、投資減少は資金市場の需要曲線を左にシフトさせる (金利は低下)。同論文では、単純なコブ・ダブラス型の生産関数の下でのGBPを仮定しているため、貯蓄投資の減少は均衡金利を押し下げる要因となっている¹⁴。

コラム3-2-1図 若年人口比率の低下が貯蓄・投資、金利に与える影響 (概念図)

若年人口比率の低下は、国内貯蓄・投資の減少および金利の低下に作用



(備考) Krueger and Ludwig (2006) により作成。

次に、開放経済の下での資本移動について考える。貯蓄は、開放経済の下でも、自国の若年人口比率の変動にのみ依存するが、投資は他国との相対的な高齢化スピードの影響も受ける。前述したように、若年人口比率の低下は資本労働比率の上昇により、自国金利の低下要因となるが、加えて、自国の相対的な高齢化スピードが他国に比べて速い場合、他国の金利は自国と比べて相対的に高くなるため、より金利 (期待収益率) の高い他国への資本移動が生じる。若年人口比率が低下している場合において、自国の相対的な高齢化スピードが他国に比べて速い場合は、そうでない場合に比べて

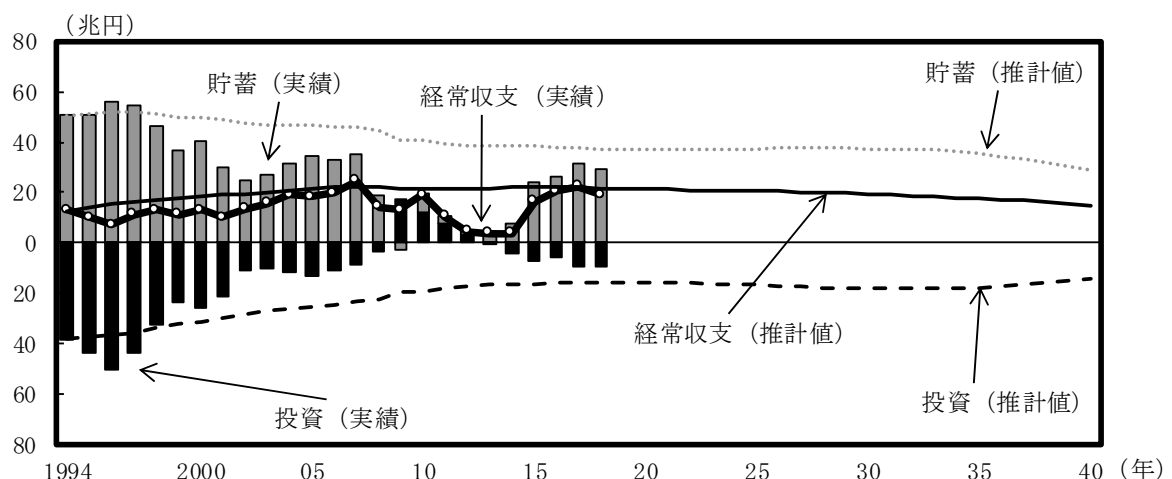
¹⁴ 社会保障 (税) の水準も貯蓄を介して国内金利に影響するが、ここでの議論では割愛する。

他国への資本移動が生じる分、より国内投資は減少し、金利低下圧力が生じることになる。この時、国内投資の減少スピードが貯蓄の減少スピードを上回り、経常収支は黒字化する。

同論文の手法を参考にしながら、我が国と世界の人口動態が、貯蓄・投資および経常収支に及ぼす影響を計算した。純粹に人口動態のみに着目する観点から、社会保障率の仮定は省略した。また、推計対象は我が国と我が国以外の2国を想定し、世界の技術進歩は一定と仮定した¹⁵。

我が国では、2040年にかけて緩やかに高齢化が進む見通しにあり、国内貯蓄は、高齢化要因で減少する。ただし、外生的に仮定した技術進歩によるGDP成長が進む分、若年者1人当たりの賃金は増加するため、貯蓄の減少スピードはその分だけ緩和される。また、国内投資は、国内の人口動態に加え海外との相対的な人口動態の影響も受けるため、2010年代半ばにかけて、我が国と世界の高齢化スピードの差が拡大するもとは、相対的に金利（投資収益率）が高い海外への資本移動圧力が生じ、貯蓄より速いスピードで減少する。その結果、経常収支は2010年代半ばにかけて緩やかに黒字化する。その後、2030年にかけて我が国と世界の高齢化スピードの差が縮小することで海外への資本移動圧力は減少するため、国内投資および、経常収支はおおむね横ばいで推移する。さらに、2040年にかけて、我が国と世界の高齢化スピード差が横ばいとなる中、海外への資本移動圧力も横ばいとなり、国内投資は国内の高齢化を受け減少する。この結果、経常収支の黒字幅は縮小する（コラム3-2-2図）。

コラム3-2-2図 我が国と世界の人口動態による貯蓄・投資、経常収支への影響
2010年代半ばにかけて経常収支の黒字幅が拡大、その後は緩やかに縮小



(備考) UN「World Population Prospects 2019」、内閣府「国民経済計算」、
「国民経済計算年次推計」、Krueger and Ludwig (2006) により作成。

¹⁵ 詳細については、付注3-2を参照のこと。

2 国富の最適な対外投資とホームバイアスの克服

(対外資産の利回りは他の先進国よりも高いが、投資規模が小さい)

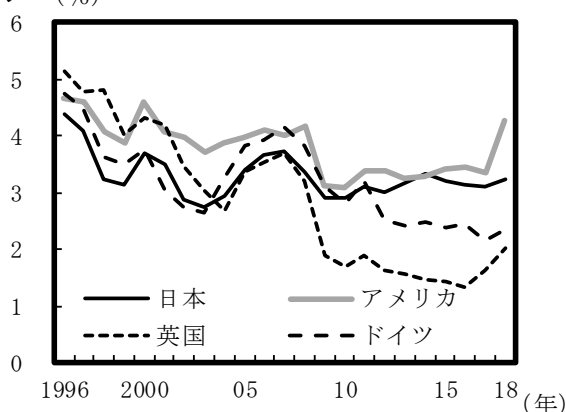
第1節2項において、マクロでみた対外純資産の収益率は、6%程度と高く、非常に良好なパフォーマンスであることを確認した。では、我が国は効率的に対外資産の収益力を活かしているといえるだろうか。

この点について、まず対外資産の利回りを他の先進国と比較する。対外資産全体の利回りをみると、利回りの高い対外直接投資が進んだ2012年頃を境に、ドイツを上回り、アメリカに次いで2番目の水準となっている(第3-2-4図(1))。対外資産利回りを対外直接投資、対外証券投資別にみると、対外直接投資については、2013年頃からアメリカを上回っているほか、対外証券投資も他の先進国を上回っており(2018年は何れもアメリカと同程度の利回り)、我が国の対外資産の収益力は他の先進国と比べて高いことが確認できる(第3-2-4(2)(3))。

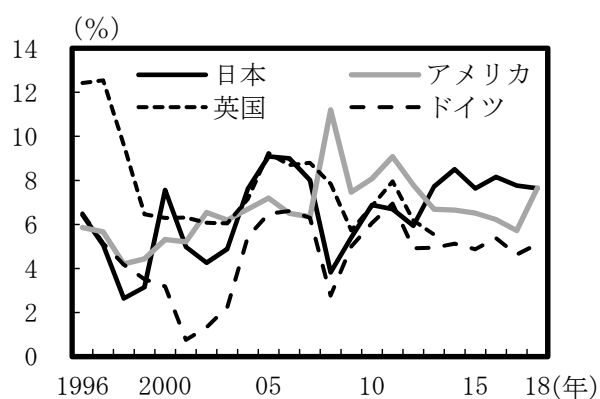
第3-2-4図 主要先進国の対外資産利回り

我が国の対外資産の利回りは、アメリカに次いで高い

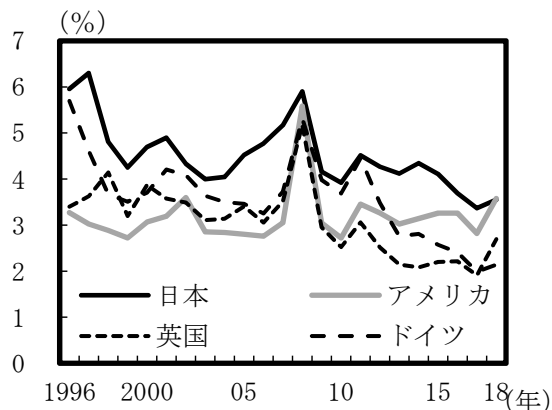
(1) 対外資産全体の利回り (%)



(2) 対外直接投資の利回り (%)



(3) 対外証券投資の利回り (%)



(備考) 1. IMFにより作成。

2. 利回りは、(対外・直接・証券)投資残高を分母、(対外・直接・証券)投資収益(受取)を分子として算出。

我が国の対外投資の利回りは、対外直接投資、対外証券投資ともに他の主要先進国と比べて高いことが確認できたが、収益を名目GDP対比でみるとどうだろうか。

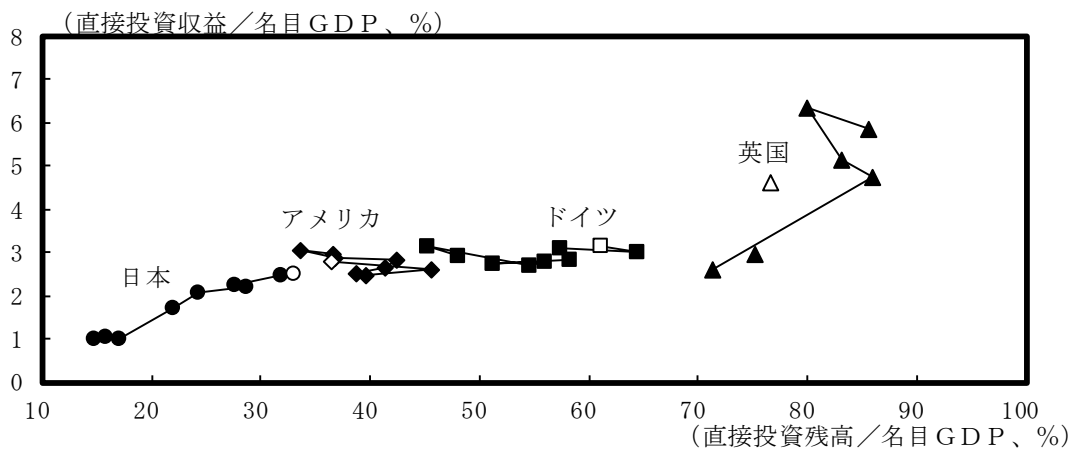
主要先進国の対外直接投資と対外証券投資の収益及び残高を対名目GDP比で見ると、対外直接投資残高は、他の主要先進国に比してまだ少ないが、収益規模はアメリカ、ドイツと比べて若干低いものの、遜色ない水準まで高まりつつある（第3-3-2図）。これは、利回りの高い地域へ効率よく投資できている証左と言えよう。今後は、高い利回りを維持しながら投資残高を増やすことで、対外直接投資の収益を一層増やすことが期待される（第3-2-5図（1））。

次に、対外証券投資をみると、対名目GDP比でドイツと同程度の投資規模ながら、収益額の名目GDP比はドイツの1.5倍となっており、証券投資も効率的に収益を上げているといえる（第3-2-5図（2））。

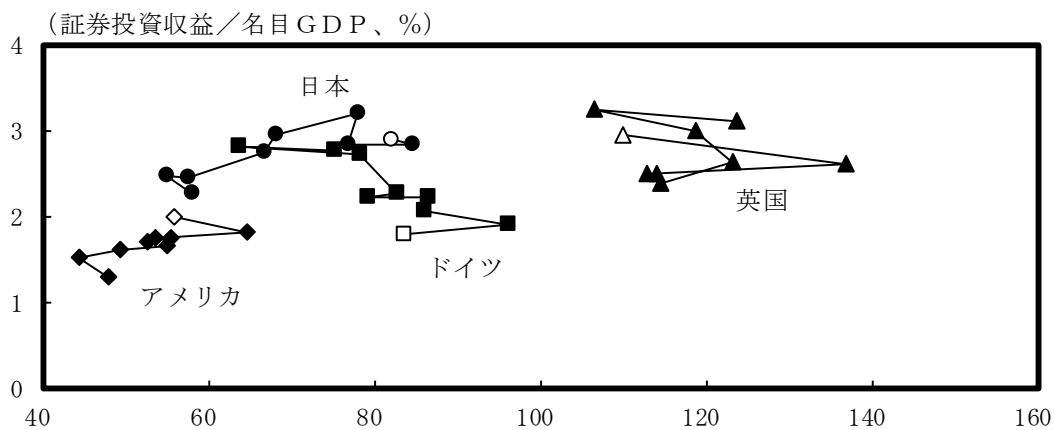
第3-2-5図 主要先進国の対名目GDPでみた対外投資収益・残高の規模

対名目GDPでみた対外投資残高は少ないが、収益規模は他の先進国と遜色ない水準

(1) 対外直接投資



(2) 対外証券投資



(備考) 1. IMF「Balance of payment」により作成。(証券投資残高/名目GDP、%)
 2. 2010年から2018年までの実績、白抜きは直近(2018年)。
 3. 英国の対外直接投資収益のデータは2014年、2015年、2017年が欠損値のため不連続。

(対外証券投資のホームバイアスは、国内銀行を中心に強い)

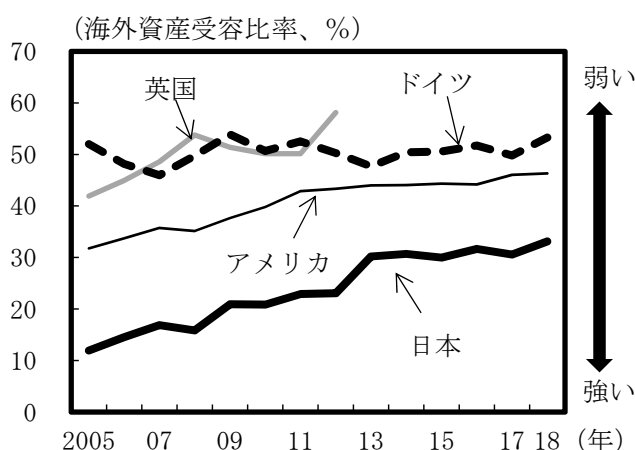
前述のように、対名目GDP比でみた対外証券投資は、比較的良好な収益を上げているが、主要先進国と比較した我が国のホームバイアスは依然として強い。特に、株式投資においてそうした傾向がうかがえる(第3-2-6図(1)(2))。対外証券投資を保有主体別にみると、年金や農林水産金融機関の対外証券比率が緩やかに上昇している一方、国内銀行や保険の対外証券比率は、依然として低い。国内銀行は、各種規制により保有できるリスク量に一定の制約があるほか、保険は負債である保険契約とのデュレーション・マッチングの観点から超長期国債の保有ニーズが高いなど業態特有の事情がある(第3-2-6図(3))。

ホームバイアスの原因について、これまでの既存研究では為替変動や言語の違い、あるいは海外支店の有無といった例を挙げる場合が多い¹⁶。しかし、こうした金融資産の保有主体が抱える規制上の制約もホームバイアスが強い要因と考えられる。実際、金融機関負債に占める預金取扱機関比率と対外証券比率との関係には負の相関があり、いまだ銀行偏重の我が国が利回りの良い対外証券投資比率を高められない要因になっていると考えられる(第3-2-7図)。いわゆる「貯蓄から投資へ」という金融行政上の取組は長年に渡っているが、運用資産をホームバイアスが弱い主体にゆだねることで、対外投資効率を一層高めることが期待される。

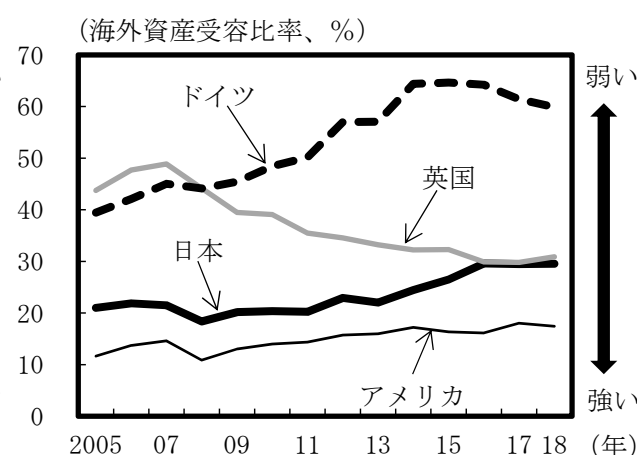
第3-2-6図 対外証券投資のホームバイアス

対外証券投資のホームバイアスは、国内銀行を中心に依然として強い

(1) 株式投資

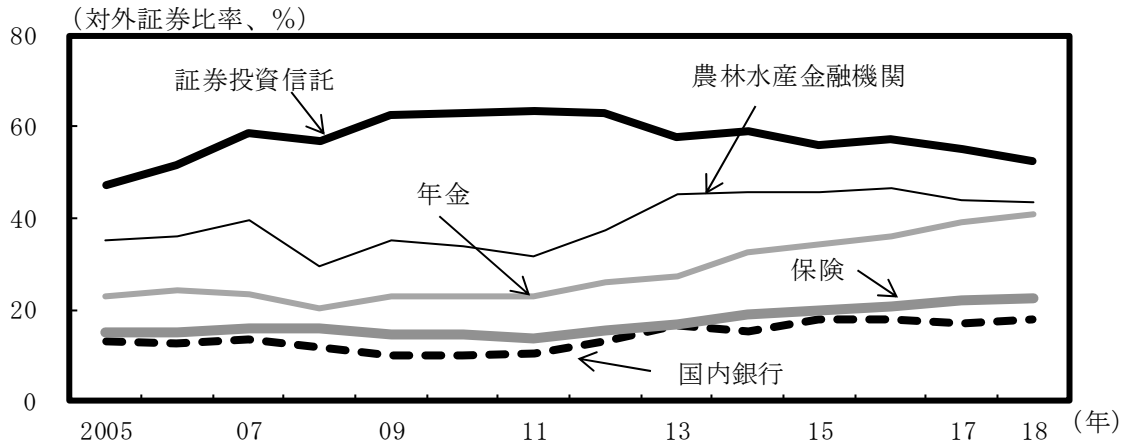


(2) 債券投資



¹⁶ ホームバイアスが生じる背景について、白塚・中村(1997)では、1. 為替リスク、2. 制度的・社会的要因(言語の違い、会計制度の相違など)、3. 情報の非対称性、4. 規制の存在(税制等)、5. ソブリン・リスクを挙げている。また、Portes and Rey(2005)では、資本の大きさや海外支店の有無などを、Fidora, et.al.(2007)では、国境や規制を挙げている。

(3) 保有主体別（金融、年金）にみたホームバイアス（対外証券比率）



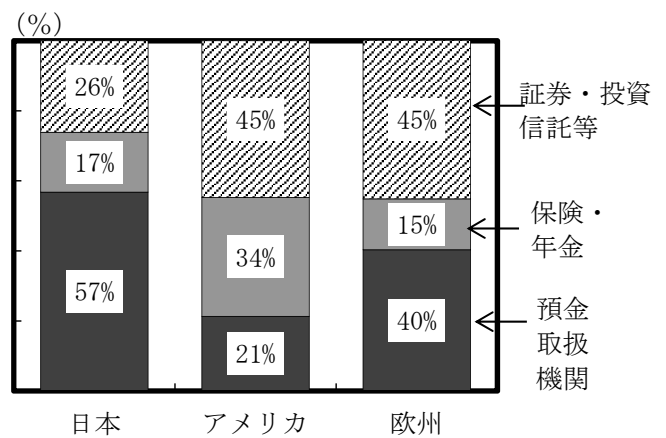
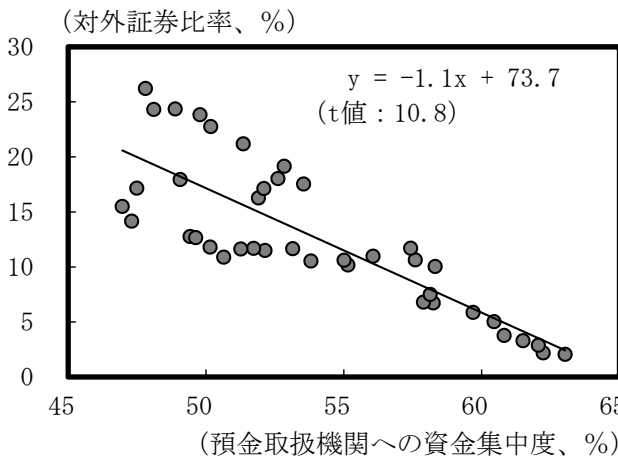
- (備考) 1. IMF「International Investment Position」、BIS「Debt Securities Statistics」、World Bank「World Development Indicators」、日本銀行「資金循環統計」、Bloombergにより作成。
2. 海外資産受容比率=海外資産運用のシェア/ベンチマークと定義。
 なお、海外運用資産のシェア（一国の金融資産ポートフォリオに占める海外資産の割合）
 = 邦人保有の海外資産 / (国内市場の時価総額（残高）+ 邦人保有の海外資産 - 外国人保有の国内資産)
 ベンチマーク（当該金融資産の海外市場規模のシェア）
 = (世界全体の市場の時価総額（残高）- 国内市場の時価総額（残高）) / 世界全体の市場の時価総額（残高）と定義している。
3. (2)の「日本」は「日本銀行保有の債務証券（国債・国庫短期証券等）」を除く。
4. (3)は、対外証券比率=対外証券投資残高 / (債務証券残高+株式等投資信託受益権残高+対外証券投資残高)と定義。

第3-2-7図 預金取扱機関への国内資産偏重と対外証券比率

預金取扱機関への資金集中度と対外証券比率に負の相関。日本は預金取扱機関に資産が集中

(1) 預金取扱機関への国内資産偏重と対外証券投資比率

(2) 国内資産の所在比較（日、米、欧）
(2019年3月末時点)



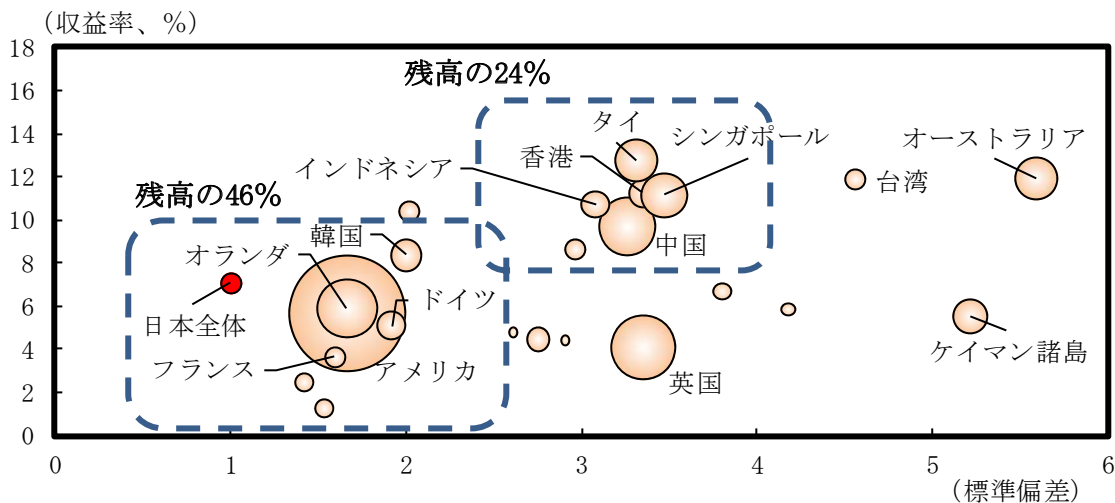
- (備考) 1. FRB「Financial Accounts of the United States」、ECB「Euro Area Accounts」、日本銀行「資金循環統計」により作成。
2. 対外証券比率=対外証券投資残高 / (債務証券残高+株式等投資信託受益権残高+対外証券投資残高)と定義。なお、日本銀行が保有する資産は集計対象外とする。

3 対外直接投資の拡大と国内経済への影響

(対外直接投資残高は、低リスク中リターンの欧米諸国に5割弱が集中)

最後に、我が国の直接投資残高とリスク・リターンの関係を見てみよう（第3-2-8図）。これによると、我が国の直接投資残高の5割弱は、ボラティリティ（標準偏差）が比較的 low、収益率も中程度の「低リスク中リターン」の欧米諸国に集中していることが確認できる。アジアを中心とした新興国は、工業化や人口増加を背景に高い成長を実現しており、その分、直接投資収益率も高くなっている（第3-2-9図）。このため、対外直接投資の収益率を更に高めるには「中リスク高リターン」の新興国への投資比率を高めていくことが、有効な手段の一つと考えられる。実際、効率的フロンティアを描写すると、先進国のみを直接投資対象先とするよりも、アジアを含む新興国も投資対象とした方が、ポートフォリオ全体として同じリスクで高い収益を得られる姿となる（第3-2-10図）。

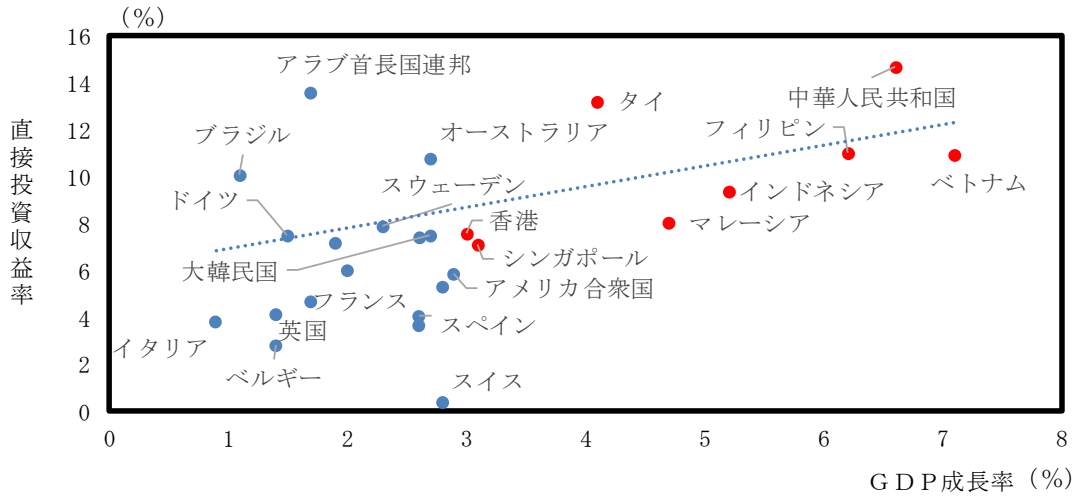
第3-2-8図 対外直接投資の地域別直接投資残高及びリスク・リターン
低リスク中リターンの欧米諸国に残高の5割弱が集中



- (備考) 1. 財務省・日本銀行「国際収支統計」により作成。
 2. 直接投資収益率=当期の直接投資収益率/当該年度の直接投資残高により算出。
 3. 収益率及びリスクは、2005年から2018年の19年間における収益率の平均及び標準偏差。
 4. バブルの大きさは2018年における投資残高のシェアを指す。

第3-2-9図 対外直接投資の収益率とGDP成長率

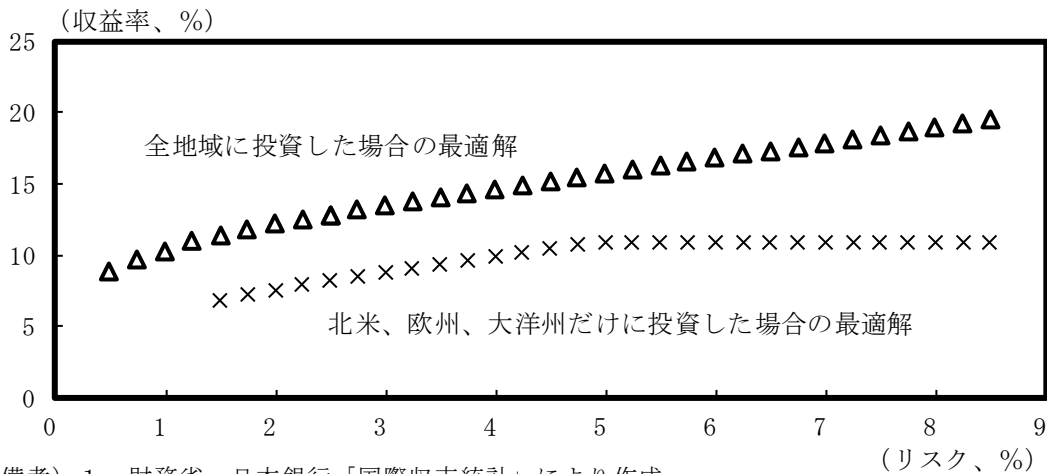
GDP成長率の高い新興国への直接投資ほど収益率が高い傾向



(備考) 1. 財務省・日本銀行「国際収支統計」、IMFにより作成。
 2. 直接投資収益率＝当年の直接投資収益／当該年度の直接投資残高により算出。

第3-2-10図 対外直接投資の効率的フロンティア

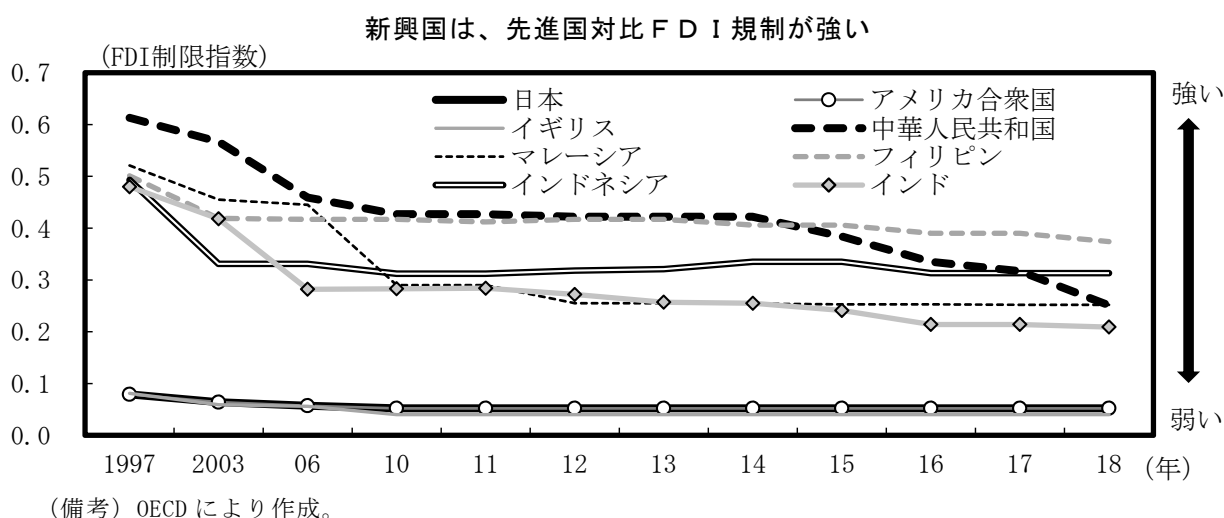
先進国のみ投資するよりも新興国を含む地域に投資した方がリスク対比収益は高い



(備考) 1. 財務省・日本銀行「国際収支統計」により作成。
 2. 直接投資収益率＝当期の直接投資収益率／当該年度の直接投資残高により算出。
 3. 収益率及びリスクは、それぞれ対象期間の収益率の平均及び標準偏差。
 4. 地域はアジア、北米、中南米、大洋州、欧州、中東、アフリカ。

一方で、新興国は自国産業保護の観点等から対内直接投資に対し、先進国に比べて厳しい規制をかけている。経済協力開発機構（OECD）が公表しているFDI制限指数¹⁷の推移をみると、対内直接投資に対する規制は各国ともに緩やかに弱まっているが、先進国と新興国との比較では、新興国の規制の強さが目立つ（3-2-11図）。先進国は、OECDにより規定された投資協定により、対外開放的な政策合意がなされているため、外国資本による投資障壁が低く保たれている（第3-2-12図）。新興国との間でもこうした枠組み合意を進めていくことが期待される。

第3-2-11図 外資企業による対内直接投資に対する規制度合い（FDI制限指数）



第3-2-12図 国際的枠組みにみられる投資協定

枠組	制度	概要
OECD	資本移動自由化規約 (CLCM)	・直接投資について、加盟各国が留保している分野を除き自由化を約束。法的拘束力あり。
	経常的貿易外取引自由化規約 (CLCIO)	・サービスについて、加盟各国が留保している分野を除き自由化を約束。法的拘束力あり。
	内国民待遇インストラメント (NTI)	・内国民待遇について、加盟各国が例外リスト及び透明性リストで記載している分野を除き相互付与を約束。法的拘束力なし。
TPP11	投資・サービスの自由化	・コンビニ等小売業や劇場・ライブハウス等のクールジャパン関連、旅行代理店等の観光関連などの外資規制の緩和。 ・進出企業に対する技術移転要求やロイヤリティ規制等の禁止 ・「国」対「投資家」の紛争解決手続 (ISDS) の導入。
日EU・EPA	投資自由化規定	・原則全ての分野を自由化 (自由化を留保する分野にはネガティブ・リスト方式を採用し、透明性を確保) ・ローカルコンテンツ要求、技術移転要求、投資家が締結するライセンス契約に関するロイヤリティ規制の禁止等

(備考) 1. 外務省「外務省調査月報」、経済産業省「TPP11について」、「日EU・EPAについて」より作成
2. 日EU・EPAにおいて、投資保護規律と投資紛争解決手続は規定なし。別途、EUとの間で協議中。

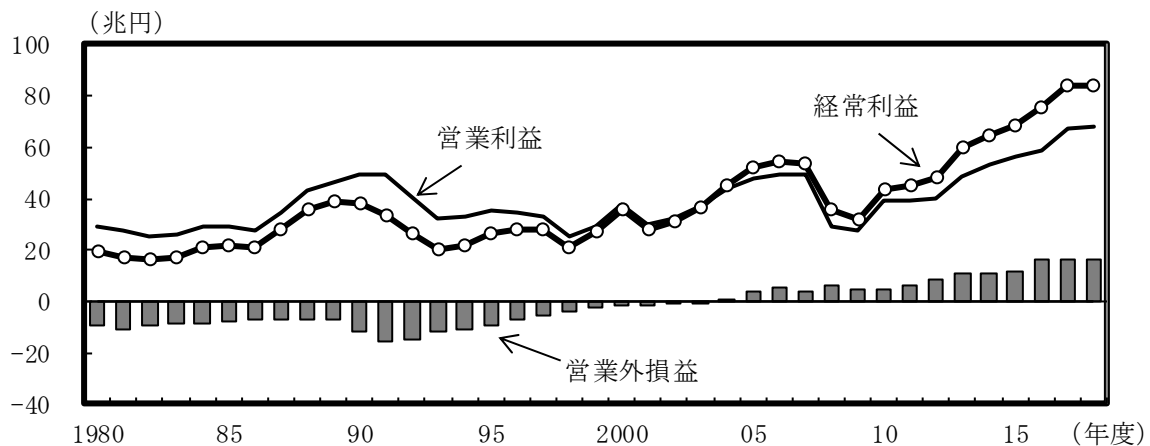
¹⁷ FDI制限指数 (FRI RRI: FDI Regulatory Restrictiveness Index) は、各国による対内直接投資への規制度合いを図る定量的指標。①外国資本規制、②審査及び事前承認の要求、③重要人事に関するルール、④外国企業運営上のその他規制、の4項目から計測し、値が1に近いほど規制が強く、0に近いほど弱い。

（対外直接投資の開始は、国内企業業績や雇用など国内経済にもプラスの効果）

対外直接投資については、産業空洞化に対する懸念など国内経済に負の影響を与え
るといふ文脈で語られることも多い。我が国企業の業績を単体ベースで確認すると、
2000年代半ば以降は海外子会社からの受取配当金を含む経常利益が営業利益を上回
って推移している（第3-3-13図）。

第3-2-13図 日本企業の単体ベースでみた利益の推移

2000年代半ばから経常利益が営業利益を上回り、その差は拡大傾向



(備考) 財務省「法人企業統計調査年報」により作成。

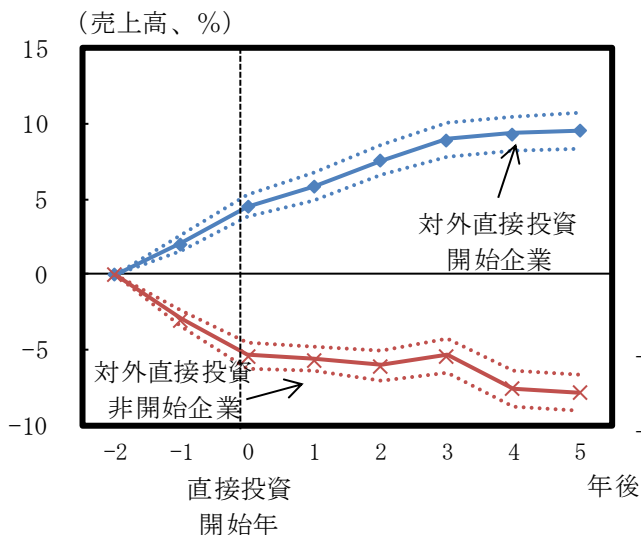
対外直接投資の増加は、国内企業の利益にプラスとなっているが、それ以外の売上
高や雇用、TFPや一人当たり賃金などにどのような影響を与えているのだろうか。
そこで、対外直接投資の開始が国内企業に与える影響について、企業データを用いた
定量的分析を試みた。分析結果によると、対外直接投資を開始した企業は、開始しな
かった企業と比べて時間の経過とともに売上高や雇用、売上高利益率やTFPなど
様々な要素で有意にプラスの効果がある。また、一人当たり賃金についても、有意水
準は10%未満ながら、直接投資開始から4年後には対外直接投資開始企業が有意に
高くなることも確認できた（第3-3-14図）。

このような結果となる背景として、売上高の増加は、海外の関連企業に向けた取引
が寄与すると考えられるほか、海外との取引増加による業容拡大から、国内雇用も増
加すると考えられる。また、海外直接投資により得られた新たなノウハウの獲得がT
FP上昇に寄与すると考えられる。その結果、一人当たり賃金も対外直接投資を行わ
ない企業と比較すると直接投資開始から数年後には有意なプラスの差が現れると考
えられる。

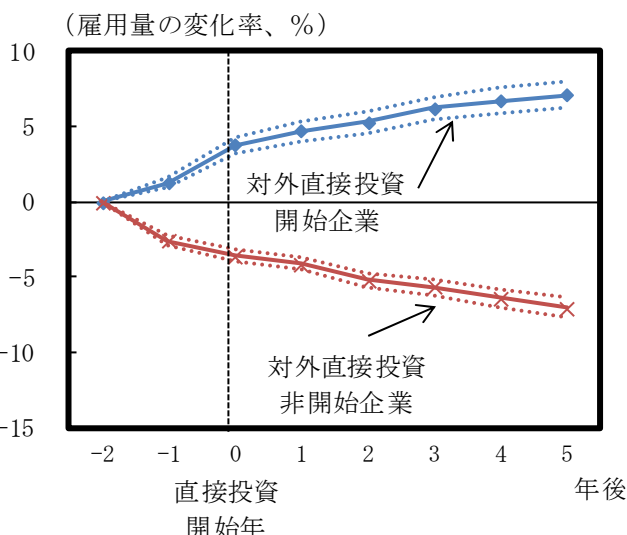
第3-2-14図 対外直接投資が国内企業に与える影響

対外直接投資の開始は、売り上げや雇用、TFPなどに有意にプラスの効果がみられる

(1) 売上高への影響



(2) 雇用への影響



(3) 分析結果一覧

年後	(直接投資開始年)							
	-1	0	1	2	3	4	5	
TFPの差の差	3.93 *** (3.897)	2.80 ** (2.253)	1.68 (1.287)	3.03 ** (2.106)	2.92 * (1.930)	8.53 *** (5.094)	9.90 *** (6.132)	
一人当たり賃金の差の差	0.68 (1.015)	0.13 (0.173)	0.72 (0.951)	0.75 (0.928)	0.48 (0.606)	2.20 ** (2.534)	1.81 ** (2.191)	
売上高利益率の差の差	0.57 *** (3.667)	0.38 ** (2.002)	0.19 (0.985)	0.34 (1.504)	0.28 (1.220)	0.86 *** (3.711)	1.03 *** (4.147)	
雇用量の差の差	3.84 *** (8.097)	7.34 *** (11.15)	8.83 *** (11.63)	10.50 *** (12.40)	11.90 *** (12.94)	13.10 *** (13.12)	14.10 *** (13.33)	
売上高の差の差	5.03 *** (7.118)	9.93 *** (9.284)	11.50 *** (9.810)	13.60 *** (10.52)	14.40 *** (10.10)	17.00 *** (11.23)	17.40 *** (10.95)	

- (備考) 1. 経済産業省「企業活動基本調査」の個票データにより作成。推計期間は1997年度から2017年度。
 2. 海外進出を始める2年前を基準とし、そこからの変化率。*は、有意水準10%未満、**は有意水準5%未満、***は有意水準1%未満で各説明変数が有意であることを示す。傾向スコアにより、対外直接投資を始める確率が最も近い企業をマッチングし、それぞれの平均値をプロットしている。点線は±1標準誤差を示している。
 3. 傾向スコアマッチング法による分析の詳細については付注3-3参照。

(対外直接投資収益の半分は海外拠点の内部留保として蓄積)

以上でみたように、対外直接投資収益はある程度国内に還元され、国内経済にもプラスの効果をもたらすことが認められる。ただし、対外直接投資収益のうち、約半分は国内には還元されず、再投資収益として海外拠点の内部留保として蓄積されている(第3-2-15図(1))。また、配当として国内に還流した資金の用途を確認すると、2割弱が「研究開発・設備投資」、1割弱が「雇用関係支出」となっている一方、「分からない」とする回答が5割弱に上っている(第3-2-15図(2))。

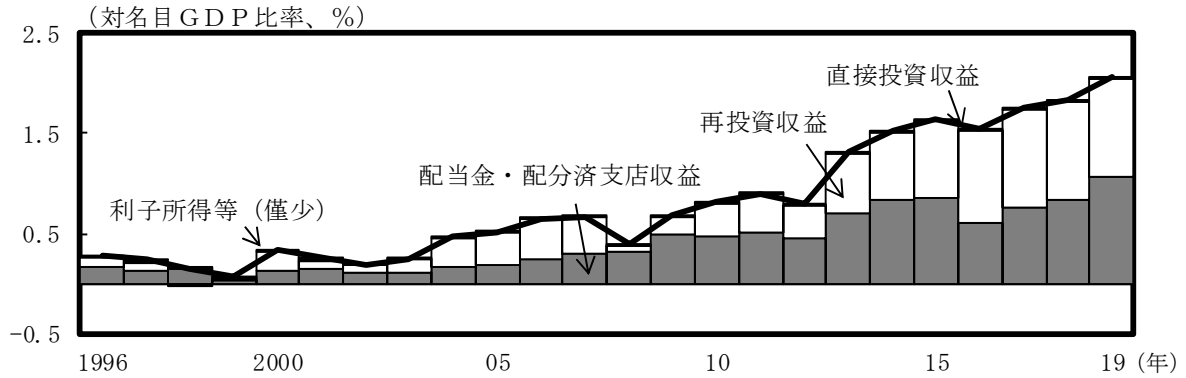
なお、民間非金融機関の対外直接投資が2000年から18年間で5.6倍と大幅に増

加した一方で、国内固定資産は 1.1 倍と、ほぼ横ばいとなっている（第3-2-16 図）。海外から得た利得をいかに国内に還元し、有効活用するかも課題の1つである。

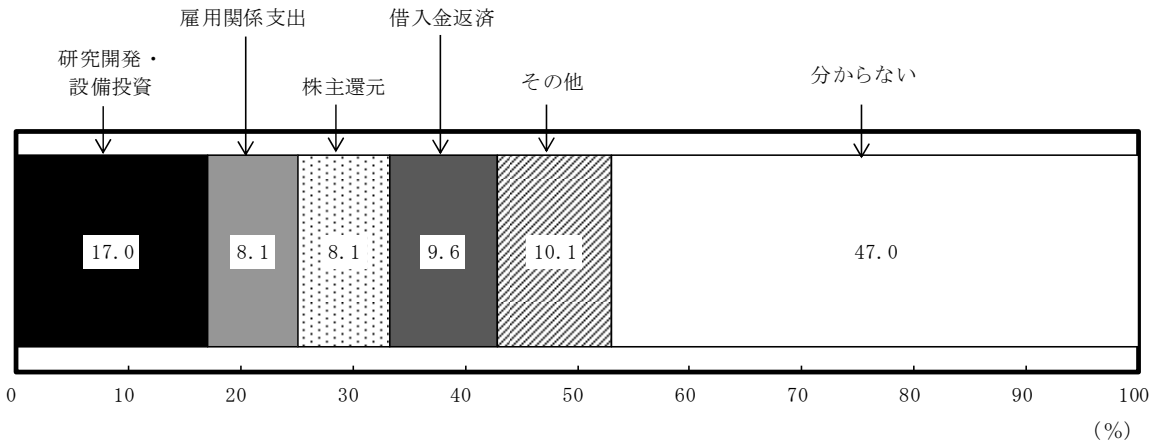
第3-2-15 図 対外直接投資収益の国内還元

対外直接投資収益の半分は国内に還流されず、海外拠点の内部留保として蓄積

(1) 対外直接投資収益の内訳



(2) 現地法人から還流させた配当金の使途

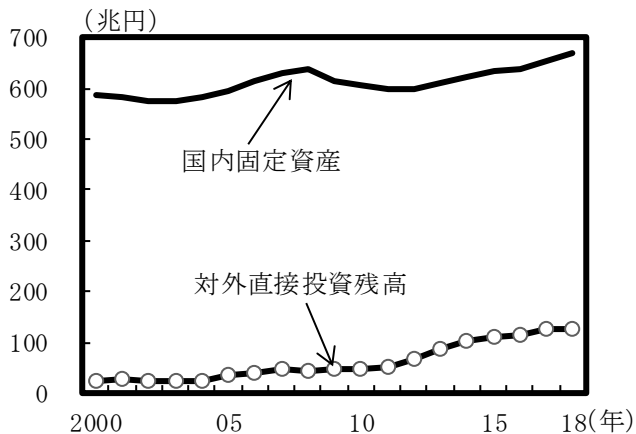


(備考) 1. 財務省・日本銀行「国際収支統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査」により作成。
 2. (2) は、「短期」及び「中長期」の合計値。2017 年度実績。

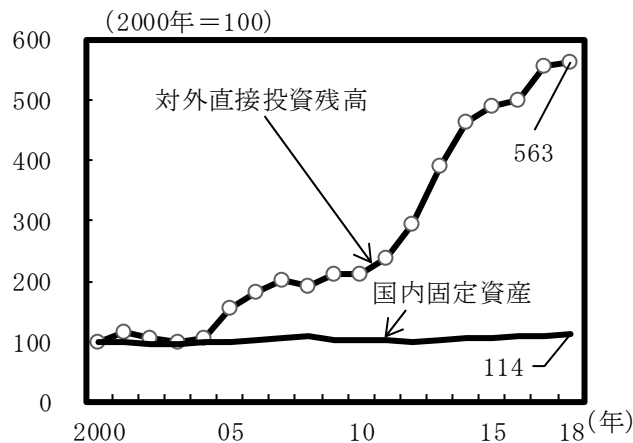
第3-2-16図 民間非金融機関の対外直接投資と国内固定資産

2000年対比、対外直接投資残高は5.6倍と大幅に増加した一方、国内資産は1.1倍と横ばい

(1) 残高



(2) 伸び率



(備考) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」により作成。

第3節 人口減少時代における対外経済構造変化と対外依存リスクの低減

本節では、人口減少時代の対外経済構造を踏まえた課題と対応のうち、輸入依存度が高いエネルギーや食料について、対外依存をコスト面も含めて抑制するためには何が必要かについて検討する。

1 対外エネルギー依存のリスク低減に向けた課題

(対外エネルギー依存度は9割弱で、地域的には中東依存度が9割弱)

輸出入バランスをみると、資源を持たない我が国にとって必須輸入品である食料品や原料品、鉱物性燃料の輸入超過を、機械類を中心とした製造業部門の輸出超過により賄う構造が定着している(第3-3-1図)。特に鉱物性燃料の輸入金額は大きく、原油価格等の市況に輸入物価が大きく左右されるため、交易利得の悪化にも繋がりやすい(第1節3項参照)。