

金融収支面における 日本の現状と課題

第4回国際収支に関する懇談会

2024年5月20日

学習院大学大学院経済学研究科教授 清水順子

本日の内容

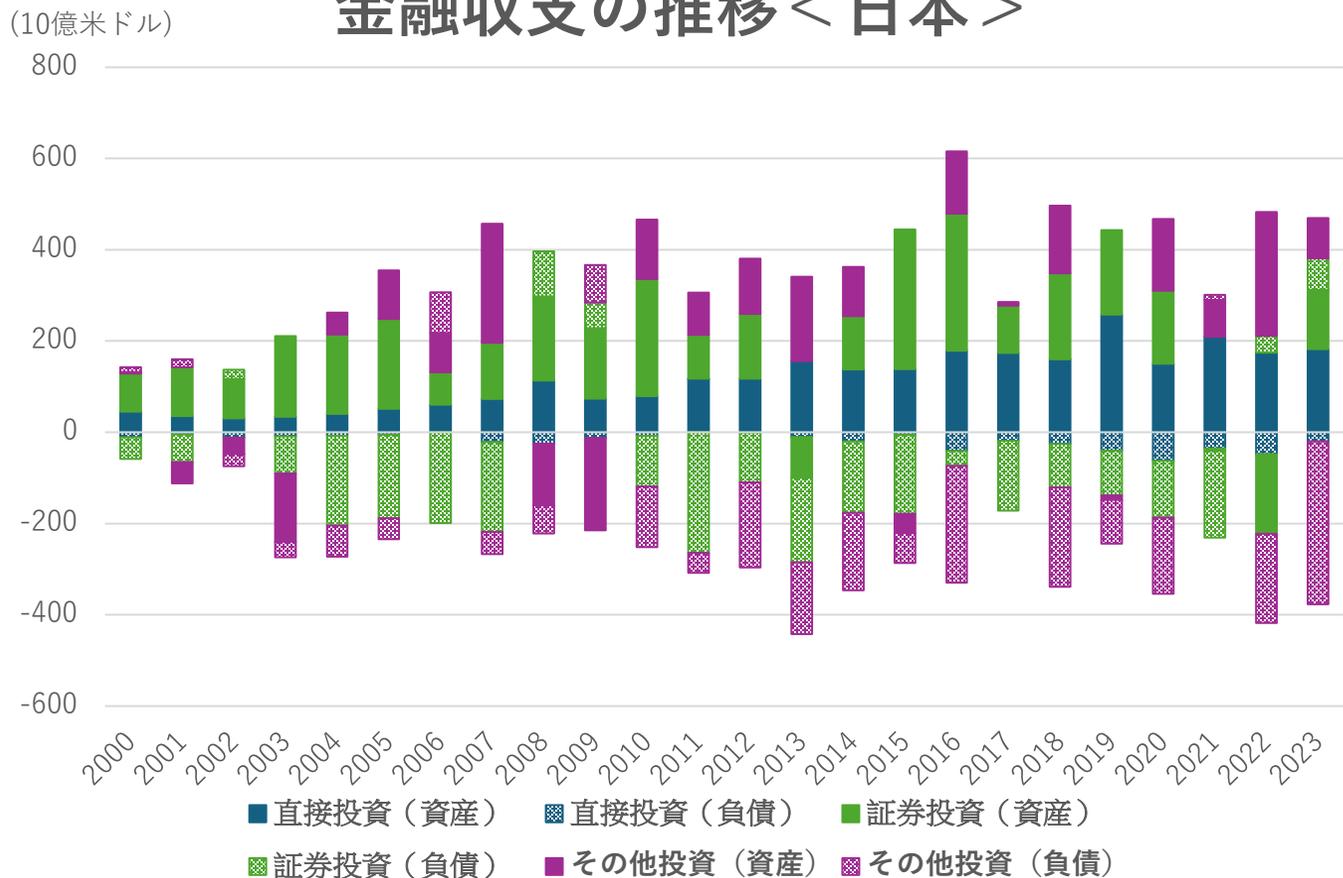
日本の金融収支、特に直接投資における現況と問題点

対内直接投資の決定要因と様々な指標

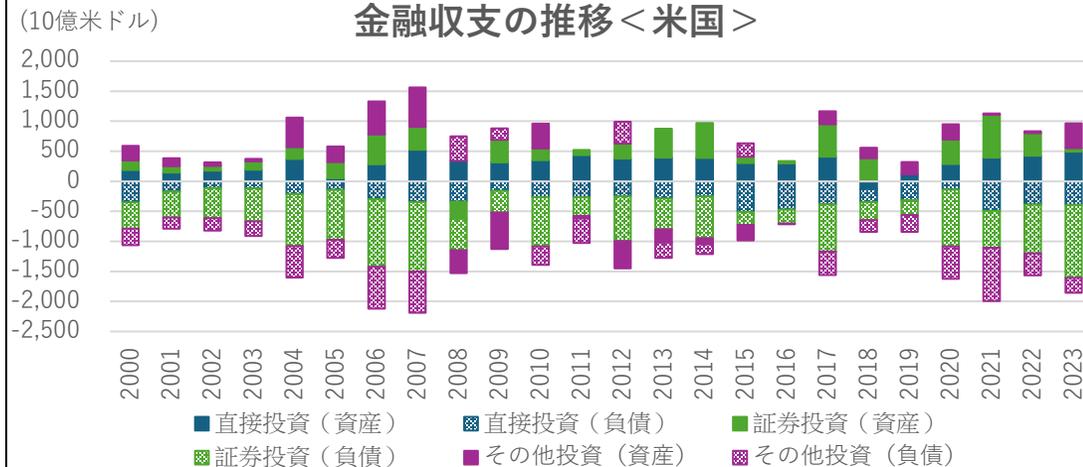
産業別実質実効為替相場とクロスボーダー決済の新たな動き

日本の金融収支の推移と米国・ドイツとの比較

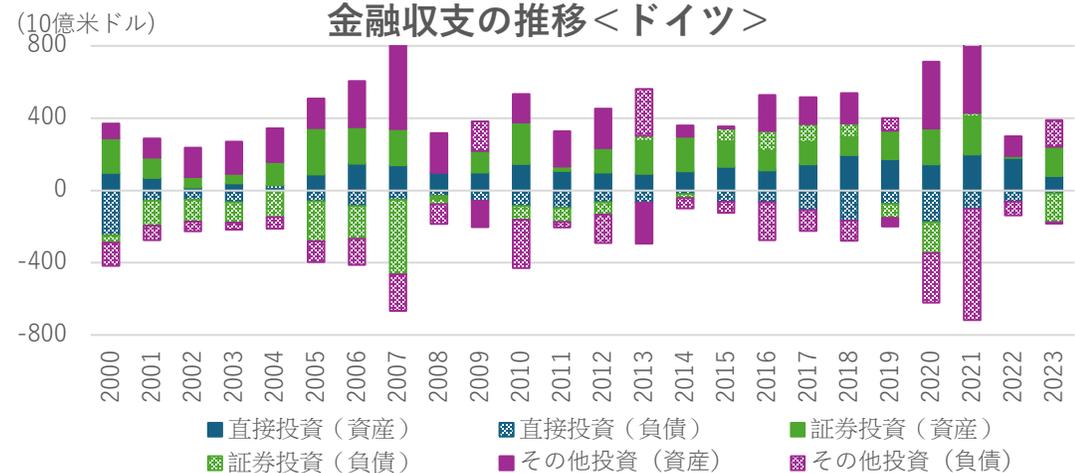
金融収支の推移<日本>



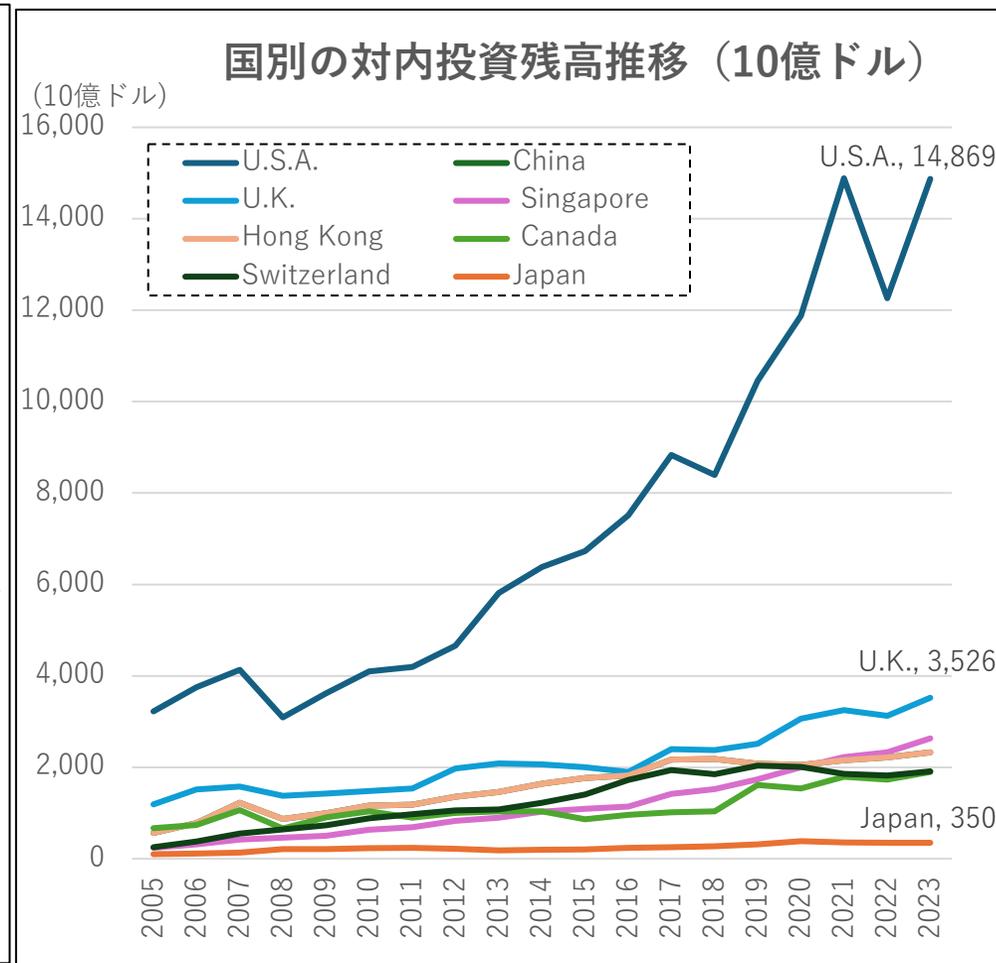
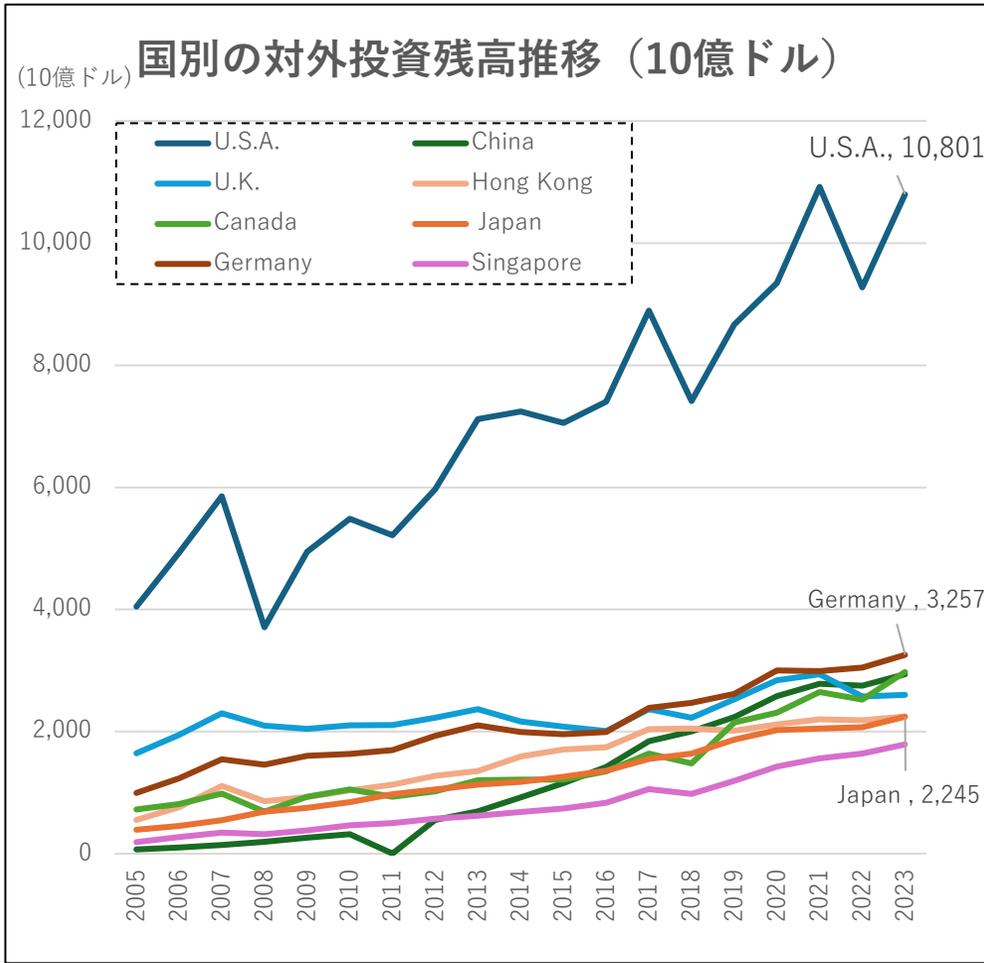
金融収支の推移<米国>



金融収支の推移<ドイツ>



対外・対内直接投資残高の国際比較



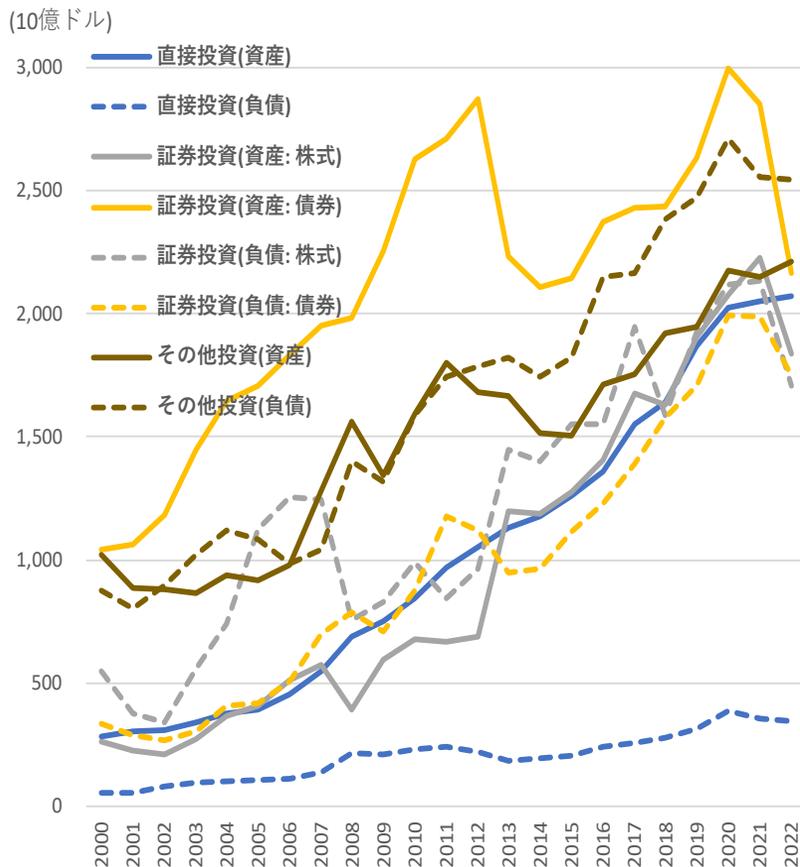
資産負債倍率 (2023)

日本	6.4
香港	1.0
シンガポール	0.7
中国	1.3
米国	0.7
カナダ	1.6
ドイツ	1.5
イギリス	0.7

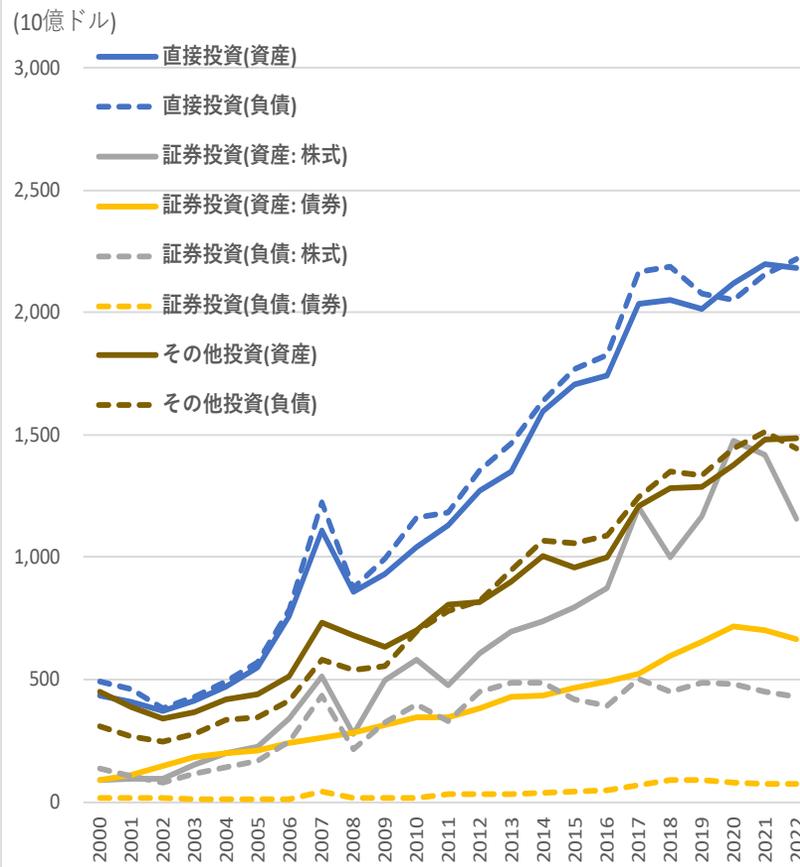
2023年末の直接投資残高における
資産額の負債額に対する比率

日本・香港・シンガポールの金融収支動向比較

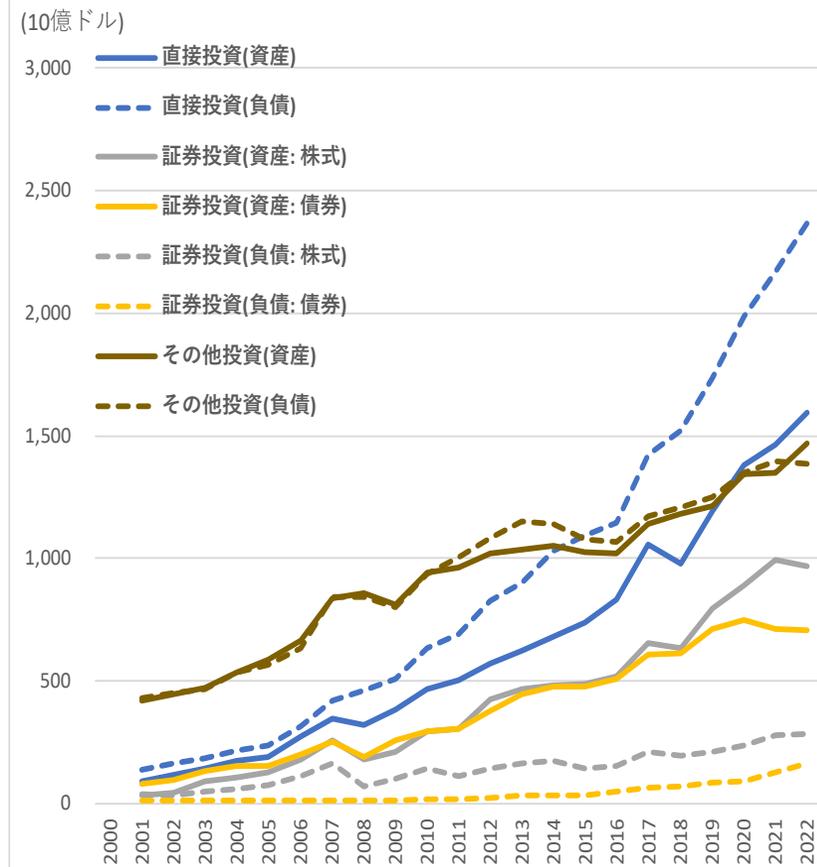
金融収支の動向（日本）



金融収支の動向（香港）



金融収支の動向（シンガポール）



日本の地域・業種別対内直接投資残高の推移

日本の地域別対内直接投資残高の推移（比較）

（億円）

地域・業種	2022年		2013年	地域・業種	2022年		2013年	地域・業種	2022年		2013年
アジア	85,677	(+231.8%)	25,822	北米	91,076	(+60.4%)	56,780	欧州	92,207	(+10.8%)	83,192
製造業	17,255	(+347.5%)	3,856	製造業	10,483	(-7.3%)	11,311	製造業	59,388	(+22.7%)	48,413
一般機械器	1,245	(+7.4%)	1,159	一般機械器	△ 2	--	0	一般機械器	3,587	(+68.7%)	2,126
電気機械器	4,932	(+595.6%)	709	電気機械器	1,106	(-73.6%)	4,197	電気機械器	10,355	(-39.8%)	17,212
輸送機械器	966	(+92.4%)	502	輸送機械器	427	(-34.3%)	650	輸送機械器	27,453	(+97.5%)	13,899
化学・医薬	9,616	(+1254.4%)	710	化学・医薬	3,762	(+115.7%)	1,744	化学・医薬	14,231	(+27.3%)	11,179
非製造業	68,422	(+211.5%)	21,965	非製造業	80,593	(+77.2%)	45,469	非製造業	32,819	(-5.6%)	34,779
金融・保険	34,319	(+267.9%)	9,329	金融・保険	54,105	(+61.9%)	33,425	金融・保険	25,560	(+25.4%)	20,381
通信業	5,169	(+376.0%)	1,086	通信業	3,859	(+46.0%)	2,644	通信業	12,705	(+679.4%)	1,630
サービス業	5,251	(+151.5%)	2,088	サービス業	5,778	(+585.4%)	843	サービス業	2,590	(+34.2%)	1,930
不動産業	3,461	(+141.2%)	1,435	不動産業	545	(+29.8%)	420	不動産業	264	(-65.5%)	766
卸売・小売	850	(-69.8%)	2,810	卸売・小売	8,642	(+47.4%)	5,862	卸売・小売	#####	(-256.7%)	7,085
運輸業	4,492	(+1459.7%)	288	運輸業	5,039	(+8740.4%)	57	運輸業	200	(-44.4%)	360

出所：財務省 財政金融統計月報より作成。カッコ内は2013年から2022年までの変化率。

注：「製造業（計）」，「非製造業（計）」は，各内訳項目，Xに，それぞれ「その他製造業」，「その他非製造業」を加えた合計であり，表上の各業種の合計と必ずしも一致しない。

日本の金融収支の特徴と論点

- 金融収支動向での日本の特徴は、対内直接投資残高が対外直接投資残高の差が大きいことであり、以前から指摘されていたが改善はされてこなかった。
- 国際金融取引が双方向か一方向かという金融統合の視点からは、**日本は直接投資、証券投資とも資産サイド（対外投資）に偏っており、双方向性が不足**している。
- 金融収支項目の直接投資・証券投資はともに第一次所得収支の源泉である。
 - 今後、円安で肥大化した第一次所得収支が為替相場の影響を過度に受けないようにするためにも、対外投資の資産・負債バランスをとることは重要。
- 安全保障の観点から、近年先進国において**対内直接投資審査制度**が導入・強化されている。
 - 規制によるマイナス面にどのように対応していくか。
 - 対内直接投資の推進において、CBDCやQRコード等による**クロスボーダー決済の多様化**はどのように役立つのか。

先行研究：対内直接投資の決定要因

- 海外直接投資は、過去数十年にわたり国際資本移動の主要な形態として成長してきた。特に、hotなポートフォリオ投資よりも安定的なFDIフローは一国の経済成長にとって重要な要素であり、その決定要因が発展途上国を対象として研究されてきた。
 - FDIの決定要因として、**対象国の経済規模、人件費（ULC）、受入国の貿易開放度、人的資本、経済主体への課税傾向、政治的安定性**などが指摘されていた。
- 2010年代以降は、先進国経済の低成長を背景に先進国を対象とした研究も進んでいる。
 - Dellis, et al.(2017, ECB)は、OECD諸国をサンプルとして実証分析を行い、**制度（法の支配、財産権、規制の効率性）と経済構造の質**が先進国へのFDI流入を誘致する上で重要であることを示唆した。
- 米中貿易戦争以降、地政学リスクの高まりとともに国内回帰も含めた研究が進んでいる。
 - Alfaro and Chor (2023, IMF)によれば、米国製造業では**国内回帰（reshoring）**が進んでいるほか、米国の輸入に占める中国のシェアが、2017年の21.6%から2022年には16.5%まで低下し、その代わりに**友好国（friendshoring）**や**近隣国（nearshoring）**が増えている。
- 実質実効為替相場（REER）がFDIに与える影響についての分析はあまり多くない。
 - Bennett, et al. (2008, IMF) OECD16か国（1995-2003）をサンプルとした実証研究では、**日本のREERの減価がFDIのinflowを促進する**という結果を示している。

Kearney's FDI confidence index

- Kearney FDI Confidence Indexは、「今後3年間にFDIを行いたい国」について世界のビジネスリーダー対象のアンケート調査に基づいて作成された指標である。
- これによると、米国がトップでカナダがそれに続いている。日本は前年の3位からランクが下がり、2024年は7位に下落。
 - ただし、これは2024年1月に実施されており、日本株の急上昇は反映していない。
- 中国が3位と前年の7位から躍進した
 - 2023年に上海と北京で外国人向け資本規制を緩和し、外資系企業の駐在員関連送金の自由化や外国企業の再投資の外国為替登録免除などによるものである。

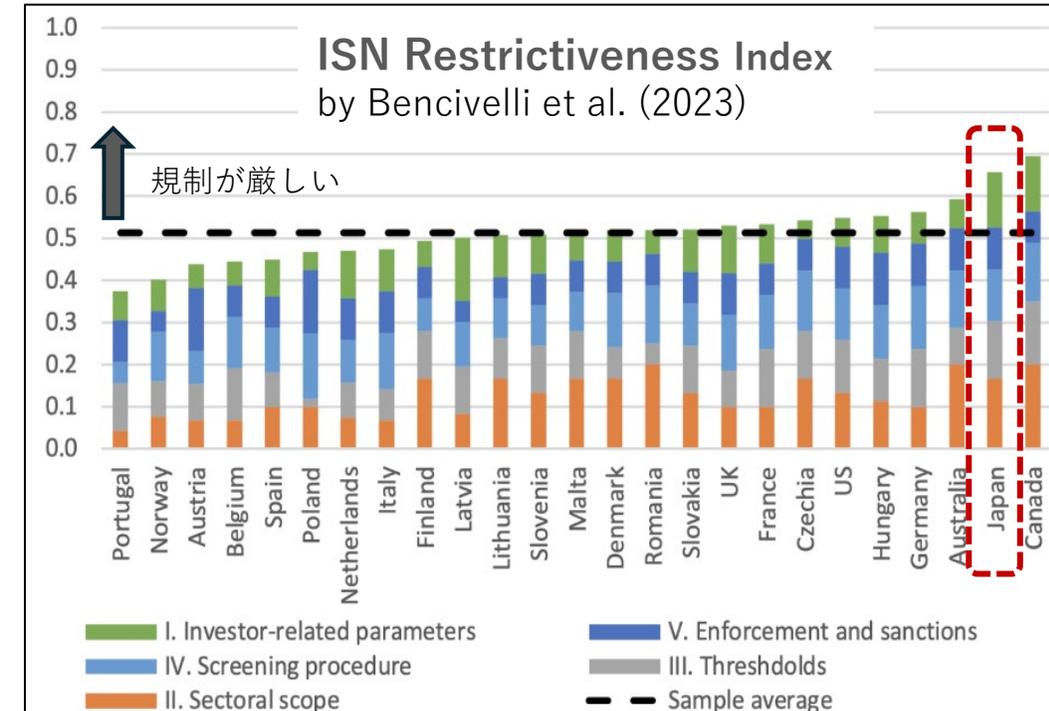
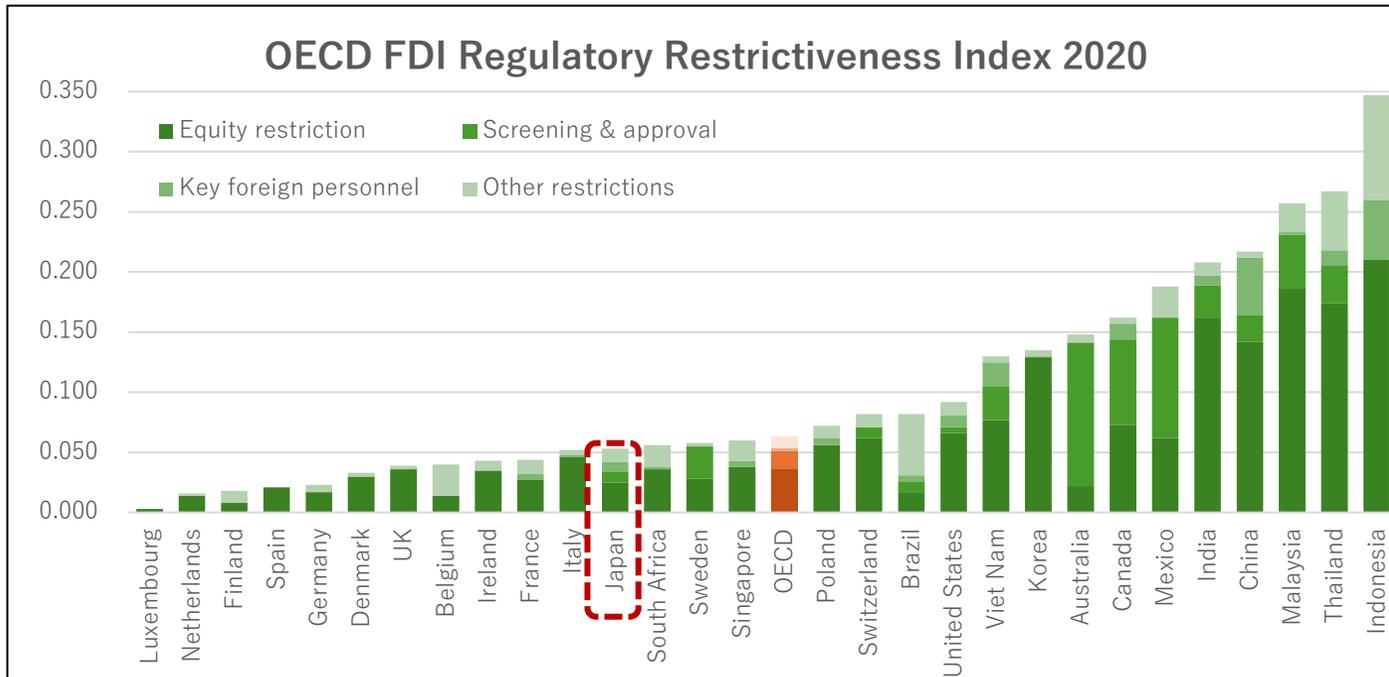
2024 FDI Confidence Index® world rankings



Source: 2024 Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index

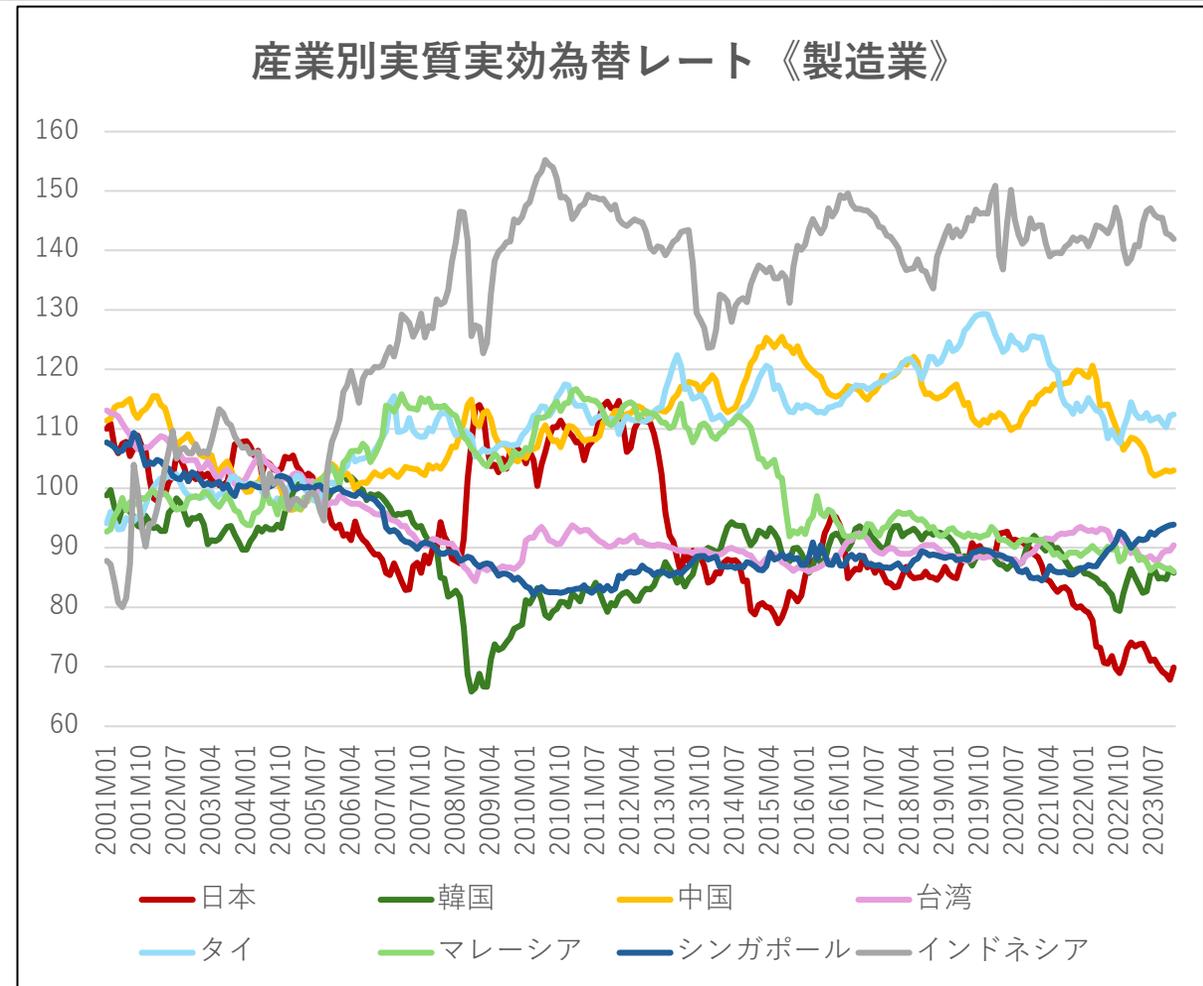
対内直接投資に対する規制の強化

- 近年の地政学的緊張の高まりにより、貿易や資本の流れに対する規制が急増しており、先進国の多くは既存の投資審査メカニズム (ISM) を採用または強化している。
 - FDI規制の各国比較のデータとしては、OECDのFDI Regulatory Restrictiveness Index (左下図) がある。
 - Bencivelli et al. (2023, Bank of France)が作成した指標は以下5つの側面(Investor-related Parameters, Spectral scope and coverage of greenfield investments, Transactions subject to review and thresholds triggering a review, Screening procedure, Enforcement and sanctions for non-compliance)をカバーしており、日本は最も規制が厳しい国の一つと考えられている (右下図)。



産業別実質実効為替相場の推移

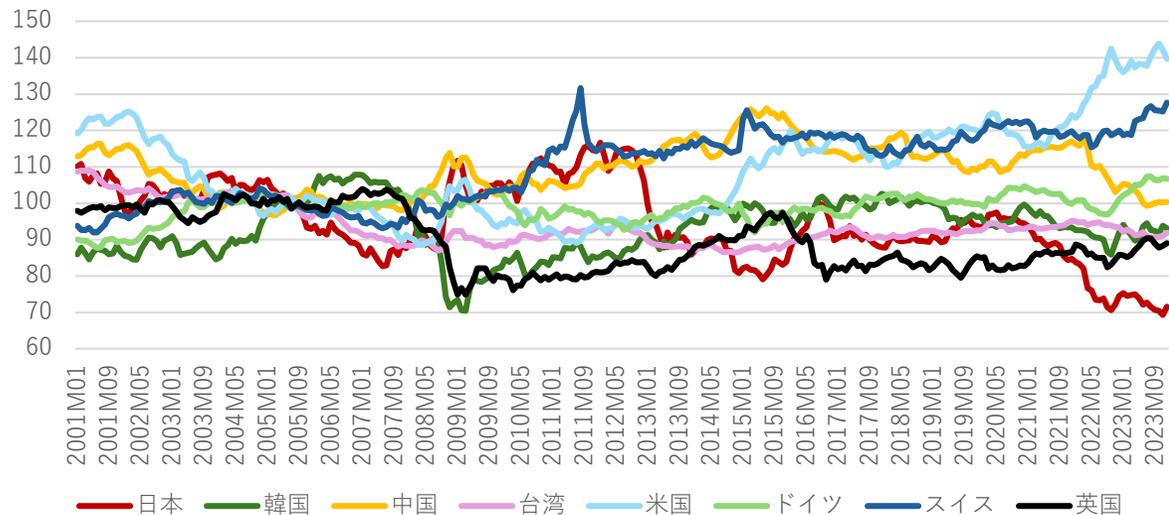
- 産業別実質実効為替相場は、経済産業研究所（RIETI）で2011年より公開されているREERの日次データであり、現在は25か国、13業種のデータを公開している。
- 実質実効為替レートは当該国の輸出価格競争力を測る指標として用いられる。
 - BISが公表しているREERはCPIをベースに計算されているが、このデータベースの最大の特徴は、アジア・欧州・北米・オセアニア諸国を中心に対象国の「産業別の生産者物価指数」を収集し、実質実効為替レートを産業別に構築している点にある。
 - 産業別にみると、REERの形状は異なっていることがわかる。このREERの動きをもとに対内直接投資を促す産業を見極めることができる。
 - データ構築の詳細はSato, Shimizu, Shrestha and Zhang (2013, 2015) で説明されている。



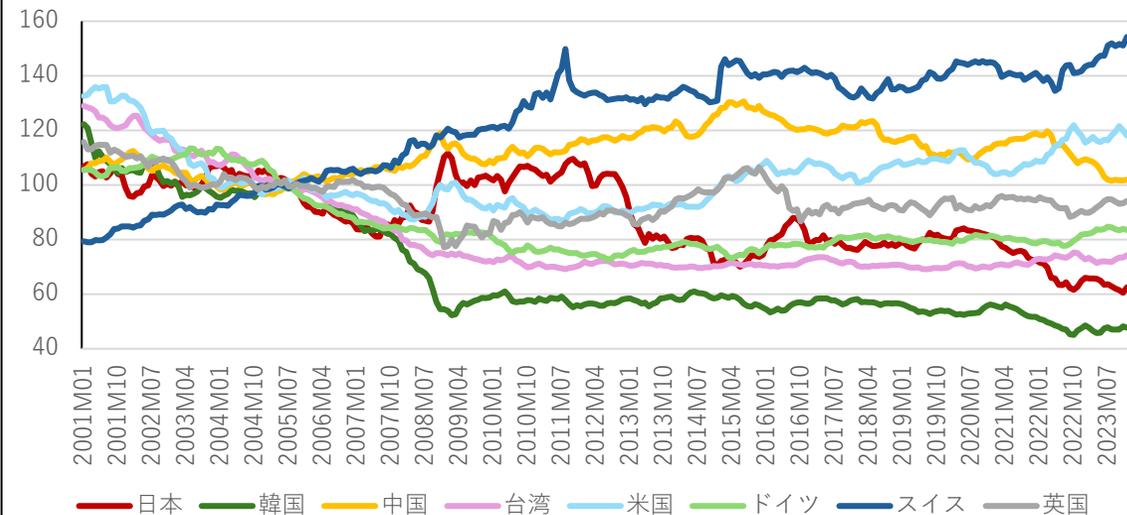
注：数値は2005年=100となる値である。

出所：経済産業研究所（RIETI） <https://www.rieti.go.jp/users/eeri/>

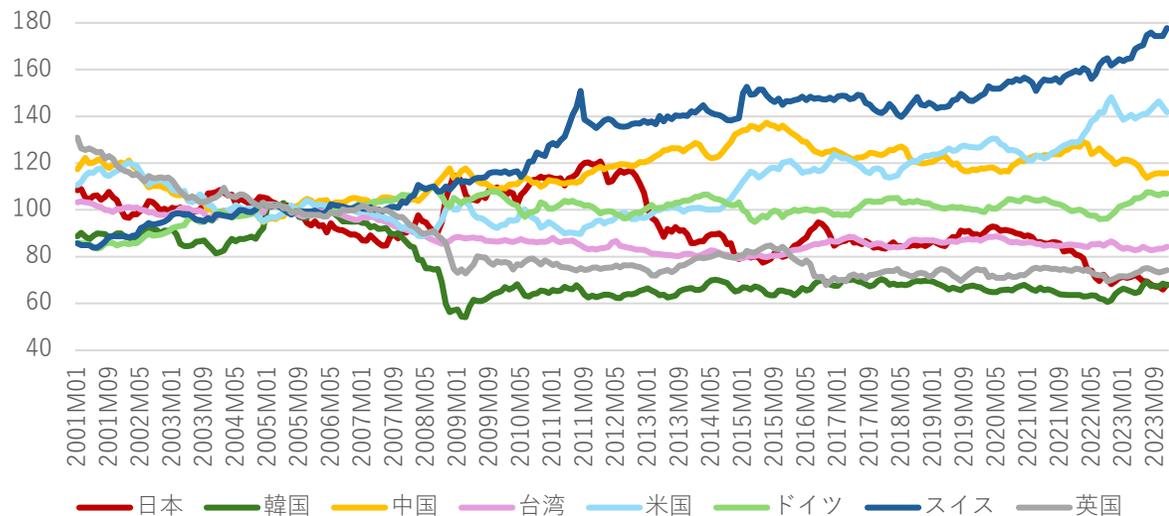
産業別実質実効為替レート 《一般機械》



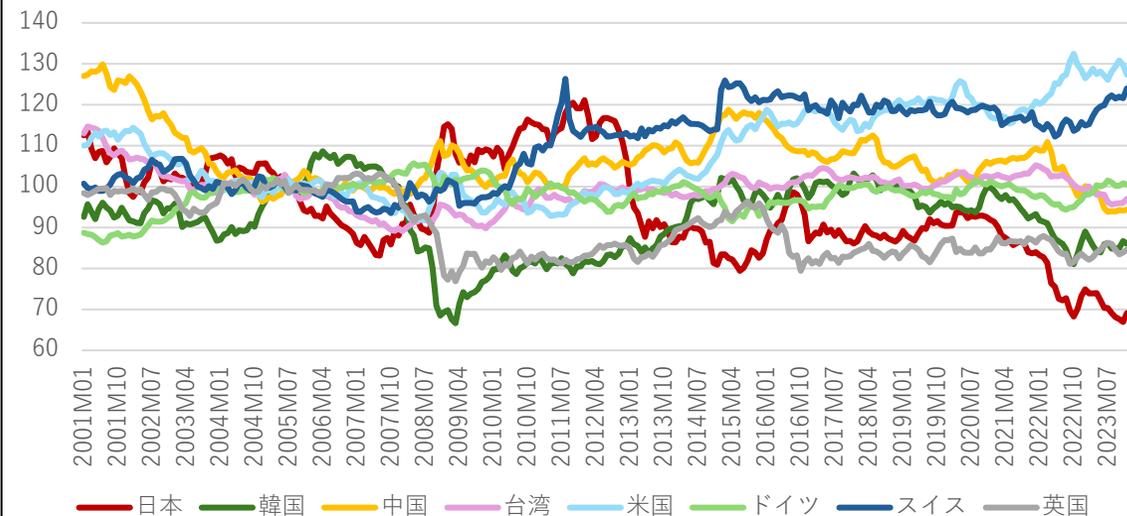
産業別実質実効為替レート 《電気機器》



産業別実質実効為替レート 《精密機器》



産業別実質実効為替レート 《輸送用機器》



注：数値は2005年=100となる値である。出所：経済産業研究所（RIETI） <https://www.rieti.go.jp/users/eeri/>

アジアにおける新たなクロスボーダー決済の動き

- 近年デジタルやCBDCを利用した新たなクロスボーダー決済のトライアルがアジアで進行中

mCBDC Bridge (2021年2月に公表、稼働中)

- 香港、タイ、中国、UAEの中銀の他、各国・地域の計20商業銀行が参加
- mBridge ledgerを使用した、wholesale のmulti - CBDCプロジェクト
各国・地域のCBDCを用いたクロスボーダー送金、2つのCBDCの外為取引でのPvP決済等 を実施
- 確認された効果として、中銀マネーによるクロスボーダー決済、国際取引での現地通貨 使用を促し、**決済のスピード・コストを改善を目指す**
- 2023年10月、HKMAは2024年中にクロスボーダーCBDC決済を実施すると発表

Project Dunbar (2021年11月に公表、稼働中)

- シンガポール、豪、マレーシアと南アの中央銀行が参加
- 分散型台帳技術 (DLT) を使用しCBDCシステム (プラットフォーム) のプロトタイプを開発すること
- 参加国のCBDC間だとクロスボーダー決済を実施

Project Nexus (2021年7月にBISが公表、稼働中)

- BISが各国の高速決済システムを連携させ、国境を越えた即時決済を可能にする取り組みを開始
- BIS イノベーション・ハブ (シンガポール) は、CBDCを使う形式ではなく、既に世界約60ヶ国で安定的に運用されている高速決済システム (IPS) 同士を接続する方法を標準化することで、接続プロセスを容易にし、クロスボーダー決済をスピードアップする取り組み
- シンガポール、マレーシアの各中央銀行が民間事業者と協力し、イタリアも加わり、シンガポール、マレーシア、ユーロ圏の高速決済システムを実験的に接続する

Project Ubin (2019年11月以降、段階的に実証実験を推進中)

- シンガポール (MAS)が開始したプロトタイプの、豪、マレーシアと南アの中央銀行が参加
- 第1～第2段階では、国内決済ネットワークでのシステム構築、第3、第4段階では複数のブロックチェーンプラットフォーム間でDVPやクロスボーダー決済システムを構築、現在第5段階で実証実験を進める
- プロジェクトの最終段階として、シンガポールの投資会社テマセクと米投資銀行のJPモルガンと協力を発表し、決済の効率性向上に取り組む

今後の対内直接投資に対するまとめ

日本の金融収支項目において、直接投資は対外、対内のバランスをとることが重要である。地政学リスクの高まりによるオフショアリングの再構築が進んでおり、特に円安や物価安を背景としてアジアから日本に製造業の対内直接投資が進んでいる。

さらなる促進のためには様々な面でのインフラ整備、規制や制度の見直しや改善が必要

- ✓ 産業別REERなどを参考にして、産業の競争力を考慮した補助金などでサポート
- ✓ 地方に輸出産業として誘致するためには、港湾などのインフラ整備（釜山など近隣港湾との連携）、地方税関での通関の簡素化やAEO制度の拡充などに着手
- ✓ クロスボーダー決済の革新
 - アジアではリテール型CBDCやQRコード決済を通じた試験運用が複数の国で進められている
 - 日本がアジアのプロダクションネットワークの製造拠点となるならば、アジア近隣諸国間でのホールセール型デジタル決済を進める推進役となる必要がある

参考文献

- Alfaro, Laura & Davin Chor, (2023) "Global Supply Chains: The Looming “Great Reallocation”," NBER Working Papers 31661, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bencivelli, L, V Faubert, F Le Gallo and P Négrin (2023), "Who’s afraid of foreign investment screening", Banque de France Working Paper No. 2023/927.
- Bennett, et al. (2008) Competitiveness in the Southern Euro Area: France, Greece, Italy, Portugal, and Spain, IMF Working Paper WP/08/112 [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08112.pdf](https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08112.pdf)
- Sato, Kiyotaka, Junko Shimizu, Nagendra Shrestha, Shajuan Zhang, 2013. "Industry-specific Real Effective Exchange Rates and Export Price Competitiveness: The Cases of Japan, China, and Korea," *Asian Economic Policy Review*, Vol. 8(2), pp. 298-321.
- 宮川 真一(2022)「クロスボーダー決済の課題解決に向けた 国際決済銀行の取り組み」 公益財団法人 国際通貨研究所[chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2022/nl2022.38.pdf](https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2022/nl2022.38.pdf)
- 杉江次郎、鳩貝淳一郎(2022)「分散型台帳技術を活用した決済の改善の取り組み — 各国のホールセール型 CBDCの実証実験を中心に —」日銀レビュー22-J-16