

第1章 日本企業の成長と内外の資金フロー

川本 敦¹

片野 幹²

【要旨】

バブル崩壊以降約30年にわたり、日本経済は政府による国債発行とそれに伴う財政支出が生み出す「政府発のキャッシュフロー」によって資金循環が主導されてきた。企業部門では投資が停滞し、資金が余剰となる一方、政府の財政赤字が継続する構造が定着してきた。日本経済が今後、持続的な成長を実現するためには、企業の自律的な投資行動によって生まれる「民間発のキャッシュフロー」が主導する資金循環への移行が不可欠である。

このような資金循環の転換には、国内外の企業による国内への積極的な投資が鍵を握っている。現在、設備投資は回復基調にあるが、これを一過性のものとせず持続可能な動きとするためには、対内直接投資の拡大や、企業による国内生産拠点の再構築の動向に注目する必要がある。企業が海外で得た収益を日本に還流させるかどうかは、企業価値の最大化の観点から判断されるため、国内投資が企業にとって利益につながる事業環境が求められる。

この点、日本国内における生産コストは相対的優位性が高まっており、こうした経済環境を最大限に活かして企業の国内投資をさらに促進するためには、金融市場の機能強化が重要な課題となる。進行中の大規模な対内直接投資では、内外の企業からの資金需要が高まっている。特に、欧米諸国と比較してウエイトが小さい社債市場については、海外企業による円建て資金調達の活性化の観点からも、その拡充の意義がある。

貿易や対外投資といった対外的な企業活動においては、取引や資金調達に使われる通貨の選択が注目される。日本企業が輸出競争力を高め、国際的な交渉力を強化することにより、円建て取引の拡大が期待されるが、これは円建ての資金需要を喚起する土台となる。経済安全保障の観点からも、自国通貨である円の利用価値を高めることが戦略的に重要である。

ただし、現状では企業にとって円建ての取引が常に最適な選択肢とは限らず、グローバルな取引環境においては依然として米ドルの存在感が大きい。現地当局から、現地通貨での取引が求められることもある。したがって、少なくとも当面は、米ドル基軸体制

¹ 財務省財務総合政策研究所総務研究部総務課長

² 財務省財務総合政策研究所総務研究部主任研究官

本稿は、2024年11月から2025年4月までの間、財務総合政策研究所において開催された「日本企業の成長と内外の資金フローに関する研究会」における議論を踏まえて作成されたものである。また、財務総合政策研究所の伊藤秀則総括主任研究官、日沖駿介係長、中山紘輝係員、伊藤菜々子研究員、西田安紗研究員、福室成彦研究員、田中湧真財政経済計量分析室員から多くの協力を得た。残る誤りは筆者の責任である。

を補完する形で、日本の金融機関が海外に向けた米ドル等の外貨建て貸出能力を維持することが現実的かつ重要である。そのためにも、経常収支の黒字維持、日本国債の高い格付け、円の通貨としての信認の確保が不可欠である。

昨今の地政学リスクの高まりにより、アジアやグローバル・サウス諸国でドル離れや現地通貨取引の流れが加速する可能性もある。望ましい内外の資金フローがどのように変化し、その実現を促すためにどのような政策が必要とされるかについては、内外の環境変化を踏まえて、引き続きアップデートしていきたい。

はじめに — 「日本企業の成長と内外の資金フローに関する研究会」について

日本の資金循環は、企業・家計の資金余剰と政府・海外の資金不足がバランスしている。企業の資金余剰は、内部留保の増加額から国内での実物投資を差し引いた金額に相当するが、日本企業は、1990年代初頭のバブル崩壊を境として、資金不足から資金余剰に転じており、以降一貫した「資金の出し手」として、「資金の受け手」である政府部門と海外部門に対して資金を供給する立ち位置となっている。こうした資金循環の構図は、他国に類例のない近年の日本経済の顕著な特徴となっている。

昨年度の研究会³では、こうした構図が成立してきた背景として、日本国内での設備投資が低調であった中で、現預金の蓄積が継続する「国内での低調なリスクテイク」と、その一方で、海外での事業活動においては対外直接投資の増加が継続する「海外での積極的なリスクテイク」が日本の企業部門の中で共存する状況を明らかにした。その上で、2020年度前後以降の足元では、海外での新規投資の伸びが一服する一方、国内での設備投資は増加基調にあり、今後の進展に着目することの重要性を指摘した。

本研究会は、こうした「資金余剰主体としての日本企業」を念頭に置いた上で、世界経済の成長を日本経済全体の安定的な成長に結び付ける観点を踏まえ、望ましい企業活動や内外の資金フローのあり方について、考察を深めたものである。その際、日本企業の財・サービス取引や、対外ポジション、日本企業をとりまく内外の資金フローについての現状分析と今後の課題の探索を行うこととした。また、アジアの成長を取り込もうとするメガバンクの海外拠点展開や、国内への大規模な対内直接投資を新たな成長機会として捉える地域金融機関の取組についても、関係者へのヒアリングを通じて実情を把握した。さらに、地政学的リスクの高まりや、グローバル・サプライチェーンの再構築といった外部環境の変化への対応、我が国が有する豊富な国内貯蓄や、自国通貨・円の国際的なプレゼンスなど、多角的な視点から議論を深めることができた。

本稿では、報告書の各章で提示されるポイントを整理することを通じて、本研究会における議論の全体像を概観することとしたい。

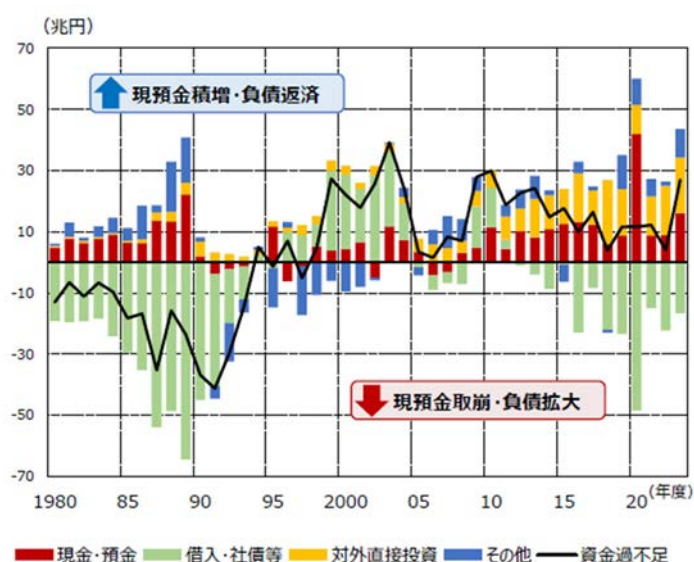
³ 財務総合政策研究所(2024)

1. 内外の資金フローの現状

(1) 資金余剰主体としての日本企業

最初に、我が国における企業の資金過不足の現状について確認する。バブル崩壊後30年間に於いて、日本企業は資金余剰主体であった。また、企業の資金余剰の要因を項目別に分析すると、近年、現預金だけでなく、対外直接投資（フロー）の増加が大きな割合を占めていることが分かる（図表1）。

図表1 企業の資金過不足の要因分解



(注) 民間非金融法人企業。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」、田中賢治「企業行動から見た資金循環の論点」、財務総合政策研究所『「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」報告』

次に、2010年度から2023年度にかけての資産等の変動を企業規模別に分析する。中小企業では「現預金」の蓄積が進む一方、大企業・中堅企業では対外直接投資を含む「投資有価証券・その他投資」が増えており、海外において積極的にリスクテイクをしていることが分かる（図表2）。

図表2 資産等の変動（産業・企業規模別、2010～2023年度）

(兆円)

		現金 ・預金	投資有価証券 ・その他投資	金融機関借入 金・社債	純資産
全規模	全産業	127	184	61	337
	製造業	25	78	6	111
	非製造業	101	105	55	226
大企業	全産業	30	123	35	141
	製造業	17	65	5	78
	非製造業	14	58	31	63
中堅 企業	全産業	22	21	5	67
	製造業	4	6	0	19
	非製造業	17	15	5	48
中小 企業	全産業	75	39	21	130
	製造業	5	8	1	15
	非製造業	70	31	20	115

（注1） 金融業・保険業を除く。

（注2） 純粋持株会社を除く。

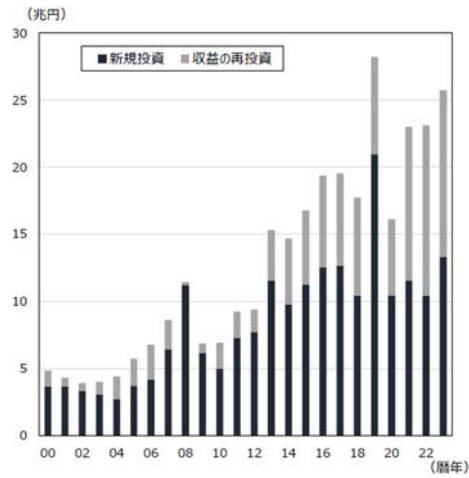
（出所）財務省「法人企業統計調査」

さらに、対外直接投資（フロー）の動向についてより詳細に分析すると、「新規投資」は2010年前後の円高局面で一時的に増加したものの、近年はほぼ横ばいである。他方、既存の直接投資残高から得られるリターンが、海外子会社の内部留保として蓄積され、「収益の再投資」として国際収支統計に計上されており、その額は2010年代以降増加し、2024年には直接投資収益の約49%が再投資収益となっている（図表3）。

この点、清水・佐藤（第8章）は、対外直接投資のフロー全体に占める再投資収益の割合については、近年になって顕著となったわけではなく、2000年代前半から概ね半分程度のシェアを占めてきていたことを確認している。特に、日本と世界の金利差が拡大傾向にあった時期において、再投資収益の割合が約5割超となっており、再投資を行った方が有利である状況が影響しているとしている。また、比較可能なデータを入手できる米国・ドイツにおいても、直接投資収益のうち再投資収益に回される割合は、米国で5割程度、ドイツで3割程度を占めており、第一次所得収支の一部が再投資され、直接投資収益のすべてが国内に還流しないのは、日本特有の現象ではないとしている。

また、日本への資金還流の業種別の傾向について、インドネシア進出企業にインタビューしたところ、製造業では、配当を日本の本社に還流させる傾向が強いのに対して、金融業では現地規制の影響により日本への資金還流が制限されるなど、業種ごとに違いがあることが分かったとしている。

図表3 対外直接投資（フロー）の推移

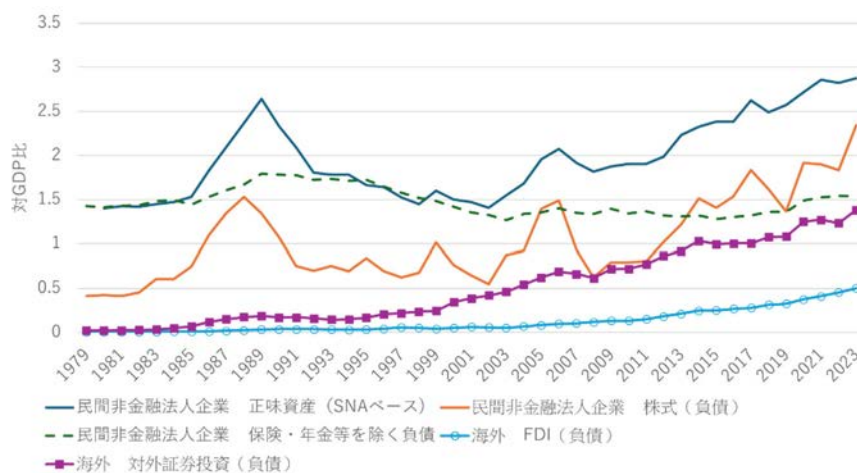


(注) 新規投資は、株式資本と負債性資本の和。

(出所) 財務省・日本銀行「国際収支統計」

戸村（第2章）は、2000年代以降、日本から積極的な対外投資が行われているにもかかわらず、国内民間企業による円の借入需要には必ずしも結び付いていないことを指摘した。図表4は、対外投資と国内民間企業の負債・正味資産の対GDP比の推移を示している。これを見ると、2000年代前半以降、対外証券投資と対外直接投資は上昇している一方、国内民間企業の負債は増加しておらず、それとは対照的に正味資産が伸びていることが分かる。すなわち、日本からの対外投資が活発に行われているが、国内民間企業による円の借入需要は増えていないということを示唆している。他方で、正味資産が増加していることから、企業は内部資金によって対外投資のファイナンスを行っていることも分かる。

図表4 対外投資と国内民間企業の負債・正味資産



(出所) 戸村（第2章）

松江（第3章）は、このような企業行動の背景として、人口動態に起因する日本の「期待成長率」（上場企業へのアンケート調査による今後5年間の業界需要の実質成長率見通し）の低下があることを指摘している。図表5で示されるとおり、1990年代後半の生産年齢人口の減少以降、期待成長率は1%台へと低下し、さらに人口がピークを迎えた2008年を境に、0～1%台前半で推移している。したがって、このような日本経済の今後の成長に対する期待の低さが、中長期的な日本企業の海外投資を促している可能性が示唆される。

他方で、足もとでは、国内投資は必ずしも縮小傾向にあるわけではない。図表6をみると、2000年代前半に民間企業の国内投資額が低下したが、その後、2010年代にかけて再び増加に転じており、直近では対外投資額に匹敵する勢いとなっている。このような傾向を一過性のものとせず、持続可能にしていくためには、対内直接投資の拡大や、企業による国内生産拠点の再構築の動向に注目する必要がある。

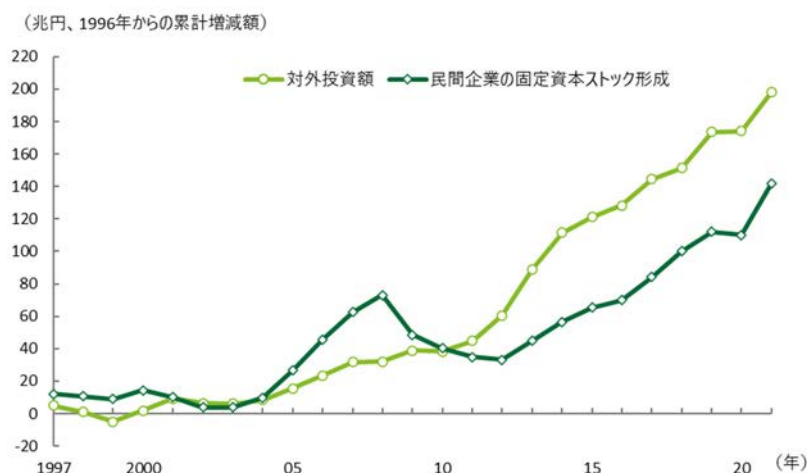
図表5 日本の期待成長率と賃上げ率の推移



（注） 期待成長率は今後5年間の業界需要の実質成長率見通し（上場企業に対するアンケート調査）。賃上げ率の対象は民間主要企業。

（出所） 松江（第3章）

図表6 日本の対外投資額と民間企業の国内投資額の推移



(注) 対外投資額は各年の対外直接投資額の残高から1996年末時点の残高を差し引いたもの。民間企業の固定資本ストック形成は、各年の民間企業の固定資本ストック残高から1996年末時点の残高を差し引いたもの。

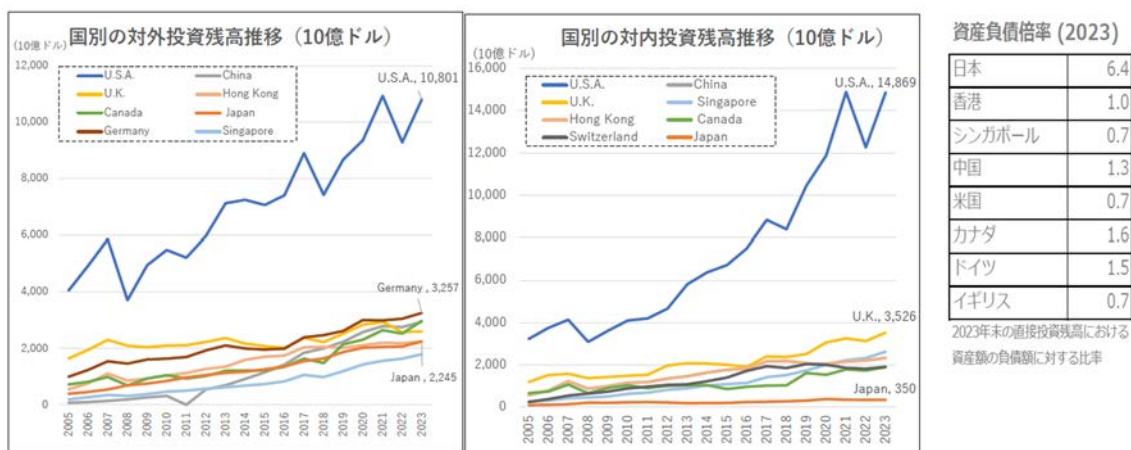
(出所) 松江 (第3章)

(2) 対内直接投資と資金需要

国内の資金需要の弱さと、日本への対内直接投資の少なさは、表裏一体となっていると考えられるが、ここで、日本の対内直接投資について現状を整理する。

清水 (第4章) は、長期的な日本の直接投資の特徴として、対内直接投資が対外直接投資よりも非常に低い水準であるとしている。実際、直近の資産負債倍率は、他国が1以下あるいは1付近であるのに比べて日本は6.4である。こうした対内直接投資の極端な少なさが、海外企業による円需要の少なさに結びついたとしている (図表7)。

図表7 主要国別対外・対内直接投資残高推移 (左、中央)、資産負債倍率 (右)



(出所) 清水 (第4章)

また、図表8は、2023年末の対日直接投資残高を業種別、国・地域別に示したものである。業種別では、金融・保険業の占める割合が36.3%と非常に大きいことに加えて、足もとでは製造業の伸び率が高まっている。また、国・地域別では、米国、英国、シンガポールが全体の半分以上を占めている。昨今の状況としては、台湾の大手半導体メーカーであるTSMCの熊本県への工場進出を背景として、台湾がトップ10に入った。

図表8 対日直接投資残高業種別（左）、国・地域別（右）（2023年末）

順位	国・地域	残高 (億円)	前年比 伸び率 (%)	構成比 (%)	順位	国・地域	残高 (億円)	前年比 伸び率 (%)	構成比 (%)
1	金融・保険業	115,213	△ 2.3	36.3	1	米国	124,655	23.2	24.7
2	化学・医薬	31,900	8.7	10.1	2	英国	86,989	11.3	17.2
3	輸送機械器具	31,744	3.5	10	3	シンガポール	52,614	8.1	10.4
4	電気機械器具	26,992	19.4	8.5	4	フランス	34,107	4.5	6.8
5	通信業	25,398	12.7	8	5	オランダ	32,542	△ 4.6	6.4
6	サービス業	14,534	△ 10.3	4.6	6	香港	27,608	5.3	5.5
7	運輸業	13,658	10.2	4.3	7	ケイマン諸島	27,073	6.7	5.4
8	卸売・小売業	6,098	145	1.9	8	スイス	20,737	△ 4.4	4.1
9	一般機械器具	5,894	2.5	1.9	9	ドイツ	14,015	1.3	2.8
10	不動産業	5,571	10.3	1.8	10	台湾	12,993	21.1	2.6
—	その他	40,166	10.8	12.7	—	その他	71,843	3.1	14.2
—	合計	317,168	5.3	100	—	合計	505,176	9.3	100

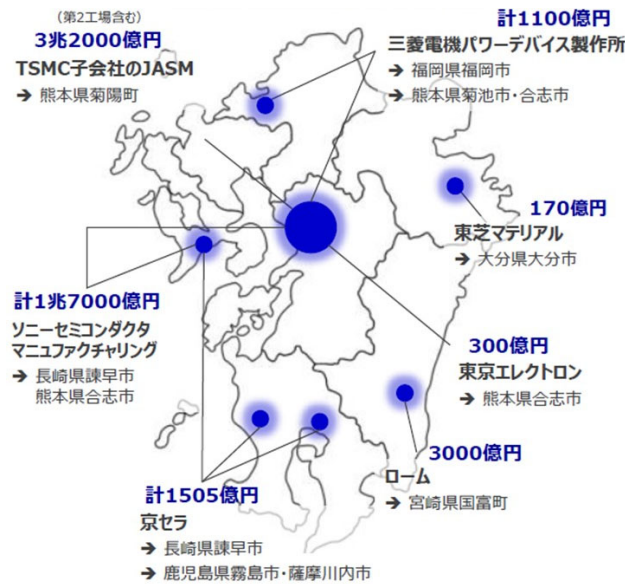
（出所）清水（第4章）

このような現状認識のもと、本研究会では、昨今の大規模な対内直接投資の例としてTSMCの熊本進出が地域経済・産業に与える影響や台湾企業による資金需要の動向等について、九州フィナンシャルグループ及びふくおかフィナンシャルグループに対するヒアリングを実施した。

TSMCが大型の対日直接投資を行った背景には、地政学的リスクの高まりや、それに伴うグローバル・サプライチェーンの再編の必要性の高まりがある。そうした中、九州は、台湾と地理的に非常に近かったことに加えて、既存の半導体サプライチェーンが構築されており、TSMC稼働前の2023年時点で集積回路生産額は1.2兆円（全国シェア54.7%）であったことなどが進出先の選定理由と考えられている。

TSMC進出に当たっては、TSMC自体による約3兆円の設備投資のみならず、九州全体（2021～2030年）で合計6兆円以上の設備投資が見込まれている（図表9、図表10）。また、関連する財・サービスの生産、消費活動を含めた九州地域内の経済波及効果は約23兆円と推計されている（図表9）。

図表9 主な半導体設備投資計画



(注) 2021年から2030年の10年間。
(出所) 田中・桐原 (第5章)

図表10 九州・沖縄における10年間（2021年～2030年）の経済波及効果

	設備投資	生産活動	合計
最終需要	6.2	7.9	14.1
直接効果	4.7	7.8	12.5
1次間接効果	2.2	3.9	6.1
2次間接効果	1.5	2.9	4.4
経済波及効果 (生産誘発額)	8.4	14.6	23.0

(出所) 田中・桐原 (第5章)

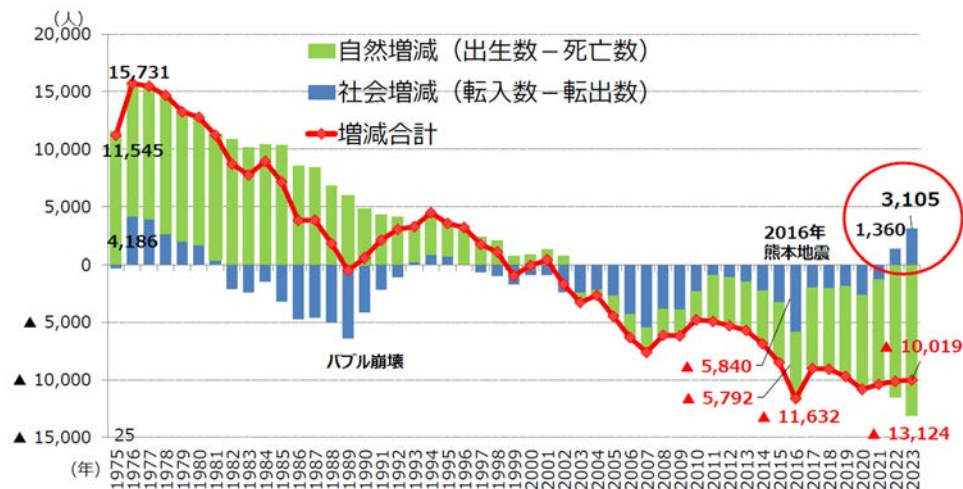
宮中・佐藤 (第6章) は、TSMCの熊本進出以降、九州では半導体関連企業の設備投資が活発になり、既に地域の経済・社会に大きな影響を及ぼしているとしている。例えば、TSMC周辺地域の地価推移 (図表11) について、TSMC所在地の菊陽町に隣接する大津町の2023年から2024年にかけての地価上昇率は33%と全国1位の上昇率、菊陽町についても地価上昇率31%と全国2位の上昇率となった。また、熊本県全体の人口増減の要因別推移 (図表12) を見ると、2003年から2021年までは自然増減、社会増減共にマイナスで推移していたが、TSMC進出以降の2022年、2023年は社会増減がプラスに転じていることが分かる。

図表11 TSMC周辺地域の地価推移



(出所) 田中・桐原 (第5章)

図表12 熊本県要因別人口増減推移



(出所) 宮中・佐藤 (第6章)

一方で、田中・桐原 (第5章) は、日本の地場産業はTSMCの半導体サプライチェーンへの参入障壁が高いため、九州・沖縄地域の金融機関にとってみると、半導体関連企業への直接的な融資による収益確保の機会が少ないことを指摘している。そうした中、地銀は、工場周辺の不動産取引、物流、サービス業の発展を通じた収益確保を重視している。また、もう一つの重要な収益源としては、TSMC進出に併せて進出してきた台湾企業への融資がある。台湾企業は、台湾本社からの送金に加え、日本国内の金融機関からの融資を希望しており、その背景には、台湾の金利水準は日本よりも高く、日本国内での資金調達が可能であれば活用したいという意向がある。したがって、TSMCの例では、対内直接投資の増加に伴い、国内

での資金需要が伸びる動きがあることが明らかになった。

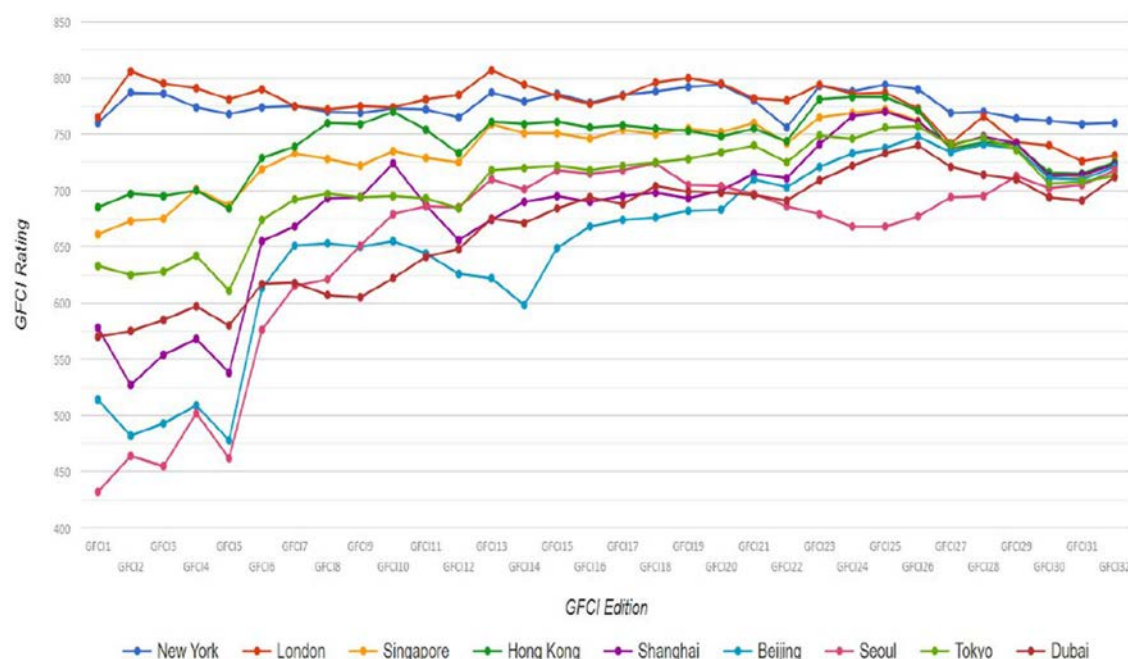
なお、台湾の金融機関の日本への進出については、一定の関心がみられるが、積極的な融資には本国の承認が必要であり、その手続きが障壁となっており、個人向けのリテール分野に特化する傾向が強いことも指摘された。

(3) 金融資本市場の課題

次に、前節でみてきた直接投資の動向や足もとでの設備投資の強さを後押しするという観点から、金融資本市場の課題について整理する。

世界の金融市場ランキングデータによると、日本の資本市場、とりわけ東京市場の国際評価は相対的に低下傾向にある（図表13）。この要因として、清水（第4章）は、日本経済の景気の低迷、低賃金、人材不足や金融資産の収益性の低さ、家計金融資産の間接金融偏重などを挙げている。

図表13 グローバル金融センターインデックスのランキング推移

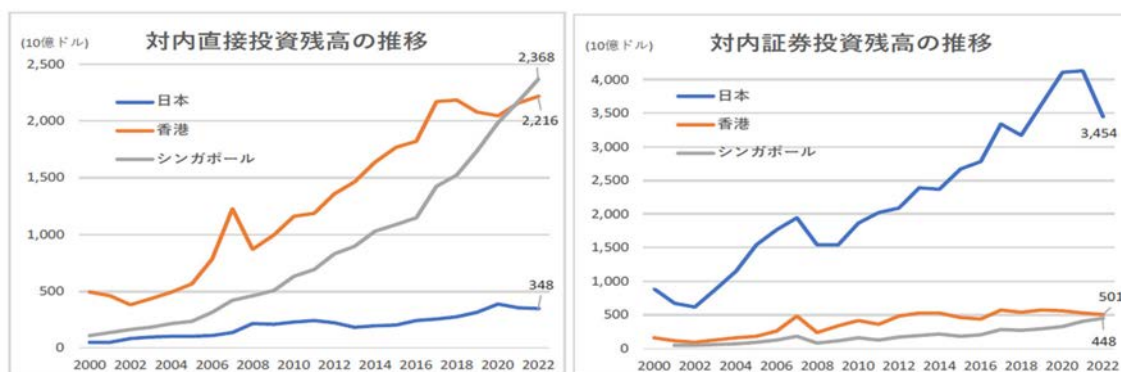


（出所）清水（第4章）

図表14は、対内直接投資残高・対内証券投資残高について、アジアの主な金融市場である日本・香港・シンガポールを比較したものである。対内直接投資残高については、2000年代以降、香港・シンガポールは日本の7倍近くの規模となっている。この結果、香港やシンガポールに外資系企業が進出し、各国の通貨の取引が発生しているが、日本は国内企業の円の

取引が大半で、アジアのその他の通貨の需要が生まれにくい状況となっている。一方、対内証券投資残高については、日本が香港・シンガポールに大きな差をつけていることが分かる。この理由としては、日本の株式市場・債券市場が大きいことに加えて、規制や通貨の国際化の度合いが影響を与えているものと考えられる。

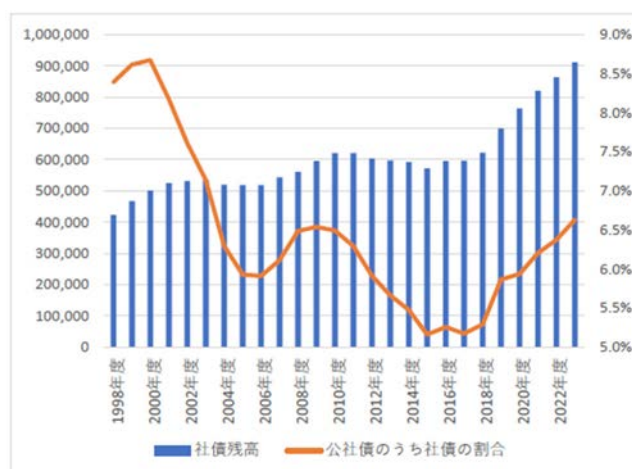
図表14 日本・シンガポール・香港における対内直接投資残高（左）、および対内証券投資残高（右）の推移比較



(出所) 清水 (第4章)

また、国外からの投資を呼び込むという観点から、国内の資金調達方法の多様化が重要である。この点、日本の債券市場における社債発行の伸び悩みは日本の金融市場の大きな課題であることが長年にわたり指摘されてきた。異次元の金融緩和以降、国債残高が増加したこともあり、公社債全体に占める社債残高の割合は減少している（図表15）。

図表15 社債発行残高の推移と公社債における社債残高割合

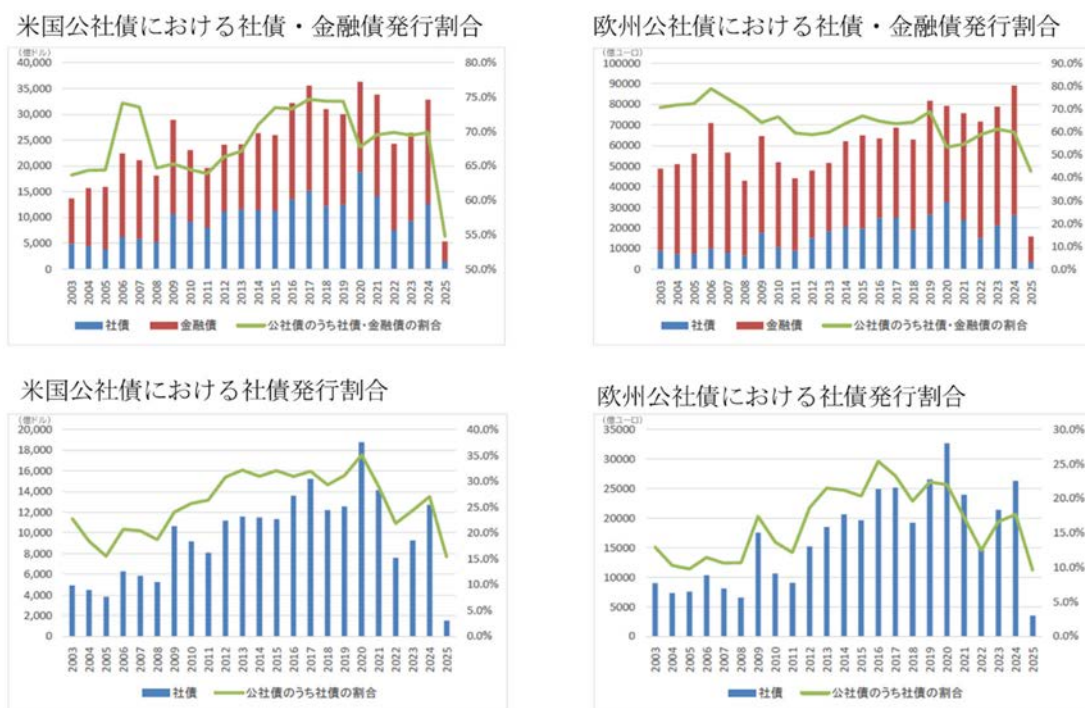


(出所) 中空 (第9章)

欧米の社債市場との比較においても、公社債市場における社債発行割合は、米国79.1%、欧州59.8%、日本7.6%となっており（2024年）、日本の社債市場の規模が非常に小さいことが分かる。欧米市場で社債市場が活発である理由として、ハイイールド債市場の存在や、銀行以外の多様な投資家による積極的な投資が社債市場の拡大を支えていることが考えられよう（図表16）。

その上で、中空（第9章）は、日本の社債市場が拡大しない背景として、銀行部門のオーバーキャパシティのもと、社債より低い利回りで銀行借入が可能である点、社債利回りが低い場合でも株式による資金調達を好む経営者の意識、リスクテイクに対する投資家のインセンティブの乏しさなどを指摘している。

図表16 欧米の債券市場動向

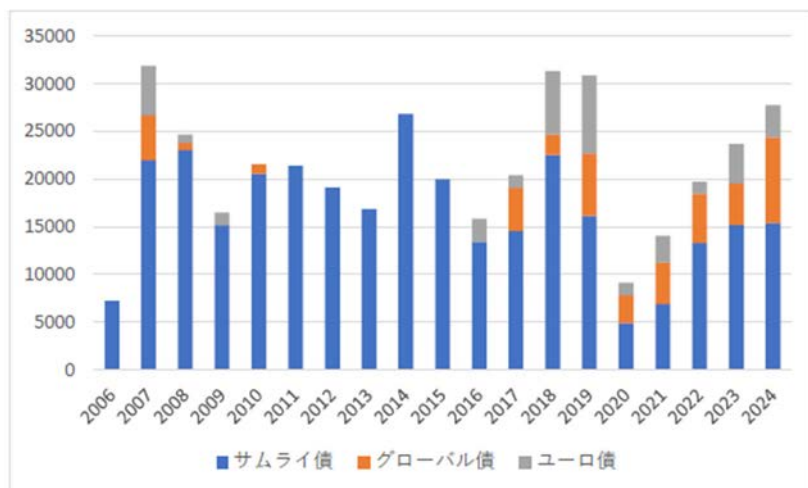


（出所）中空（第9章）

さらに、海外発行体の円建ての資金調達動向は長期的に安定しているとはいえず、円建て資金ニーズは必ずしも高まっていない（図表17）。中空（第9章）は、その要因として、日本市場は資金調達規模が小さい、リスクを取る投資家の数も限定的である、サムライ債の場合事務コストが大きな負担となる、ハイイールド債市場が発達していない、といった多くの課題があり、海外発行体は特別な事情が無い限り、日本国内で社債を発行して資金調達をしようと思わない環境であるとしている。その上で、このような障壁のうち1つでも解決することができれば、日本の社債市場のダイナミズムが生まれ、結果的に海外からの更なる投資を

喚起することにつながりうるとしている。

図表17 海外発行体の円建ての資金調達動向



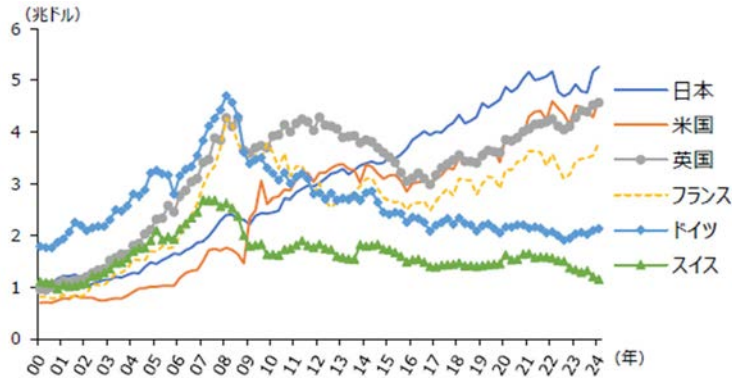
(出所) 中空 (第9章)

(4) 対外取引と資金需要

次に、対外取引と資金需要について、金融面・貿易面のそれぞれの観点から現状を整理する。

清水(第4章)は、国際与信において邦銀の存在感は大きいとしている。国際決済銀行(BIS)の国際与信統計における国際与信残高は、銀行の国内本支店から海外への貸し出し、国債や社債、株式など海外への証券投資に加えて、邦銀の海外支店から海外顧客への貸し出しも対象になっているが、3メガバンクを中心として、邦銀が日本の豊富な資金量を背景に積極的な海外投融資を行っていることが分かるとしている(図表18)。中曾・橋本(2023)によれば、邦銀の国際与信は国際金融危機後に、国際業務を縮小した欧州銀行を肩代わりする形で増加し、今では世界のセーフティー・ネットとしての役割を果たしているとされている。特に邦銀は、コロナ禍でドルスワップを用いてドル供給を行うなど、アジア市場において危機時の流動性供給を行ってきた。これは国際通貨としての「円」がドル基軸体制を補完するという側面をもっていることを意味するものであるとしている。

図表18 国籍別銀行の国際与信



(注1) 直近は2024年3月。

(注2) 所在地ベース。

(出所) BIS、International Consolidated Banking Statistics

こうした国際与信が円建ての資金需要に結びついているか否かについて見ていくと、インドネシアにおける邦銀の取組については、SMBCグループの加藤（第11章）は、インドネシアにおいては、自国通貨による国内取引義務の存在や、アジア危機後に設けられた外貨債務に対するヘッジ規制などが円建て取引の障壁になっている点を指摘している。また、インドネシアルピア／円の取引の課題として、日本円の金利が低く他の通貨と比較して競争優位性が低いこと、ドルを介したインドネシアルピア／円の交換レートと直接交換のレートにそれほど大きな差がないこと、日本から円を送金する際に確証が必要になる場合があることなどが挙げられるとしている。なお、清水・佐藤（第8章）は、インドネシア政府が、現地通貨建て取引をアジア諸国の間で拡大し、ドル依存からの脱却に向けた取組を進めているものの、日本企業の反応は限定的であるとしている。

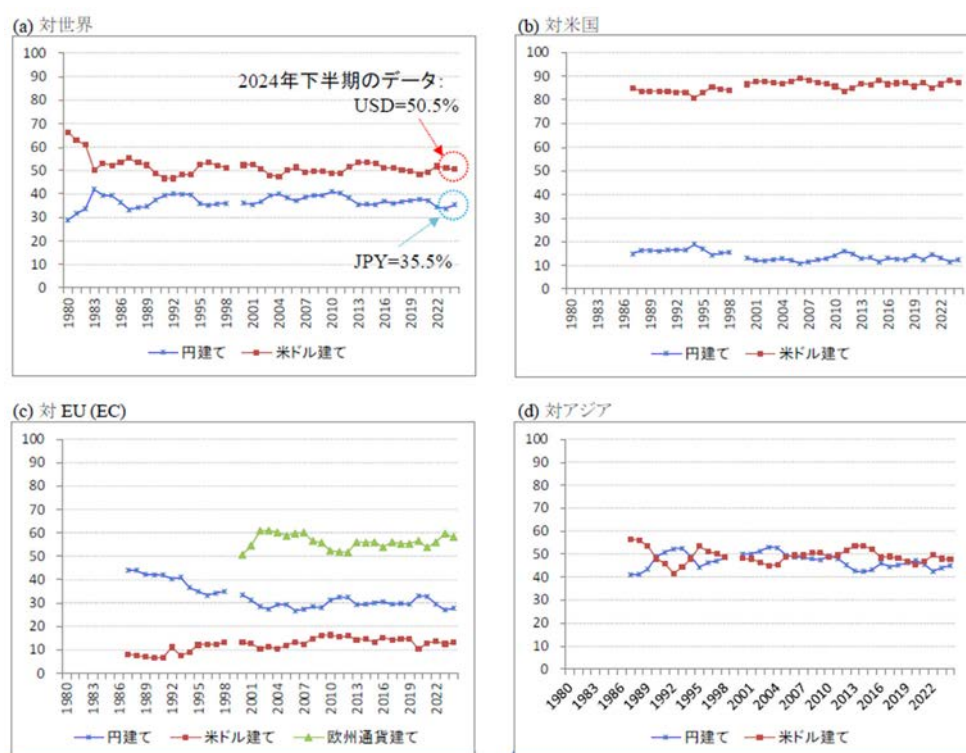
インドにおける邦銀の取組については、三菱UFJ銀行の妹尾琢也氏は、研究会での報告の中で、インドにおける同行の与信について、日本企業向けよりも現地企業向けの残高が大きく上回っていることを指摘した。この背景として、同行が、インド企業の旺盛な資金需要を背景に融資を拡大する一方、日系企業については、ルピーでの名目金利が高いため、日本で資金調達をして親子ローンや出資でインドに投資を行うか、インドの内部留保を再投資に回すケースが多く、インドでの借入需要に乏しいとしている。また、インドにおける円を含めた外貨借入は、外貨建て貿易決済に加えて、長期の投資資金や買収資金、あるいは通貨スワップと組み合わせて金利メリットが取れる場合に活用するケースがあるものの、外貨の中で円が積極的に選択される環境にあるとは言えないことが指摘された。

戸村（第2章）は、日本企業の対外投資が高まる中で円の借入需要が伸びない理論的な背景について、信用創造の枠組みに基づいて説明している。第一に、投資先国の現地銀行と取引できる国際的信用力がある日本企業が増えたことで、直接現地通貨を調達するようになった。第二に、世界貿易に占める日本からの輸出の重要性が低下したことで対外投資を行う日本企業が円を借り入れる動機が減少する。したがって、日本経済が成熟するにつれて、対

外需要と円の民間借入需要の連関が薄れ、結果的に円建て貸付の機会が減少することはやむを得ないと考えられる⁴。

次に、貿易面から、日本企業の円建て取引の動向を考察する。佐藤（第12章）は、国際的な生産ネットワーク拡大に伴い、どのように建値通貨を選択しているかという問題について、「建値通貨別貿易収支（産業別）」のデータを構築して考察している。図表19・20は、1980～2024年の日本の貿易建値通貨比率の推移をそれぞれ輸出・輸入ごとに示したグラフである。直近では対世界輸出の35.5%が円建て取引、50.5%がドル建て取引である。また、対世界輸入の24.2%が円建て取引、68.6%がドル建て取引であり、輸出・輸入いずれについてもドル建て取引中心であることが分かる。特に輸入面でのドル依存の高さが際立っている。

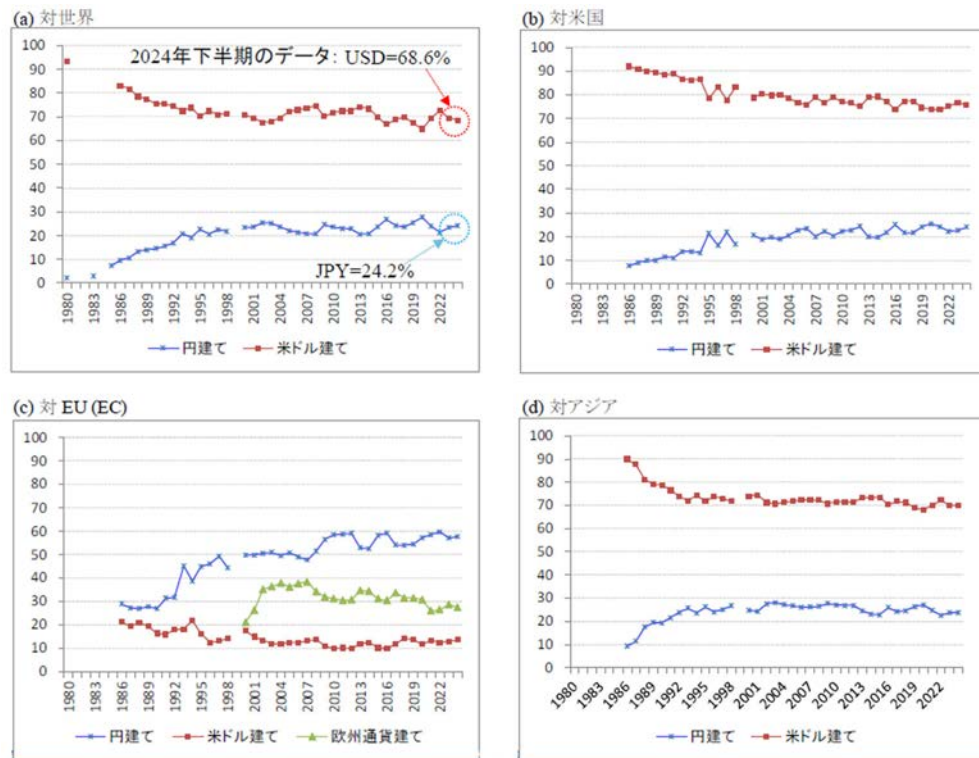
図表19 日本の貿易建値通貨比率：輸出（1980～2024年）



（出所）佐藤（第12章）

⁴ 戸村（第2章）は、このほかにも国内外を問わず日本企業の低債務志向について言及している。日本企業の低債務志向の要因としては、外部株主によるコーポレートガバナンスの弱さにより非効率な資本構造が選択されてきた可能性、過去の金融危機時の金融機関の貸出態度の厳格化の記憶を持つ日本企業が負債を忌避するようになった可能性などが考えられる。

図表20 日本の貿易建値通貨比率：輸入（1980～2024年）



(出所) 佐藤（第12章）

為替リスク管理に関する企業戦略についてケーススタディを見ても、日本の大企業が展開する国際的な生産販売ネットワークにおいて米ドル建て取引が中心的な役割を果たしており、円建て取引はあまり行われていない。ただし、一般機械のような他社が容易にまねできないほどの圧倒的な輸出競争力を持つ産業（企業）では円建てで輸出が行われている（図表21）。日本の主要輸出企業はグローバルに生産・販売ネットワークを構築しており、海外諸国との貿易は企業内貿易が中心であり、日本本社から海外現地法人向けに円建て取引を推し進めることは容易ではないが、円建て取引を行うためには、少なくとも研究開発投資や設備投資の強化を通じた、輸出製品の競争力向上が不可欠であることが指摘されている。

図表21 日本の産業別・建値通貨別貿易収支（2017年1月～2017年12月）⁵

	輸出			輸入			貿易収支 (10億円)	
	建値通貨比率 (%)		輸出額 (10億円)	建値通貨比率 (%)		輸入額 (10億円)		
	円建て	外貨建て		円建て	外貨建て		円建て	外貨建て
全産業	38.2	61.8	78,286	26.2	73.8	75,379	10,156	-7,249
飲食料品・食料用農水産物	-	-	-	26.8	73.2	7,220	-1,935	-5,285
繊維品	34.8	65.2	716	58.1	41.9	997	-330	49
化学製品	28.6	71.4	8,192	48.7	51.3	7,567	-1,342	1,968
金属・同製品	20.2	79.8	6,769	16.1	83.9	6,927	252	-410
木材・木製品・林産物	-	-	-	5.1	94.9	1,154	-59	-1,095
石油・石炭・天然ガス	-	-	-	3.3	96.7	15,840	-523	-15,317
一般機械	60.7	39.3	18,101	36.2	63.8	2,982	9,908	5,211
電気・電子機器	38.1	61.9	13,695	35.1	64.9	12,048	989	658
輸送用機器	35.7	64.3	18,232	40.0	60.0	3,170	5,241	9,821
その他産品・製品	32.6	67.4	12,581	24.3	75.7	17,473	-144	-4,747

（出所）佐藤（第12章）

2. 今後の方向性

（1）民間主導のキャッシュフロー

望ましい資金循環構造を考察するに当たり、1990年代以降、日本経済が低成長に転じる局面で、我が国の資金循環構造にも大きな変化が生じたことを理解する必要がある。

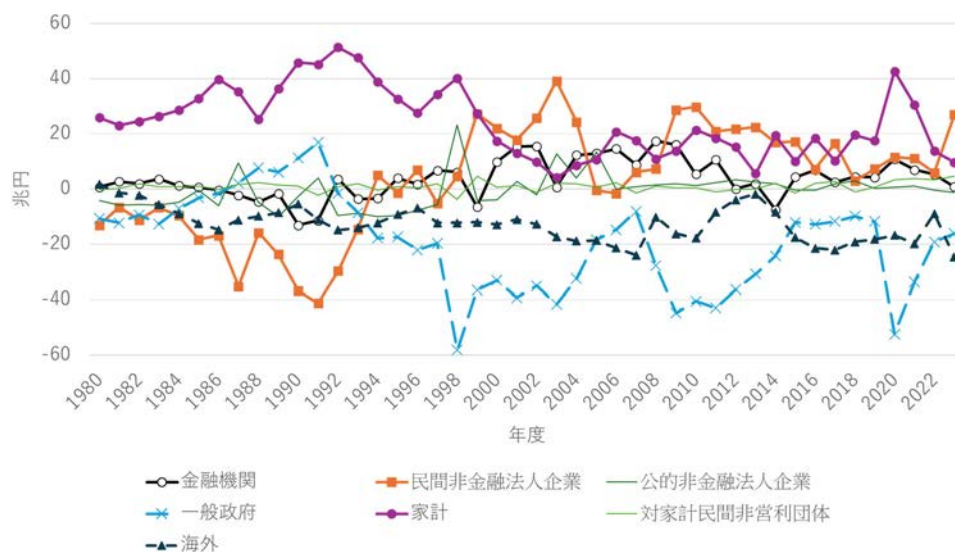
日本の部門別資金過不足（図表22）をみると、家計部門の資金過不足が正であることと、海外部門の資金過不足が負であることは一貫している。しかし、1990年代初頭を境に、一般政府部門の資金過不足は負となっており、民間非金融法人部門の資金過不足は負から正に転換していることが分かる。

こうした動向について、戸村（第2章）は、信用創造の考え方に照らして考えると、1980年代以前は、民間企業の銀行借入により銀行預金が生成され、それが支払いに用いられる「民間発のキャッシュフロー」の資金循環構造であったが、1990年代以降は、政府の借入で預金が生まれ、それが支払いに用いられる「政府発のキャッシュフロー」が中心になったとしている⁶。

⁵ 2017年が選ばれた理由は、為替レートが1ドル＝110円台で比較的安定していた年であるため。

⁶ 植杉（第7章）も、日本企業の資金調達について、バブル期には金融機関からの貸付によって実物投資が多く行われていた一方、1990年代半ば以降は実物投資が減り、貯蓄額が実物投資を上回るようになり、企業の資金需要が低迷してきたとしている。

図表22 日本の部門別資金過不足



(出所) 戸村 (第2章)

「政府発のキャッシュフロー」の資金循環構造が定着した背景には、1990年代以降の日本経済の長期低迷に対して、有効需要理論に従った度重なる拡張的財政政策が維持されてきたことが考えられるとしている。バブル崩壊以降の日本では、銀行危機は起きたものの、1997～98年の貸し渋りを除いて銀行の貸出機能は大きくは毀損せず、2000年代前半には不良債権問題は終息した。信用創造の仕組みに照らすと、銀行危機時を除いて、財政支出が民間支出を代替するマクロ経済効果は低いことから、累次の経済対策にもかかわらず経済成長が低迷していたのは当然の帰結であるとしている。

今後、日本経済が真に長期低迷を脱して回復するためには、民間対内投資により、「政府発のキャッシュフロー」から「民間発のキャッシュフロー」中心の資金循環構造へと回帰することが必要となる。

(2) 対内直接投資の拡大と日本企業による国内生産拠点の再構築

企業の資金需要を喚起するには、民間対内投資を増やすことが重要であり、そのためにとりうる対応の方向性として、対内直接投資の拡大や日本企業による国内生産拠点の再構築が挙げられる。

清水 (第4章) は、長期的な実質実効為替レートの低下により、アジア諸国と比較した生産コストの比較優位が向上しているため、日本企業の国内回帰のみならず、外国企業の対日投資を促進する好機として捉えるべきと指摘している⁷。その上で、対内直接投資の決定要

⁷ この点について、研究会の中で、実質実効為替レートから名目実効為替レートの影響を除いて、生産コストで測った輸出価格競争力を比較すると、日本よりも中国の方が格段にコスト競争力を高めており、今後はそうした動向についても注視していく必要があるとの指摘があった。

因として、対象国の規模、人件費、受入国の貿易開放度、人的資本、政治的安定性などを挙げ、更なる日本の対内直接投資の促進のためには、インフラ整備や規制緩和、補助制度の拡充などが必要であるとしている。

戸村（第2章）は、マクロ生産関数を考えれば、投資のリターンを高めるような取組を行うことで民間投資を呼び込むことができると指摘する。例えば、人的資本の蓄積（リカレント教育など）のための教育行政の改善、外部株主・債権者による経営者の規律付けと均一な雇用条件に基づく日本特有の強い現場力の両立といった日本の特性にあったコーポレートガバナンス手法の確立などが考えられる。

他方で、日本企業が海外における経済活動で得た収益を国内に還流し、設備投資などに充てべきであるという見方もある。この点について、三菱UFJ銀行の妹尾琢也氏は、日本企業が海外で得た利益を国内に還流させるかは、各企業の資金効率化と投資効果の極大化の中での経営判断であり、国内外のどちらに資金を置くことが企業価値の最大化につながるか、という合理的な意思決定によるものであると指摘する。清水・佐藤（第8章）は、資金還流については業種ごとに相当な違いがみられるとした上で、日本国内での投資で資金が必要であるから日本に資金を戻す、という個々の企業の行動を促すことがより一層求められると指摘する。資金の国内への還流に当たっては、国内における投資が企業価値を高めることにつながる環境が十分に整備されているかどうかが重要である。

(3) 金融資本市場の機能強化

直接投資や民間企業による国内設備投資を後押しする上でも、金融資本市場の機能強化を図ることが重要である。

まず、清水（第4章）は、東京市場の国際的なプレゼンスを高め、真に国際金融都市として発展していくために、複数の政策的取組が求められると指摘している。具体的には、長期的な実質実効為替レートが低下している現在の経済環境を活用して対内直接投資を促進すること、アジアの金融機関を日本へ誘致し、邦銀との業務提携を促すことなどが挙げられる。また、危機時におけるアジアへのドル流動性供給機能を強化するため、二国間スワップ協定の拡充も重要であり、日本がアジアのセーフティー・ネットの中心となることを目指すべきである。さらに、豊富な家計金融資産を利活用するために、デジタル決済の普及や少額取引での円・アジア通貨の直接取引の利便性向上といった金融インフラの整備が不可欠である。日本国債の金利が上昇していく局面であるからこそ、同時にアジア域内における円の利用価値を高めることで、外貨準備として長期的に保有される「安全資産の円」となることを目指すべきとしている。

次に、国外資金の流入を促進するために、資本市場の機能を強化するという観点からは、より多くの資金調達手段があることが望ましいことは言うまでもない。そこで、前節では日本における社債市場のダイナミズムが乏しい要因について説明した。中空（第9章）は、外

国企業が社債市場で資金調達するために、目論見書作成等の簡素化などの規制緩和、ハイイールド債の流通促進やリスクテイクに対する投資家のインセンティブの乏しさに対処する工夫などの対策が重要であると指摘している。また、ハイイールド債を発行する工夫として、グリーン・サステナブルファイナンス市場の活用も考えられるとしている。戸村（第2章）も、円建て社債市場の国際化を進めることの重要性を強調しており、海外発行体にとっての魅力ある発行環境を整備することが、円建て社債市場の拡大だけでなく、円建て貸出の需要拡大も同時に実現できることを指摘している。ただし、同時に、IRRBB（Interest Rate Risk in the Banking Book）規制下では金融機関の金利リスク負担余力の限界があるため、家計・企業向けの社債性金融商品の普及が必要であるとも指摘している。

（4）貿易・国際金融における円への需要

最後に、貿易・国際金融における円への需要を増やすための取組について、研究会での議論を整理する。

貿易面で円建て取引の拡大を目指すために、清水（第4章）は、輸出面では高付加価値製品へ特化して輸出企業の競争力を強化し、輸入面では欧米の優良な顧客となり日本の円建て輸入を更に拡大させることが重要であると指摘している。また、佐藤（第12章）は、円建て取引が増えるためには、日本企業が世界市場でのプレゼンスを高めること、アジアとのサプライチェーンの中で日本企業が最終輸出先となること、の二つが重要であるとしている。ただし、現状では企業にとっての円建て取引が常に最適な選択肢とは限らない。三菱UFJ銀行の妹尾琢也氏は、貿易における通貨選択は、個別企業の外貨ニーズ（為替リスク許容度）や交渉力にも影響されるものであり、円建て取引が一律に優位であるとは限らないとしている。

清水（第4章）は、米ドルとのスワップ協定による流動性供給という邦銀の強みを最大限活用すべきと述べており、円がドル基軸体制を補完する国際通貨としての役割を果たすことの意義を強調している。同様に、戸村（第2章）は、日本が米ドル基軸体制を補完し、邦銀の海外向け米ドル建て貸付能力の拡大支援に注力すべきであり、そのためにも、日本の経常黒字、日本国債の高格付け、円の通貨価値の維持といったマクロ経済の信認が不可欠であるとしている。同時に、これは米国経済の安定性を前提にした議論であり、今後の世界情勢の変化に応じて、国際的円経済圏形成の是非や実現可能性を継続的に確認していくことが望ましいとしている。

3. むすびにかえて

本稿では、研究会での議論を元に、日本企業の内外の資金フローの現状を整理し、今後の課題を抽出した。

日本経済は、1990年代初頭のバブル崩壊以降、政府の国債発行を伴う支出が主導する資金循環が続いてきた。この構図のもとでは、企業部門は資金を余剰として蓄積し、投資の停滞や政府の財政赤字が続いている。日本経済が持続的な成長を実現するためには、この構造を変え、企業部門による資金調達と投資活動による「民間発のキャッシュフロー」が主導する資金循環に転換することが必要である。

この転換を実現する上で、重要になるのが国内外の企業による国内投資である。足元での設備投資の増加基調の継続に向けて、対内直接投資の拡大の動きや、企業の国内生産拠点の再構築が注目される。海外での経済活動で得られた収益を国内に還流させるかは、企業価値最大化を目的として意思決定が行われるものであるため、国内における投資が企業価値を高めることにつながる環境であるかどうかが重要になる。

生産コストの比較優位が向上している足元の経済環境を生かし、内外企業による投資活動を更に後押しする観点からも、国内金融市場の機能強化を進める意義がある。欧米に比べて規模の小さい社債市場の機能強化は、海外企業による円建て資金調達を促進する観点からも意義付けることができる。

貿易や対外投資の面においては、対外取引や資金調達における通貨選択が注目される。輸出競争力の強化を通じて、日本企業の交渉力を高めることで円建ての取引が増加することは、円建ての資金需要を生み出す素地となりうる。加えて経済安全保障の観点からも円の利用価値を高めうる。他方で、現時点の対外取引において企業にとって必ずしも円建てが最適とは限らない点には留意が必要であり、少なくとも当面は、米ドル基軸体制の補完として、邦銀の海外向けドル建て貸し付け能力の維持に注力していくことが適切で、そのためにも、経常収支黒字、日本国債の格付け維持、円の通貨価値の維持が必要となる。

本研究会ではこうした複合的な観点から、日本企業と内外の資金フローについて、その背景となる事情も含めて、現状把握と課題抽出を行った。内需の弱さに伴う期待成長率の低迷が継続してきたが、足元で設備投資需要に緩やかな回復の兆しが見られる一方、米国新政権の関税政策を契機に世界経済の不確実性が高まっている。清水・佐藤（第8章）は、昨今の地政学リスクの高まりにより、アジアやグローバル・サウス諸国ではドル離れや現地通貨取引の流れが加速するとの予想もあるとしている。こうした動きの推移も含め、日本経済の持続的な成長の実現に向けて、望ましい内外の資金フローがどのように変化し、その実現を促すためにどのような政策が必要とされるか、引き続きアップデートしていきたい。

参考文献

- 財務総合政策研究所（2024）『「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」報告書』
中曾宏・橋本政彦（2023）「国際通貨としての円」『フィナンシャルレビュー』（第 153 号）