第８章　第一次所得収支は還流しているのか？
―インドネシア視察報告からの考察―

清水　順子[1]
佐藤　清隆[2]

【要旨】

本研究会の趣旨である「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」を行うためには、現地で実際に何が起きているのか、その情報を収集することが必要である。筆者らは、人口・GDPでASEAN全体の約4割を占める大国であり、日本企業も数多く進出するインドネシアにおいて現地調査を行った。

本稿の前半では、インタビュー調査結果を7項目に分けてまとめている。インドネシアは、Local Currency Transaction Framework (LCTF)のもと、現地通貨建て取引を近隣アジア諸国の間で促進し、ドル依存からの脱却に取組んでいるが、現地の日本企業の反応は現時点では限定的である。また、昨今の為替変動が日本からの輸出に与える影響は限定的であり、現地の日系企業は為替の短期的変動よりもむしろその国の中長期的な経済成長を重視している。日本への資金還流については、製造業の場合、配当を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って日本への資金還流が制限されるなど、業態ごとに大きな違いがあることが分かった。アジアに進出している中小企業は現地で利益を上げられず、親子ローンの返済等に注力して、配当による本社への資金還流に至らないケースが多い。ただし、国際収支統計上は、アジアからの直接投資収益が着実に日本に還流しており、第一次所得収支の黒字を支えている。企業の通貨選択においては、円の低金利政策も円選好を妨げる一因となっていたが、日本の金利上昇が進めば、日系現地法人や海外企業による円建て取引の増加も期待できる。さらに、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と現地通貨取引の流れが加速することも予想される。

後半では、直接投資収益の内訳を見ながら、比較可能なデータが入手できた日本、ドイツ、およびアメリカについて国際比較を行った。その結果、日本において直接投資収益から再投資収益に回される割合が高い一方、ドイツでも近年、その割合が一定程度あること、米国でも直接投資収益の中から再投資収益に回されている割合が高いことが示された。また、日本の直接投資収益のうち、シェアでみれば2000年代以降、現在よりも再投資収益の割合が高い年もあることが確認された。

最後に、日本への資金還流が増えるために必要な条件を考察した。日本の金融政策が

[1] 学習院大学経済学部教授、財務総合政策研究所特別研究官
[2] 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授、財務総合政策研究所客員研究官

正常化し、金利のある世界へと戻ることが、円の魅力を高めることにつながる。日系現地法人や海外企業が円を資産として保有し、円建て取引を行うインセンティブも高まることが期待される。また、企業が日本国内での投資（研究開発投資等）を活発に行うことが、海外現地法人から日本本社企業への資金還流を増やすための重要な条件となる。

1. はじめに

本研究会は、「中長期的な視野の下で、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上で望ましい企業活動や内外の資金フローを考えるため、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」ことを趣旨としている。その趣旨に沿った分析を行うためには、公表されている統計データに基づく分析に加えて、現地で実際に何が起きているのか、その実態把握が不可欠である。そこで、筆者らはインドネシアにおいて現地調査を実施した。

日本の重要なパートナーであるASEAN諸国の中からインドネシアを調査対象とした理由は以下の通りである。第一に、インドネシアは人口・GDPでASEAN全体の約4割を占める大国である。日本企業も数多く進出しており、日本とは経済やエネルギー、環境など、さまざまな分野でMOU（覚書）を締結してきた。第二に、国際金融面では、2017年以降、インドネシア中央銀行がタイとマレーシアとの間でLocal Currency Settlement Framework (LCSF)[3]の仕組みを設けている。日本財務省とインドネシア中央銀行も、日本円及びルピアに係る協力枠組みの強化についてのMOUを2021年8月に締結し、日本のメガバンクとインドネシアの金融機関の連携が進んでいる。第三に、清水・他（2022）の税関データを用いた研究によれば、日本とインドネシアの間の貿易では依然としてドル建て比率が最大であるが、輸出ではルピア建てが増え、輸入ではドル建て比率が低下する一方で円建て比率が上昇している。また、タイのデータを見ると、タイ、インドネシア、マレーシアの3か国間の貿易でもドル建て、円建て比率が減少し、現地通貨建て比率が増加している。

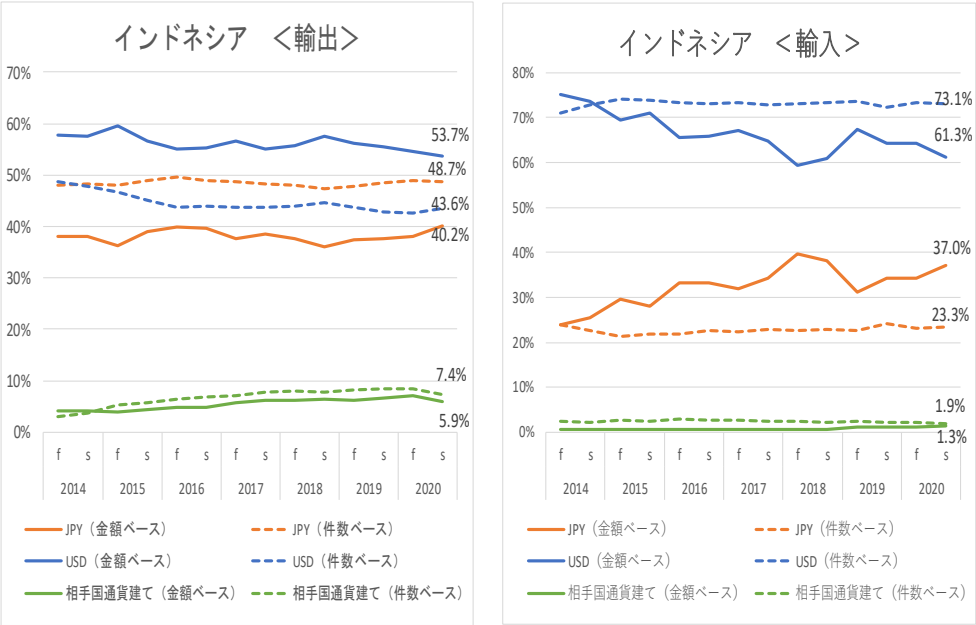
こうした通貨選択に関する動向の変化を踏まえ、本調査では、現地法人と本社の間の資金フローや貿易における通貨選択、さらには第一次所得収支において配当やロイヤルティの支払いの現状について聞き取りを行った。特に、利益の本社還流あるいは内部留保という二つの選択肢に対して、現地法人企業はどのような基準や理由で判断しているのかについて、現地企業の実務に即した情報を収集・分析することを目的とした。

2. インドネシア視察調査の実施

[3] Local Currency Settlement Framework (LCSF) は 2016 年からタイとマレーシアが始めたアジア域内のクロスボーダー取引で現地通貨を使う取組であり、現地通貨に対するアクセスを改善し、貿易決済リスクを抑制するのが目的である。2017 年にはインドネシア、2019 年にはフィリピンが参加している。具体的には、それぞれ相手国の通貨決済を担う銀行（ACCD：Appointed Cross Currency Dealers）を指定し、その口座を通じてそれぞれの通貨の決済を行うものであり、３メガバンクが ACCD として指定されている。

昨今の日本とインドネシアの貿易では、現地通貨建て比率が上昇している。図表1は、清水・他（2022）の日本の税関データを用いた研究で示された、日本の対インドネシア貿易における貿易建値通貨比率の推移である。日本の対インドネシア輸出においては、ルピア建て比率が2020年に取引件数ベースで7%台まで増加している。また、ドルと円を比較すると、金額ベースではドル建て比率が高く、取引件数ベースでは円建て比率が高い。すなわち、取引金額によって建値通貨選択が異なり、金額が高い取引ほどドル建てで行われ、円建て取引は少額の取引が多いということが示唆される。続いて、輸入においては、ドル建て比率が相変わらず高いものの金額ベースのドル建て比率は減少傾向にあり、その代わりに円建て比率が徐々に上昇している。

図表1　日本の対インドネシア貿易における貿易建値通貨比率の推移（%）



（出所）清水・他（2022）より抜粋

タイ中央銀行が公表している貿易建値通貨比率のデータからは、タイと近隣アジア諸国との取引で、それまで使われていた日本円がタイバーツにシフトしてきていることが示されている。さらに、富澤（2023）によれば、タイを中心とするLCSFの下で近年特に対メコン貿易（ベトナム、ミャンマー、カンボジア、ラオス）におけるバーツ建て輸出比率が上昇している。こうした事実は、ASEANにおける日本を中心とした各国のサプライチェーンの変化により貿易建値通貨選択も徐々に変わり始めていること、その通貨選択の変化に日本企業の取引が関わっていることを示唆するものである。実際に、当研究会報告書（第11章）の中でも、日系自動車OEMは50年以上前からインドネシアにて事業展開しており、サプライチェーンの現地化が進んでいる旨が記されている。また、LCSFでのクロスボーダー決済

を担う金融機関の中に3メガバンクが加わっており、製造業企業のみならず日本の金融機関も通貨選択の変化に重要な役割を果たしている可能性がある。

このような背景の下、日本からインドネシアに進出した企業を中心にASEAN域内におけるサプライチェーンの変化、円やルピア建て取引の促進の状況、規制緩和によるクロスボーダー送金の効率化、現地での資金調達、日本本社への配当やロイヤリティの送金などについて、現地法人にインタビュー調査を行った。

主な質問項目は、以下の通りである。

- 直近10年間でインドネシアをベースとしてどのような生産、販売活動を行ってきたのか。
- 企業内貿易における建値通貨は何を選択しているのか。それ以外の（資本関係のない）企業との貿易における建値通貨は何を選択しているのか。
- インドネシア・ルピアと他通貨（円や米ドルなど）との間で生じる為替リスクにどのように対処しているのか。
- LCSF締結後に貿易建値通貨選択において何か変化は見られるのか。
- 本社への配当やロイヤリティの送金はどのような判断の下で行っているのか。
- 日本とインドネシア間の経済や金融分野でのMOU（覚書）やスワップ協定はどのように役立っているのか。

3. 視察調査結果

(1) インドネシア中央銀行とLCT

インドネシア中央銀行においては、主にLocal Currency Transaction (LCT) による現地通貨利用の現状とその課題について質問を行った。2018年にインドネシア、マレーシア、タイの3か国間で立ち上げられたLCSFは、投資なども含めた全ての貿易・取引における現地通貨の利用を促進するというLocal Currency Transaction Framework (LCTF) の仕組みに変化している。これは、各国の中央銀行が必ずしも自国の通貨の使用を推奨するわけではなく、米中貿易戦争前後を境にして、近隣諸国の取引でドルを使用していたところを、主に近隣諸国との域内取引については過度なドル依存から脱却し、アジアの現地通貨建てに変えていこうという動きである。インドネシアは、日本のみならず、タイ、マレーシア、中国、韓国、UAEなど8か国を相手にそれぞれLCTFの協力を進めており、LCT[4]は2023年まで緩やかに増加し、2024年には急増している。金額ベースでは対中国とのLCTが最大となっており、次いで対日本とのLCTが増加している。二国間貿易に占めるLCTのシェアでは対日本の伸びが最大である一方、対タイのLCTはシェアを下げている。しかし、LCTF、LCTに対する日系金融機関の反応は鈍く、現時点では従来の送金を使った取引と比較してLCTFに特段大きなメリットはないと捉えているのが実情である。現在、インドネシア・タイ・マレーシア間の貿易を牽引しているのは日本を含めた域外諸国の現地法人企業によるサプライチェーン間の企業内取

[4] ここでいう LCT とはルピア建てのみならず、米ドル以外の相手国通貨建て取引のことを指す。

引であり、これらの取引はドル建てで統一して行われる傾向が強いことも、LCTが大幅に伸びない背景となっている。

(2) 製造業と金融業の配当還流に関する態度の違い

日本に配当を還流させることへの姿勢が製造業と金融サービス業では異なる面があることが、調査によって明らかになった。製造業では、R&Dを日本の本社で行う企業が多く、本社に配当を還流させる必要がある。実際に、多くの製造業企業が100%の配当を実施しており、ロイヤリティによる送金も積極的に行われている[5]。一方、金融機関では、現地での事業展開において、現地の中央銀行や金融監督当局による資本金や貸出しの規制が厳しいため、日本本社への配当還流を積極的に行っていない。現地の金融機関を買収し、現地でビジネスを拡大しようとする場合、追加的な資本金の積み増しが求められることも多く、結果として配当による資金還流が伸びない傾向にある。海外直接投資の比重が、製造業だけではなく金融サービス業も高まる中で、第一次所得収支としての資金還流の実態を把握するには、業態ごとの特徴を踏まえた分析が不可欠である。

(3) 円の為替動向・金利が与える影響

今回の現地調査では、円安や金利変動が企業行動に与える影響について、いくつかの質問を行った。まず、「円安は日本の製造業にとって望ましいのか」という質問に対して、円安は日本からの部品調達が安くなるという点、決算上利益が増えるという点でメリットがあるという回答が得られたが、他方で、大幅な円安が進むと関連会社が外資に買収されるリスクが高くなることに脅威を感じるという回答が複数得られた。後者の回答を行った企業は、政府が円安抑制、円高転換への政策を行うことを期待している。

続いて、「円安になると輸出が増えるというアカデミックな解釈は正しいのか」という質問を行った。この質問に対して、日本からの輸出については、為替変動を一定程度価格に反映させるルールがあり、円安は現地企業にとって日本からの財調達価格が安くなるというメリットがあるという回答があった。ただし、現地の製造拠点は基本的には現地で生産し現地で消費をするため、為替変動による価格の変化よりも、その国の経済成長に伴い財の需要そのものが変化することの影響を重視している。すなわち所得の増加に伴い、それに応じてスペックの高い財が好まれるようになれば、現地での新たな投資が必要となり、その投資の将来の回収と合わせて新たな製品価格を決めていく。したがって、短期的な為替の変動よりも、中期的な経済見通しとそれに合わせた意思決定が重要となる。

さらに、「社内の想定レートはどのように決められているのか」という質問に対しては、短期的な相場の動きを反映するよりも、製造開発判断として厳しめに想定しているという意見があった。その背景としては、常にステークホルダーや市場からどう見られているのかを意識する必要があり、円安環境になってもあまり円安寄りの社内レートに設定しないことで、会社にそれだけの耐性があるということを示すことが重要であると考えている。

---

[5] 配当と異なり、ロイヤリティはサービス収支に含められる。

(4) 配当が日本に戻らない理由

現地法人から配当などにより資金が日本に還流しない要因としては、次の三点が考えられる。第一の要因として、地域統括拠点を置き、資金を集めて地域ごとに再投資を行うケースが近年増加傾向にあるという点が挙げられる。さらに、タイやシンガポールでは政府が地域統括拠点の設置や再投資の優遇措置を行っており、これも企業の地域分散を後押しする要因となっている。また、本社でR&Dを行い、本社への配当還流を実施している企業も存在するが、その実態としては必ずしも全てが円建てで戻っているとは限らない。企業の中には米系の銀行が提供するキャッシュプーリングを利用して、配当として還流された資金がドル建てのままシンガポールの地域統括会社など国外で管理され、日本国内への実質的な資金移動が行われていないケースも存在する。

第二に、特にインドネシアのような成長著しい国に所在する現地法人では、成長率の低い日本に資金還流をするよりも現地での再投資を通じてより高いリターンを得ることを目指すということも挙げられる。また、中小企業に多いケースであるが、この10年間で当初の期待ほど利益が上がっておらず、親子ローンの返済による資金還流のみで、配当を通じた資金還流ができていないという状況もある。

第三に、企業は現地法人からの配当性向よりも、連結全体としての利益やROEを重視する。したがって、例えば金融機関が海外に進出する際には、日本に資金は戻さずに再投資するのが現実的である。また、現地当局の規制により業務の拡張をすれば追加の資本金が求められることが多く、結果として本社への配当還流は抑えられる傾向にある。

(5) 日本への資金還流の現状

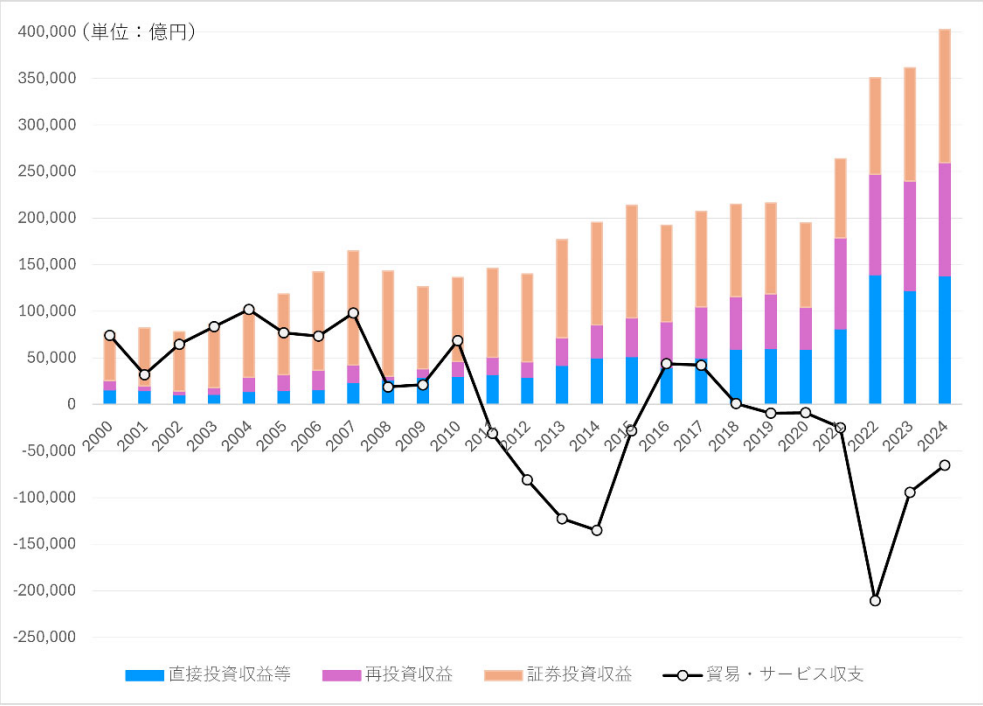
ここまで現地法人に対するインタビュー調査から得られた情報を整理してきた。こうした個別企業からの情報をどこまで一般化できるのか、公表されている統計データとの比較を行ってみよう。図表2は、第一次所得収支の構成要素を大きく三つに分けて、2000年から2024年までの推移を示している。2000年以降、第一次所得収支は一貫して上昇傾向にあるが、2010年代初めまでは、その大半を証券投資収益が占めていた。しかし、2013年頃から「直接投資収益全体（＝直接投資収益等＋再投資収益）」の占める割合が増加し、2017年以降は直接投資収益全体が第一次所得収支の半分以上を占めるようになった[6]。特に2021年から直接投資収益全体の割合が第一次所得収支の約3分の2を占めるまで上昇した。2022年から2024年までの数値でみると、直接投資収益等、再投資収益、証券投資収益がそれぞれ第一次所得収支の3分の1を占めている。

これら第一次所得収支の3つの構成要素のうち、証券投資収益の黒字は日本に還流しない

[6] 正確には、直越投資収益は「配当金・配分済支店収益（以下、配当金）」、「再投資収益」、「利子所得等」の 3 つで構成されており、その中で利子所得等の占める割合は 1%に満たない。つまり、直接投資収益はほぼ配当金と再投資収益で占められている。図表 2 では、直接投資収益から再投資収益を差し引き、さらに「雇用者報酬」、「その他投資収益」、「その他第一次所得」を加えることで、「直接投資収益等」と呼んでいる。このように整理することで、第一次所得収支は直接投資収益等、再投資収益、証券投資収益の 3 つで構成されることになる。なお、雇用者報酬、その他投資収益、その他第一次所得の合計が直接投資収益等に占める割合は、2024 年時点で約 10%である。

と言われている。再投資収益は定義上、現地法人の内部留保として日本に送金されないため、日本に資金還流することはない。日本に還流するのは直接投資収益から再投資収益を除いた部分（主に配当）だと考えられており、図表2では青色の棒グラフ（直接投資収益等）に相当する。

図表2　日本の貿易・サービス収支と第一次所得収支



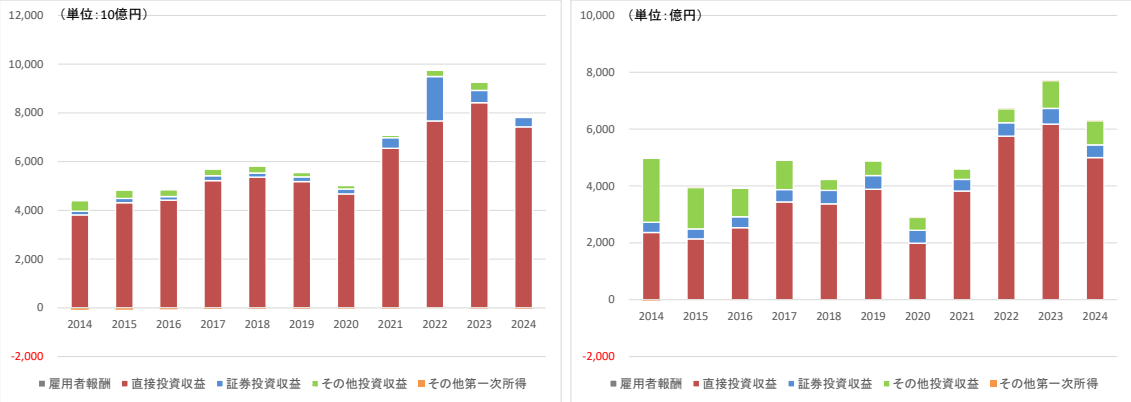
（注）　「直接投資収益等」は、直接投資収益から再投資収益を除いた金額に、その他投資収益、雇用者報酬、その他第一次所得を加えて算出。
（出所）財務省より筆者作成

図表2の黒の折れ線グラフは日本の貿易・サービス収支を示している。2022年に貿易・サービス収支は20兆円を超える赤字を計上しているが、これは同年2月からのロシアのウクライナ侵攻により世界的に資源エネルギー価格が高騰したことの影響である。同時期に急速に円安が進んだことの影響も加わり、日本の輸入額が膨れ上がった。その結果、2022年の貿易収支は巨額の赤字に転じた。この赤字から生まれる円売り・外貨買い需要は、直接投資収益黒字（再投資収益を除く）による円買い・外貨売り需要によってカバーすることができない。日本経済は構造的に円安が続く状況に陥ったという指摘もある。

しかし、2022年の日本の貿易・サービス収支赤字の規模は明らかに異例の大きさであった。2023年以降の貿易・サービス収支の赤字額は10兆円を下回り、直接投資収益等（再投資収益を除く）の黒字で十分にカバーできる状況となった。2024年時点で日本の第一次所得収支に占める直接投資収益等（再投資収益を除く）は約3分の1であるが、2022年のような時期でなければ、貿易・サービス収支が赤字であってもそれを十分にカバーできるだけの資金還流があることを強調しておきたい。

図表3は日本の地域別第一次所得収支の中から、対アジア地域と対インドネシアの二つを取り出して図示したものである。日本の対アジアまたは対インドネシア第一次所得収支黒字は着実に増加傾向にある。そのうちのほとんどが直接投資収益であり、証券投資収益はごくわずかのシェアである。対インドネシアの第一次所得収支推移は、2010年代にその他投資収益の割合が若干高かったが、2018年以降はその割合が低下している。したがって、アジアからの第一次所得収支黒字の大半は直接投資収益である。この直接投資収益の中で再投資収益の割合がどの程度の割合を占めるかは明らかにならないが、アジアから直接投資収益としての日本への資金還流が着実に増えていることが確認できる。

図表3　日本の第一次所得収支（対アジア地域（左）、対インドネシア（右））



（注1）　2024年は第1四半期から第3四半期までの数値。第4四半期も含めると、前年比で第一次所得収支黒字（直接投資収益黒字）の増加が見込まれる。
（注2）　直接投資収益のうち、再投資収益が占める割合は不明。
（出所）日本銀行より筆者作成

(6) 企業の通貨選択

企業の戦略として重要なのは、どの通貨を使用してどこで資金を管理（プール）するかという通貨選択である。その際には、当該通貨の先高観や金利が重要なファクターとなる。日本企業や日本と関係を有するアジア企業において円が選好されてこなかった背景には、長期にわたるゼロ金利政策およびマイナス金利政策により、大幅な円高は見込めず、円のリターンはその他の通貨と比較すると低いという状況が影響してきたと考えられる。今後、円の金利が上昇する局面においては、円安から円高へ為替相場の見通しも変わり、円建て資金を利用するインセンティブが再び高まり、円を保有することの収益性も相対的に上昇する可能性がある。その結果として、現在海外に滞留している日本企業の資金が国内に回帰する動きが生じる可能性も期待できるだろう。

通貨選択においては、貨幣の三機能の中でも交換（決済）手段としての機能が重視されている。すなわち、貿易建値通貨として円を選択することは、結果として円を保有するインセ

ンティブを高める上で大きな意味を持つと考える[7]。日本の製造業の中には米系銀行を利用してキャッシュプーリングとして現地通貨をドルに換えて保有している企業もある。ドルを貿易建値通貨として用いている企業ほど、その傾向が強くみられる。つまり、今後日本企業が地場企業との取引を始める際に、建値通貨として円を使用すれば、地場企業が円で支払う時に円買いのニーズが生じ、円を準備金として保有するニーズも生まれてくる。そのためには決済面における円の利便性を高めるとともに、非居住者にとって円建て国債や円建て債券へのアクセスをさらに容易にする制度的整備を進めることが、日本の通貨戦略における重要な課題となる。

(7) 地政学リスクの高まりが与える影響

昨今の地政学リスクの高まりは、特に新興国を中心として過度なドル依存から脱却すべきだという動きにつながり、貿易取引におけるドル建て利用にマイナスの影響を与えている。特に、米国に支店を持たない現地の銀行の中には、他通貨（現地通貨）を利用しようとする動きが顕在化している。また、ミャンマーやロシアなど米国との関係が緊張している国々では、ドル建て決済からバーツ建てや人民元建てへの移行が進みつつある。このような動向を踏まえると、アジア全体においても、ドルではなく現地通貨を用いた取引を推進し、自国通貨の利用を拡大しようとする動きが強まることは自然な流れと考えられる。特にインドネシアは、グローバル・サウス諸国との経済的結びつきが強く、加えてBRICS諸国による「脱ドル」志向とも連動する形で、ドル以外の通貨による取引がアジアとグローバル・サウス間で今後拡大する可能性がある。

4. 直接投資収益の内訳の国際比較

本節では、直接投資収益の内訳を見ながら、比較可能なデータが入手できた日本、ドイツ、およびアメリカについて国際比較を行う。

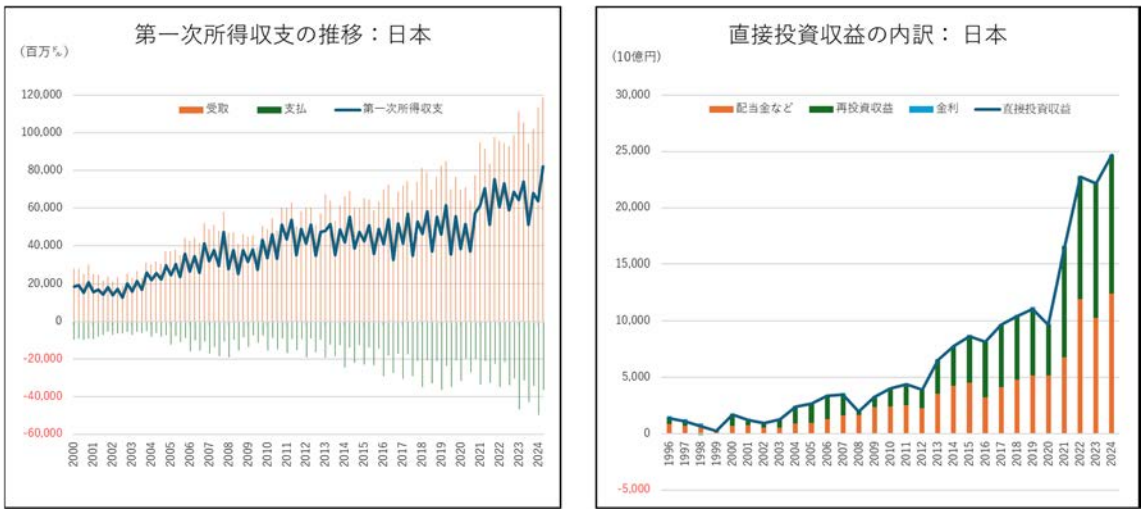
図表4は、日本における第一次所得収支の推移と直接投資収益の内訳を示したものである。図表の右側は、第一次所得収支のうち、直接投資収益だけを抜き出して、「配当金など」、「再投資収益」、「金利」の推移についてグラフ化したものである。この直接投資収益の内訳から、2024年では約49%が再投資収益となっていることが分かる。ただし、その傾向は近年になって表れてきたわけではなく、過去のデータを遡っても、2000年代前半から再投資収益は概ね半分程度を占めていることが見て取れる。特に、日本と世界の金利差が拡大傾向にあった時期、具体的にはリーマンショック前のキャリートレードが盛んに行われていた時期、日本がアベノミクス導入後の異次元金融緩和を行う一方で米国が金融引締に転じた2016年からコロナ前の期間、および2022年以降において、再投資収益の割合が約5割超と高くなっていることが図表4の右図に示されている。この背景として、特にアジア新興国で海外生産比率が

[7] 貨幣の三機能は「価値尺度」、「交換（決済）手段」、「価値保蔵」であるが、貿易建値通貨は価値尺度機能でありながら、交換（決済）手段とも密接に関わっている。

上昇し、規制や補助金の関係で、再投資を行った方が有利という状況が影響していると考えられる。

金融機関へのヒアリングによると、円の金利の低さがこの背景の一因であることが指摘された。円の金利が低いため、利鞘で稼げない分、海外の資産を保有し利鞘を稼ぐ動きが見られるとのことであった。近年の円安傾向は円を資産として保有するインセンティブをさらに下げることになり、直接投資収益を日本に還流せず、再投資収益に回すという行動がより促進されている可能性も考えられる。

図表4　第一次所得収支の推移と直接投資収益の内訳：日本



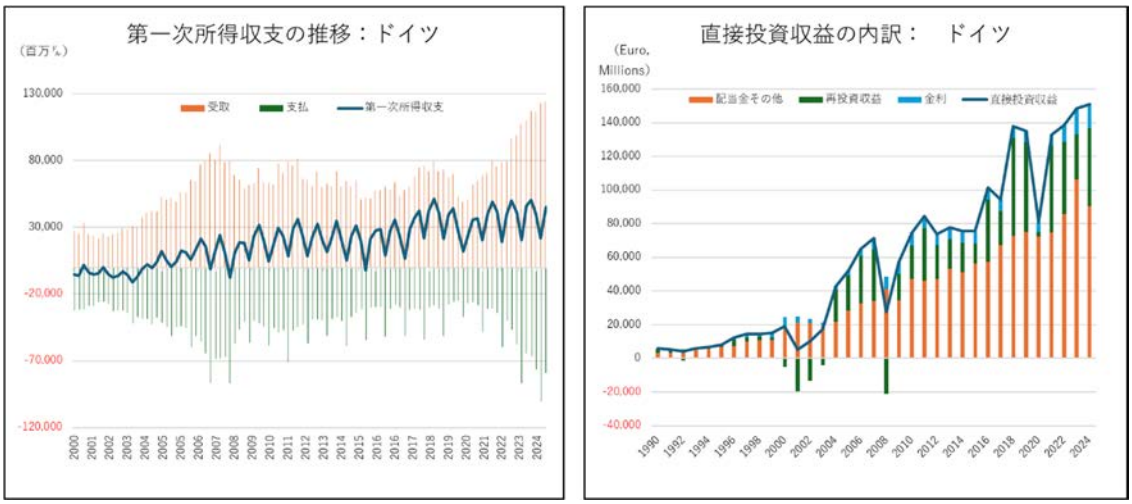
（注）　左図（第一次所得収支）は四半期データ、右図（直接投資収益）は年次データ。
（出所）IMF, Balance of Payment Statistics、日本銀行より筆者作成

図表5は、ドイツにおける第一次所得収支の推移と直接投資収益の内訳を示したものである。まず、第一次所得収支を比較すると、日本においては受取が多く支払が少ないというアンバランスな形になっていたが、ドイツでは比較的収支がバランスしていることが分かる。また、直接投資収益の内訳を見ると、ドイツは日本よりも再投資収益に回している割合は低いものの、それでも全体の3分の1程度は再投資収益が占めていることを示している。

図表6は、米国における第一次所得収支の推移と直接投資収益の内訳を示したものである。第一次所得収支を見ると、ドイツと同じく受取と支払いが同程度となっており、収支がバランスしている一方、直接投資収益を見ると、日本と同じく再投資収益が半分近くを占めている。第一次所得収支の一部が再投資され、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ことが確認された。ただし、対内直接投資の大きさを見る際に、ドイツやアメリカではコーポレート・インバージョン[8]や、親会社の海外移転といった別の要因が働いている可能性もあるため、その点には注意が必要である。

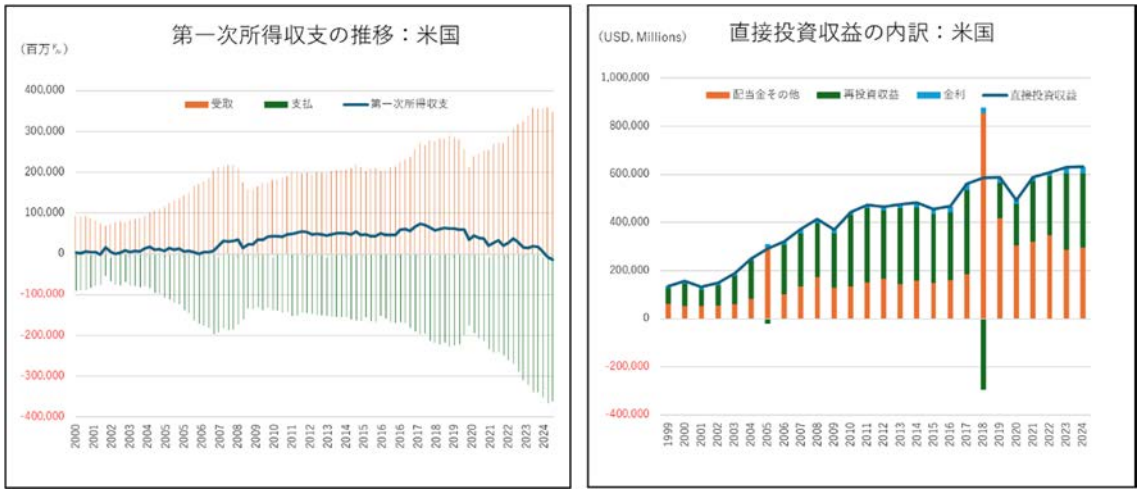
[8] コーポレート・インバージョン（Corporate inversion：外国親会社の設立）とは、自国に本拠を置く多国籍企業グループが外国に法人を設立し、この外国法人がその企業グループの最終的な親会社になるようにする組織再編成等の処理をいう。

図表5　第一次所得収支の推移と直接投資収益の内訳：ドイツ



（注）　左図（第一次所得収支）は四半期データ、右図（直接投資収益）は年次データ。
（出所）IMF, Balance of Payment Statistics、Deutsche Bundesbankより筆者作成

図表6　第一次所得収支の推移と直接投資収益の内訳：米国



（注）　左図（第一次所得収支）は四半期データ、右図（直接投資収益）は年次データ。
（出所）IMF, Balance of Payment Statistics、Bureau of Economic Analysisより筆者作成

以上のデータより、日本、ドイツ、そしてアメリカで直接投資収益の内訳（「配当金など」、「再投資収益」、「金利」）の推移について比較すると、日本ほどではないが、ドイツでも近年直接投資収益の中から再投資収益に回されている割合が一定程度あること、米国でも直接投資収益の中から再投資収益に回されている割合が高いことが分かった。また、日本の直接投資収益のうち、再投資収益となっている割合が高いことが昨今問題視されてきたが、シェアでみれば2000年代以降、現在よりも再投資収益の割合が高い年もあることが確認された。

また、日本における第一次所得収支の収入と支出のバランスについては、対外直接投資と比較して対内直接投資がかなり少ないことにより、収支のバランスが大幅に偏っている。2022年以降進んだ大幅な円安局面では、第一次所得収支の受取部分である海外からの配当や利子に為替差益も追加されることで第一次所得収支の黒字幅が増額され、それが貿易収支の赤字が拡大する局面でも経常収支を黒字化させることに大いに貢献していた。しかし、もしまた大幅な円高に対峙することになれば、前述の円安時とは逆の状況になり、第一次所得収支の受取部分の円換算額が減少することで、経常収支に与える第一次所得収支のプラスの効果を円安時ほどは期待できなくなる。将来の為替変動に対して第一次所得収支上のブレを小さくするためには、第一次所得収支の受取と支払をバランスさせることも重要になってくる。今後、日本国内への直接投資が増えることで、米独と比較して偏りの大きい日本の第一次所得収支も徐々にバランスする方向へと進むことが期待される。

5. 考察：日本に資金フローが還流するためには

以下では、本稿のまとめとして、日本への資金還流が進むために必要な条件について再度考察する。フロー面での条件としては、円を使う需要を高めることが必要である。日本企業を含むアジアの企業にとって、アメリカを始めとする世界経済の不透明さが増す中で、今後円安局面が終了する、あるいは円の金利が上昇することは、円の需要を高める良い機会であると考えられる。この機会を活用し、日本のみならず海外の企業が円を保有するインセンティブを高めるための政策を行うことが重要である。ストック面での条件としては、円を保有するインセンティブを高め、コロナ以前のように円が「安全資産」として市場から評価されるためには、日本の金利が上昇すること、そして日本国債の安全性を確保することが重要である。

これらを政府としてバックアップするためには、金融政策の正常化や財政赤字の健全化といった基本的な政策に加えて、為替相場の安定、特にアジア域内での為替の安定の重要性を政策として発信することが重要になる。くわえて、円のアジア各国との二国間スワップ協定についても、国際収支危機への対応のみならず、日々のトランザクションのバッファーとしても役立てられるように、円スワップの存在価値をさらにアピールしていくことが求められる。この点については、金融機関へのヒアリングにおいて、「円のスワップ協定があることによって、現地企業の円に対する需要が高まることが期待される」、という指摘もあった。

さらに、ASEANの上位国で進められているLCTF、すなわち自国通貨建て取引促進の取組に日本が積極的に参加することも重要となる。LCTFについては、過度なドル依存を少しでも減らしたいという、アジア各国の中央銀行のニーズから始まった取組であるが、域内通貨を選択する際には、やはり比較的に信用力が高く、為替相場が安定している通貨が選ばれやすい。企業は価値が低下（減価）傾向にある通貨の保有を避ける傾向がある。当該通貨の相場に先高観がある、あるいは下落しにくいといった観点も通貨選択の大きなポイントになっているという意見がインドネシア視察でも多く聞かれた。この観点に立てば、過度な円安

は望ましくない。できるだけ早く金融政策の正常化が進展することが期待される。同時に、円が世界の人に選ばれ、使われる通貨となるためには、CBDC（Central Bank Digital Currency）の導入など、将来的にデジタル決済による円の利便性を強化することにより、ユーロと同様に国際決済手段としてのデジタル円を本格的に模索し、確立することも重要な論点となるだろう。

海外現地法人が日本に資金を還流させるか（つまり本社に配当などで返すか）、あるいは内部留保として再投資収益のような形で留めておくかという点については、基本的には個々の企業の戦略によるものである。例えば、製造業の場合、本社で多額の研究開発費用などが必要なため、国内本社に積極的に資金を戻すと考えられる一方、現地に進出した金融機関では事情が異なることが明らかになった。具体的には、インドネシアにおいて資本適正化規制（Capital Adequacy Requirements）[9]と呼ばれる自己資本比率規制が非常に厳しく、日本に資金を戻したくても戻せない状況にある。今後、このような規制が緩和されれば、金融機関から国内への資金還流が活発化する可能性は十分にある。

最後に、国内への資金還流を考える前提として、成長地域に直接投資をすれば、現地生産の拡大などを通じてその地域での再投資収益が増えていくことは自然の流れであり、それ自体は合理的な企業行動である。前節の図表4でも示した通り、直接投資収益が小さかった2000年代から、再投資収益の占める割合はすでに高いことがそのことを示唆している。その上で、「日本に対してどれほど資金を還流させるか」という観点から整理するのであれば、日本国内の技術力を高め、重要な研究開発拠点である日本国内に投資資金を還流させる、という個々の企業の行動を促すことが、今後より一層重要になるだろう。

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』

清水順子・伊藤隆敏・佐藤清隆・吉見太洋・安藤健太・吉元宇楽（2022）「日本企業の貿易建値通貨選択－税関データを集計した各国別インボイス通貨シェアからわかることー」『PRI Discussion Paper Series』（No.22A-04）

富澤克之（2023）「アジアにおける現地通貨建て取引の展望と課題～現地通貨によるクロスボーダー取引・決済、直接交換市場と、資金・決済環境の変化が通貨選択に与える影響」『財務総合政策研究所リサーチペーパー』23-RP-04（通巻 16 号）

[9] インドネシアの資本適正化規制（Capital Adequacy Requirements）は、銀行などの金融機関が自己資本比率を維持するために定められた規制。