



シリーズ  
日本経済を考える

116

# 所得収支の変動要因： 国際比較から見る日本特有の要因<sup>\*1</sup>

財務総合政策研究所／主任研究官

松岡 秀明

## 1. 世界一の日本の所得収支黒字額

IMF国際収支統計によると2020年の日本の第一次所得収支（対外資産・負債から生じる直接投資、証券投資などのネットの収益）は11年ぶりに米国を抜き、世界一位の規模になった（図1-1）。日本の所得収支は統計が存在する1985年以降、常に黒字を計上し、直近10年では経常収支の中で貿易収支に代わりその存在感が高まっている（図1-2）。地域別収支をみると過去から大半を占めていた米国に加えて、近年、経済規模を拡大してきた中国やその他アジア諸国、また法人税率ゼロパーセントのケイマン諸島のシェアも拡大している（図1-3）。米国の第一次所得収支も統計が存在する1960年以降、黒字を計上し続けている。こうした所得収支黒字国の存在は、同時に世界のどこかに同程度の赤字を抱える国が存在していることを意味し、2020年の赤字額は英国と中国が大きい。

本稿の問題意識は以下の2つである。

- (1) 日本の所得収支の大きさに日本特有の要因があるのだろうか。
- (2) 所得収支はどのような要因で大きく変動するのだろうか。

それぞれ上記の2つの問いに答えるために本稿では

- (1) 2020年の所得収支黒字が2位の米国と3位のドイツとの比較を行うことにより、日本の特徴を把握する。

(2) 英国の所得収支は2000年代前半まで黒字基調であったが、2010年代に入り所得収支の赤字が定着しているため、どのような要因で所得収支に大きな変動が生じたのかを考察する。分析手法は、所得収支を会計的に要因分解したForbes et al. (2017) を参考にする。

結論を先取りすれば、日本の所得収支の特有の要因として、資産と負債の構成の違い（特に対外直接投資に対する対内直接投資の割合の低さ）が定量的に大きく寄与している。日米の実証研究によると高い直接投資収益率には、内外の法人税率の格差が影響している。また、英国の経験では、ユーロ財政危機をきっかけとした周辺国の恒常的な成長率の低下により所得収

図1-1 主要国の第一次所得収支（世界GDP比）

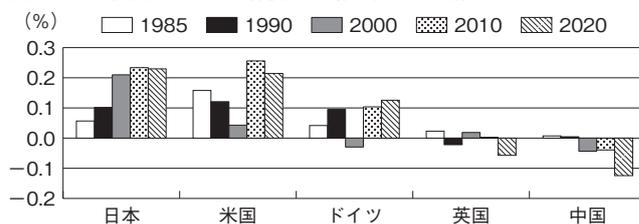
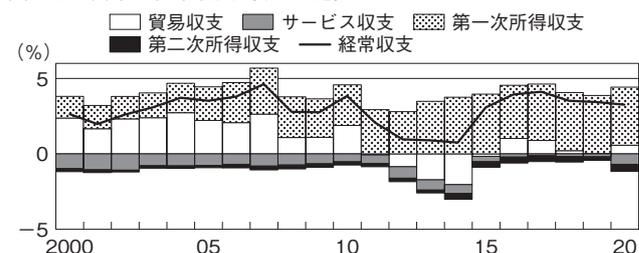


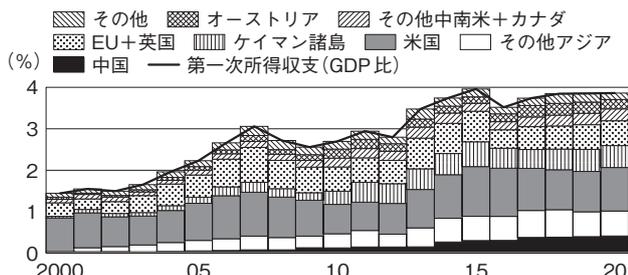
図1-2 日本 経常収支（GDP比）



\*1) 本稿の作成にあたっては、財務総合政策研究所の様々な方より貴重なコメントを頂いた。ここに記して深く感謝の意を表したい。本稿の内容や意見は全て筆者の個人的な見解であり、財務省および財務総合政策研究所の見解を示すものではない。本稿における誤りのすべては、筆者の責に帰すべきものである。

連載  
日本経済を  
考える

図1-3 日本 地域別第一次所得収支 (GDP比)



(注) 2013年以前の第一次所得収支全体は、日本銀行がIMF国際収支マニュアル5版準拠統計を6版に準拠した基準に組み替えた過去計数。図1-3の地域別所得収支は、筆者が5版の統計を用いて第一次所得収支全体を按分し作成。また「EU+英国」は、2020年2月より英国がEUに含まれていないことを調整している。

(出所) 図1-1～1-3はIMF、財務省、日本銀行、内閣府の統計より作成。

支は大きく減少した。

本稿では、以下、2. 分析方法、3. 使用した統計の概要、4. 分析結果、5. まとめの順で説明をする。(本文は数式なしの解説に留めるため、詳細な計算方法は補論を参照。)

## 2. 所得収支の要因分解

本稿ではForbes et al. (2017) を参考に、第一次所得収支の大半を占める投資収益を4つの要因 (1) **ストック効果**、(2) **為替効果**、(3) **構成効果**、(4) **収益効果**に分解する(補論1. 参照)。対象国は日本、米国、ドイツ、英国である。どの国も経常収支における所得収支の存在感は高まっている(図2-1～3)。資産・負債の種類は、(a) 直接投資、(b) 証券投資(株式・投資ファンド持分)、(c) 証券投資(債券)、(d) その他貸付など、の4つである。

- (1) **ストック効果**：前年期末の対外純資産の大きさが所得収支に与える影響である。すなわち資産が負債より大きければ受取りが支払いより大きいことを捉えた効果である。例えば、日本のような対外純資産が大きな国は所得収支へのストック効果が大きくなると考えられる。
- (2) **為替効果**：対外資産と対外負債の通貨構成の違いを反映した為替レートの変動の効果である。例えば、対外直接投資は進出先の国々の通貨の影響を受ける一方、対内直接投資は自国通貨の影響を受ける。(対外資産・対外負債の通貨構成の違いを反映した為替レートについては次節と補論2. を参照。)

- (3) **構成効果**：対外資産と対外負債の構成の違いを反映した効果である。例えば、負債側より資産側の直接投資の割合が大きく、かつ、直接投資の収益率が他の証券投資などより高い場合、効果が大きくなる。
- (4) **収益効果**：各対外資産と対外負債のそれぞれの利回りの差を合計した効果である。具体的には、直接投資、証券投資、貸付などそれぞれの受取りと支払いの利回りの差を計算し合計する。

(1)～(4)への分解では資産側と負債側の特徴の差を会計的な計算式により取り出している。

ただし、本稿での分析は、当期の所得収支を前期と当期のデータのみを用いた会計的な分解であるため、中長期の動学的なメカニズムはとらえきれていないことに留意が必要である。例えば、為替レートの変化が評価効果を通じて対外純資産に影響をもたらすため、(1) スtock効果には(2) 為替変動の影響が時間を経て含まれている可能性があるが、ここではこのメカニズムは捉えられていない。

図2-1 米国 経常収支 (GDP比)

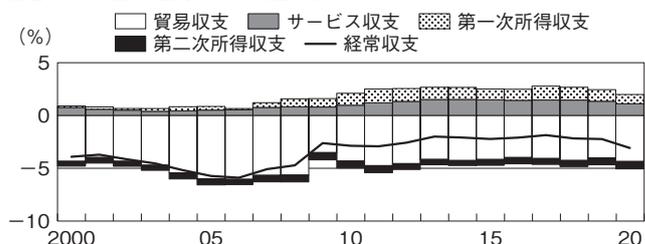


図2-2 ドイツ 経常収支 (GDP比)

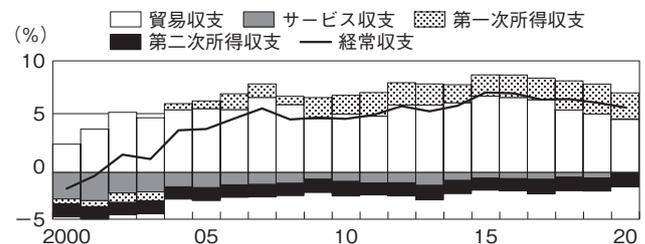
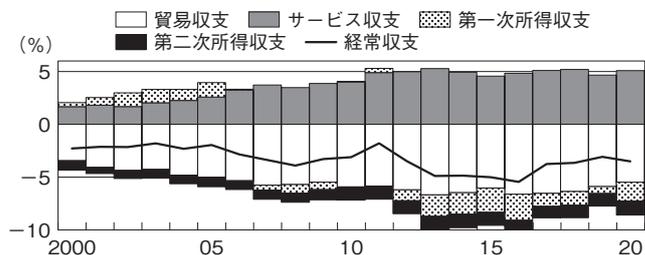


図2-3 英国 経常収支 (GDP比)



(出所) 図2-1～2-3はIMF統計より作成。

連載  
日本経済を  
考える

### 3. データ

本稿で用いる国際収支統計は原則、IMFのBalance of Payments and International Investment Position Statisticsから取得し、欠損値は各国統計で捕捉した(データはすべて暦年値)。

前節で説明したように本稿では対外資産・負債の通貨構成を反映した為替レートを用いる(輸出を分析する際に、各貿易相手国への輸出額の自国の輸出総額に対する比率で個別為替レートを加重平均した実効為替レートを用いるのと同じ考えである)。

作成方法はLane and Shambaugh (2010) や Bénétrix et al (2015, 2019) を参考にし、IMFのサーヴェイ統計やBISの債券統計、国際資金取引統計から資産と負債の通貨情報を入手した(表3-1)(計算方法の詳細は補論2。また使用した統計の詳細は補論3。を参照)。

表3-1 対外資産・負債の通貨構成に用いた主な統計

	対外資産	対外負債
直接投資	IMF Coordinated Direct Investment Survey (CDIS)、各国統計	現地通貨
証券投資(株式・投資ファンド持分)	IMF Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)、各国統計	現地通貨
証券投資(債券)	IMF Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)	BIS Debt Securities Statistics
その他貸付など	BIS Locational Banking Statistics	BIS Locational Banking Statistics

出所：Lane and Shambaugh (2010) を参考に筆者作成。

### 4. 所得収支の変動要因(日本、米国、ドイツ、英国)

日本、米国、ドイツ、英国の投資収支を要因分解した結果は図4-1~4の通りである。日本の所得収支は対外純資産の大幅な黒字がストック効果としてGDP比1%程度寄与している\*2。また各対外資産と対外負債の利回りの差の合計である収益効果の影響が大きく、データを詳細にみると債券投資の受取りの利回りが支払いの利回りより大きいことが特徴である。2010年以降は、構成効果が大幅にプラスに寄与しているが、対外直接投資のみ大幅に増加し、利回りの高い直接投資の資産と負債に占める割合の差が広がったことが背

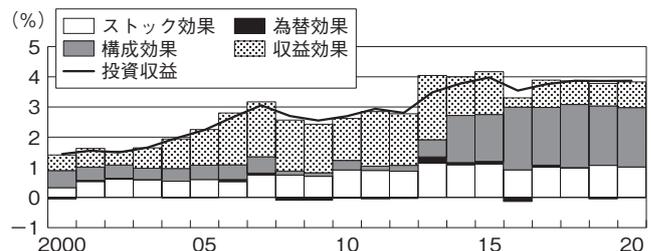
景にある(図4-5)。

米国は対外純資産がマイナスのためストック効果が押し下げ要因となっている。一方、大きな収益効果が所得収支全体を黒字に押し上げている。先行研究によると直接投資の収益率が他の資産の収益率に比べて高いことが米国の特徴である。Curcuro and Thomas (2013) は米国の高い直接投資収益率は、内外の法人税率格差が国際収支統計上の収益の計上に影響していると分析している。Curcuro and Thomas (2013) の説明によると、国際収支は居住者と非居住者の間の取引を計上するため、現地法人による現地政府への法人税の支払いは、受取から控除されているが、現地法人から米国法人に送金された収益について支払われる税金は控除されていない。一方で、外国法人が米国政府に支払う法人税は、対内直接投資の収益(支払)から控除されている。そのため、投資先国の税率が米国の税率より低い場合は直接投資収益が大きくなる傾向にある。大野・鈴木(2019)、Bosworth et al. (2007) によると日米ともに直接投資収益率と法人税率には統計的に有意な関係があることが示されている。

2017年までは、米国本国に送金が行われた場合には、米国内で課税されることから、米国の直接収益の中で再投資収益(子会社・関連会社が配当として分配しない収益)が高い比率を占めているのが特徴であった。2018年の税制改革において、海外子会社からの送金への課税がなくなり(国外所得免除方式へ移行)、18年以降は再投資収益の寄与が小さくなっている(図4-8)。

また、その他要因としてリスクを取り新興国への投資が多いことも直接投資収益率の高さに影響していることがCurcuro and Thomas (2013) や大野・鈴木(2019) で示されている。

図4-1 日本 投資収益の分解(GDP比)



\*2) 為替レートの影響は小さいが、前述したように過去の為替レートの変化が評価効果を通じて対外純資産に影響をもたらすため、為替変動の影響が時間を経てストック効果に含まれている可能性がある。

図4-2 米国 投資収益の分解 (GDP比)

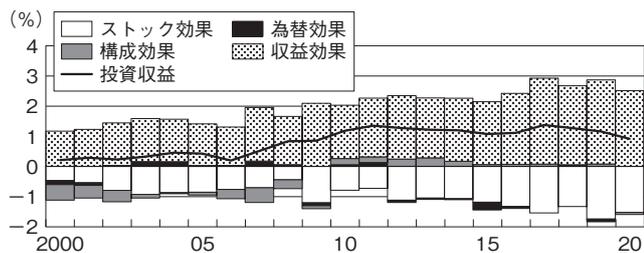


図4-3 ドイツ 投資収益の分解 (GDP比)

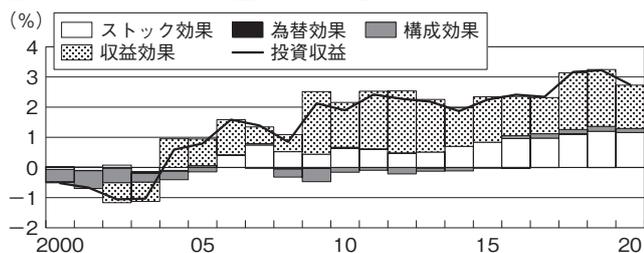
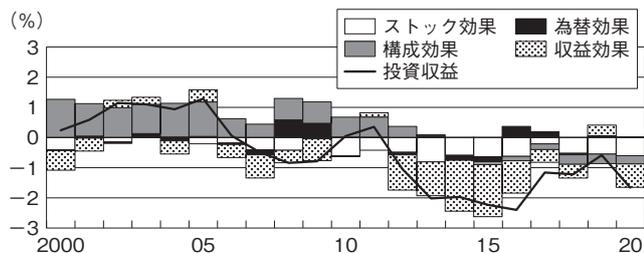
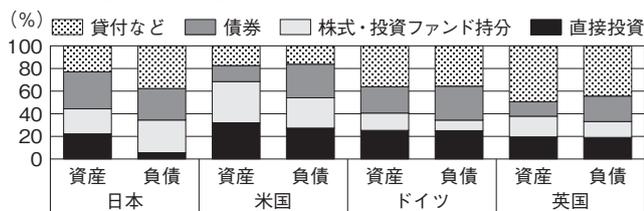


図4-4 英国 投資収益の分解 (GDP比)



(出所) 図4-1～4-4はIMF統計、各国統計より筆者作成。

図4-5 対外資産・負債の構成 (2020年)



(注) 金融派生商品、外貨準備を除く。  
(出所) 図4-5は、IMF統計より作成。

ドイツは日本と同様、対外純資産の大幅な黒字がストック効果としてGDP比1%程度寄与している。一方で、日本に見られた大きな構成効果のプラス寄与はなく、ほとんどが収益効果であり、主に直接投資と債券投資の収益率が高いことによるのが特徴である。収益効果全体に大きな変化はないが、証券投資収益の内訳は大きく変化している。2008年のグローバル金融危機や2010年のユーロ財政危機などの影響で株式などの配当収益はマイナスに転じた一方で、債券利子収入はプラスに転じている(図4-11)。ドイツ連邦銀行のレポートDeutsche Bundesbank (2018)によると一連の危機による不確実

性の増大は、ドイツ国債への安全資産としての需要を高め金利低下をもたらした。結果、利払いの減少によりドイツの所得収支の増加に繋がったとみられる。

英国の所得収支は2000年代前半まで黒字基調であったが、10年代に入り赤字が定着した。過去の黒字を支えていたのは、構成効果であり、対外負債より対外資産の方が直接投資の割合が大きいことが影響していた。一方、2010年代に入り対内直接投資のシェアが大きくなり構成効果は縮小、さらに収益効果のマイナス幅が大きく拡大している。Broadbent (2014)は、英国の投資先であるユーロ圏の成長率減速がこの所得収支の減少に影響していると指摘している。

図4-6 日本 直接投資収益 (GDP比)

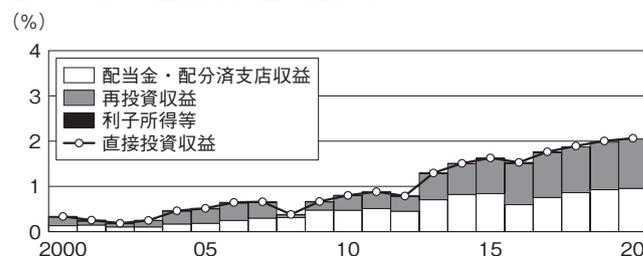


図4-7 日本 証券投資収益 (GDP比)

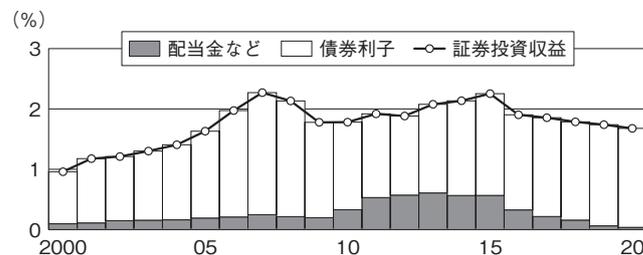


図4-8 米国 直接投資収益 (GDP比)

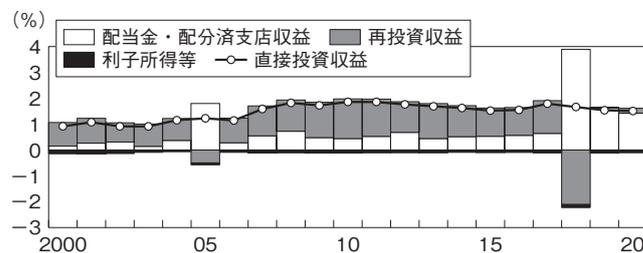
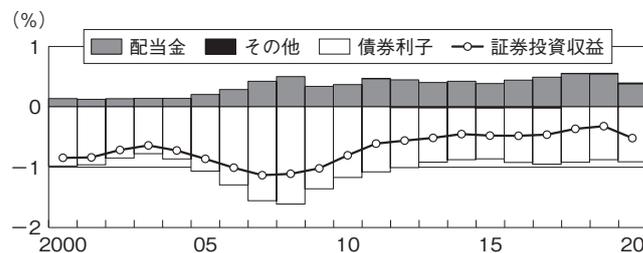


図4-9 米国 証券投資収益 (GDP比)



連載  
日本経済を  
考える

図4-10 ドイツ 直接投資収益 (GDP比)

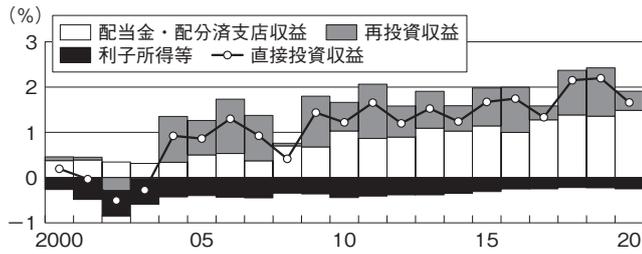


図4-11 ドイツ 証券投資収益 (GDP比)

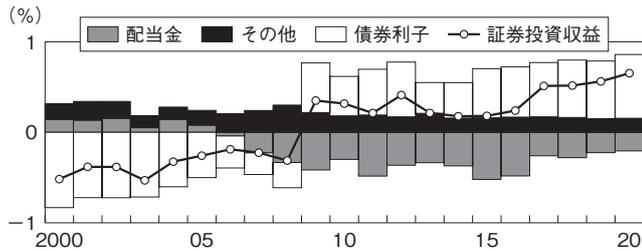


図4-12 英国 直接投資収益 (GDP比)

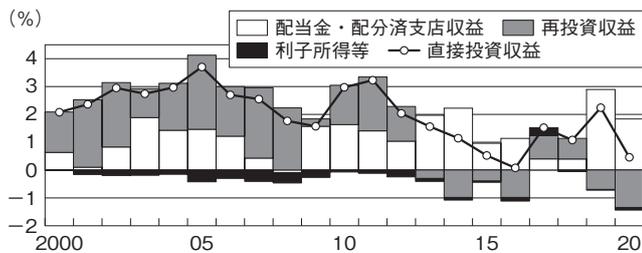
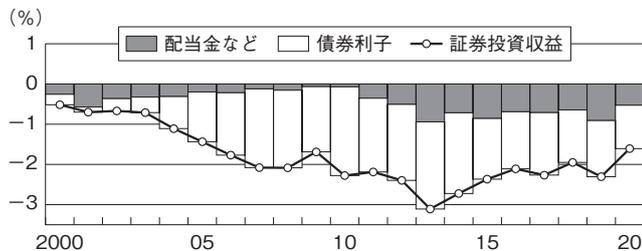


図4-13 英国 証券投資収益 (GDP比)



(出所) 図4-6~4-13はIMF、各国統計より作成。

本稿の主なポイントは、

- (1) 日本の所得収支特有の要因として、資産と負債の構成の違い（特に対外直接投資に対する対内直接投資の割合の低さ）が定量的に大きく寄与している。日米の実証研究によると、直接投資収益率の高さは、内外の法人税率の格差が影響している。
- (2) 英国とドイツの経験上、2008年の金融危機や2010年のユーロ財政危機などをきっかけとする周辺国の恒常的な成長率の低下により所得収支は大きく変化した。

以上の分析を踏まえて、日本の所得収支の今後を考える上でのポイントは何であろうか。

1つ目は、日本の特徴である資産と負債の構成の違いの行方であろう。対外直接投資の方は、投資先として大きな割合を占めるアジア諸国の今後の経済成長の行方は重要である（図5-1）。今後、アジア諸国がどのようなペースで先進国への所得水準のキャッチアップを進めるのか、対外投資の水準と関連するであろう\*3。一方、対内直接投資の方は、「経済財政運営と改革の基本方針2021」で2030年に投資残高をGDP比で12%（2020年12月末7.4%）まで増加させることが目標とされている。引き続き対外資産と対外負債の構成のアンバランスが続くのかどうかは日本の所得収支を見通す上でポイントとなる。

2つ目は国際課税制度の動向である。本稿で述べたように国際収支は居住者と非居住者との取引を計上するため、現地法人の現地政府への税支払いが、受取からは控除されているのに対し、仮に全世界所得に課税される場合であっても、子会社の利益について、親会社が自国政府へ支払う税額は、受取から控除されない。一方で、対内直接投資にかかる外国企業の利益について、自国政府に支払われる税額は、支払から控除されることになるため、法人税率が高い国から低い国への直接投資収支は黒字が大きくなる傾向にある。また、軽課税国の存在は、多国籍企業の子会社立地や所得移転に影響を与えうる（図5-2）。グローバルな法人税改革が日本の経常収支の大半を占める所得収支に

## 5. まとめ

本稿では、所得収支に対する以下の2つの問題意識、

- (1) 日本の所得収支の大きさに日本特有の要因があるのか。
- (2) 所得収支はどのような要因で大きく変動するのであろうか。

一に答えるために、所得収支の要因分解と主要国との比較を行った。

\*3) Bonfatti et.al. (2021) は日本、先進諸国、中所得国の3地域からなる世代重複一般均衡モデルを用いた2070年までの長期シミュレーションにおいて、アジアを含む中所得地域の全要素生産性の伸びが低下する場合、日本の経常収支の下押し圧力となることを示している。

どのような影響を与えるかを注視する必要がある。

図5-1 日本 地域別直接投資収益 (GDP比)

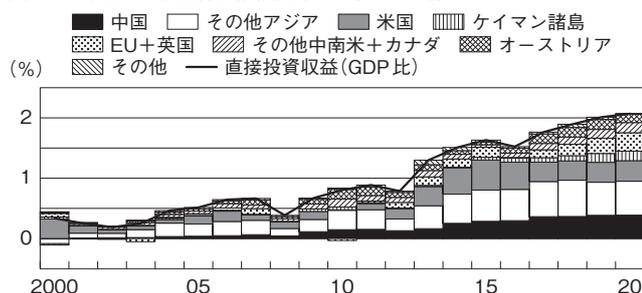
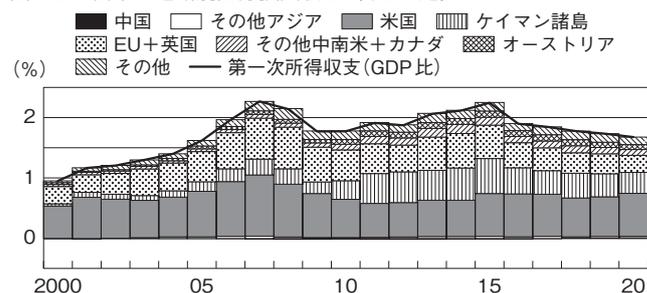


図5-2 日本 地域別証券投資収益 (GDP比)



(注) 2013年以前の第一次所得収支全体は、日本銀行がIMF国際収支マニュアル5版準拠統計を6版に準拠した基準に組み替えた遡及計数。地域別所得収支は、筆者が5版の統計を用いて第一次所得収支全体を按分し作成。また「EU+英国」は、2020年2月より英国がEUに含まれていないことを調整している。  
(出所) 図5-1、2は財務省、日本銀行、内閣府の統計より作成。

## 補論1. 所得収支の要因分解 (Forbes et al. 2017)

本論の第2節で説明した投資収支の分解方法の詳細を説明する。

下記 (A1) 式は  $t$  期の所得収支を表し、4 種類 ( $N=4$ ) の各資産・負債 (1) 直接投資、(2) 証券投資 (株式・投資ファンド持分) (3) 証券投資 (債券)、(4) その他貸付などの受取り ( $R_t^c$ ) と支払い ( $P_t^c$ ) の差の合計を示している ( $c$  は各資産・負債の種類を示す)。自国通貨での受取り ( $R_t^c$ ) と支払い ( $P_t^c$ ) の差は、自国通貨建ての前期の各対外資産を  $A_{t-1}^c$ 、各対外負債を  $L_{t-1}^c$  とすると、(A2) 式のように展開される。

$$\begin{aligned}
 INV_t &= \sum_{c=1}^N [R_t^c - P_t^c] \quad (A1) \\
 &= \sum_{c=1}^N \left[ A_{t-1}^c \left( \frac{RF_t^c}{AF_{t-1}^c} \div \frac{ER_t^{A,c}}{ER_{t-1}^{A,c}} \right) - L_{t-1}^c \left( \frac{PF_t^c}{LF_{t-1}^c} \div \frac{ER_t^{L,c}}{ER_{t-1}^{L,c}} \right) \right] \quad (A2) \\
 &= \sum_{c=1}^N \left[ A_{t-1}^c \left( \frac{r_t^{A,c} ER_{t-1}^{A,c}}{ER_t^{A,c}} \right) - L_{t-1}^c \left( \frac{r_t^{L,c} ER_{t-1}^{L,c}}{ER_t^{L,c}} \right) \right] \quad (A3)
 \end{aligned}$$

(A2) 式の  $RF_t^c$  ( $PF_t^c$ ) は  $t$  期の外国通貨での受取り (支払い) を表し、前期  $t-1$  期の外国通貨建ての各資産  $AF_{t-1}^c$ 、または負債  $LF_{t-1}^c$  で除すことにより、為替レートの影響を除いた利回りとなる。 $ER_t^{A,c}$  ( $ER_t^{L,c}$ ) は各資産・負債の通貨構成を反映した為替レートの指数 (投資国の通貨当たりの外国通貨) を表している。前期  $t-1$  期の為替レートは各対外資産 (負債) に対応し、当期  $t$  期に対しては、受取り (支払い) に対応している。さらに (A2) 式の利回りである  $RF_t^c/AF_{t-1}^c$  ( $PF_t^c/LF_{t-1}^c$ ) を  $r_t^{A,c}$  ( $r_t^{L,c}$ ) に置き換え (A3) 式とする。この (A3) 式を4つの要因 (1) ストック効果、(2) 為替効果、(3) 構成効果、(4) 収益効果に分解する。

### (1) ストック効果

ストック効果は前年の対外純資産の大きさが与える影響、すなわち資産が負債より大きければ受取りが大きくなることを捉えた効果である。この効果は (A4) 式のように受取り (支払い) の利回り、為替レートの変動が資産と負債で同一 (資産と負債の平均値) と仮定して計算する。

$$(A_{t-1} - L_{t-1}) \left( \frac{r_t^A + r_t^L}{2} \right) \left( \frac{1}{\Delta 2ER_t^A} + \frac{1}{\Delta 2ER_t^L} \right) \quad (A4)$$

$\Delta ER_t^A$  と  $\Delta ER_t^L$  はそれぞれ前期からの為替レート (一国全体の対外資産と対外負債の通貨構成を反映) の変動を示す ( $\Delta ER_t^A \equiv ER_t^A/ER_{t-1}^A$ 、 $\Delta ER_t^L \equiv ER_t^L/ER_{t-1}^L$ )。

## (2) 為替効果

対外資産と対外負債の通貨構成の違いを反映した為替レートの変動の影響である。各資産（負債）の利回りと資産と負債の規模は下記（A5）式のように平均値を仮定する。

$$\left(\frac{A_{t-1}+L_{t-1}}{2}\right)\left(\frac{r_t^A+r_t^L}{2}\right)\left(\frac{1}{\Delta ER_t^A}-\frac{1}{\Delta ER_t^L}\right) \quad (A5)$$

## (3) 構成効果

構成効果は、各資産、負債ごとに計算され、資産と負債で利回りと為替レートの変動を同一と仮定し、前期の資産と負債の構成の差の効果を示している。 $\alpha_{c,t-1}$  ( $\beta_{c,t-1}$ ) は全資産（全負債）に占める各資産（各負債）の割合である。

$$\left(\frac{A_{t-1}+L_{t-1}}{2}\right)\sum_{c=1}^N\left[\left(\alpha_{c,t-1}-\beta_{c,t-1}\right)\frac{\left(r_t^{A,c}+r_t^{L,c}\right)}{2}\left(\frac{1}{2\Delta ER_t^{A,c}}+\frac{1}{2\Delta ER_t^{L,c}}\right)\right] \quad (A6)$$

## (4) 収益効果

収益効果も構成効果と同様、各資産、負債ごとに計算される。前期の資産と負債の構成が同一で為替レートの変動も資産と負債で同一と仮定し、各資産と負債の利回りの差を計算する。

$$\left(\frac{A_{t-1}+L_{t-1}}{2}\right)\sum_{c=1}^N\left[\left(r_t^{A,c}-r_t^{L,c}\right)\frac{\left(\alpha_{c,t-1}+\beta_{c,t-1}\right)}{2}\left(\frac{1}{2\Delta ER_t^{A,c}}+\frac{1}{2\Delta ER_t^{L,c}}\right)\right] \quad (A7)$$

(1) ~ (4) の計算式の共通点は1つの効果を計測する際に、他の資産側と負債側の特徴には差がないと仮定している。すなわち、(1) ストック効果は為替変動、利回りが資産負債で同一、(2) 為替効果は全資産と負債の規模と利回りが同一、(3) 構成効果は全資産と負債の規模、各資産負債の為替変動、利回りが同一、(4) 収益効果は全資産と負債の規模、各資産と負債の構成、為替変動が同一と仮定し計算する。

## 補論2. 対外資産・対外負債ウエートの為替レート (Lane and Shambaugh, 2010)

補論1. の所得収支の分解での (A6) 式と (A7) 式で必要となる各対外資産・負債における通貨  $j$  のウエート  $w_{jt}^A$  ( $w_{jt}^L$ ) を反映した為替レートの変化  $\Delta ER_t^{A,c}$  ( $\Delta ER_t^{L,c}$ ) は以下のように計算される。

$$\Delta ER_t^{A,c} = \sum_{j=1}^N w_{j,t-1}^A \Delta ER_{j,t}^{A,c}, \Delta ER_t^{L,c} = \sum_{j=1}^N w_{j,t-1}^L \Delta ER_{j,t}^{L,c}$$

また、補論1. の所得収支の分解での (A4) 式と (A5) 式で必要となる全対外資産、負債の各資産（負債）のウエート  $\lambda_t^{A,c}$  ( $\lambda_t^{L,c}$ ) を反映した為替レートの変化  $\Delta ER_t^A$  ( $\Delta ER_t^L$ ) は以下のように計算される。

$$\Delta ER_t^A = \sum_{c=1}^N \lambda_{t-1}^{A,c} \Delta ER_t^{A,c}, \Delta ER_t^L = \sum_{c=1}^N \lambda_{t-1}^{L,c} \Delta ER_t^{L,c}$$

### 補論3. 対外資産・負債の通貨構成に用いたデータ

Lane and Shambaugh (2010) と Bénétrix et al (2015, 2019) を参考に、対外資産・負債の通貨構成を反映した為替レートを作成した。個別の為替レートには BIS の US dollar exchange rates を用いている。以下、各資産・負債 (1) 直接投資、(2) 証券投資 (株式・投資ファンド持分) (3) 証券投資 (債券)、(4) その他貸付けの通貨構成の把握に使用した統計の詳細を説明する。(概要は本文の表3-1を参照)。

直接投資の資産側の通貨構成は、原則各国の直接投資統計を用い、投資先の通貨で投資を行っている想定している。日本に関しては財務省、日本銀行の「国際収支状況」の地域別対外直接投資の長期時系列データを整理した日本貿易振興会「直接投資統計」を用いた。米国は商務省経済分析局 (Bureau of Economic Analysis)、英国は統計局 (Office for National Statistics) の地域別対外直接投資を用いた。ドイツは IMF の Coordinated Direct Investment Survey (CDIS) とドイツ連邦銀行の統計を接続して用いた。直接投資の負債側については現地通貨で投資がされていると想定した。

証券投資 (株式・投資ファンド持分、債券) の資産側の通貨構成に関しては、IMF の Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) を用いた。IMF の CPIS では、米ドル、ユーロ、人民元、日本円、英国ポンド、オーストラリアドル、カナダドル、スイスフラン、その他の通貨別の資産額 (ドルベース) が掲載されている。CPIS で得られない国のデータに関しては、米国財務省の統計や BIS が各国銀行の対外債権・債務の動きを取りまとめている Locational Banking Statistics (LBS) を用いた。

負債側の債券に関しては BIS の Debt Securities Statistics の通貨別データ (主に現地通貨と米ドル、ユーロが含まれる) を用いた。一方、負債側の株式・投資ファンド持分については現地通貨で投資がされていると想定した。

その他の貸付などの資産と負債については、BIS の LBS の貸付けと預金の通貨別のデータ (主に米ドル、ユーロ、日本円、英国ポンド、スイスフランが含まれる) を用いた。

#### 参考文献

- Bénétrix, A., P.Lane and J.Shambaugh, 2015. "International currency exposures, valuation effects and the global financial crisis," *Journal of International Economics* 96, p. 98-109.
- Bénétrix, A., D.Gautam, L.Juvenal and M.Schmitz, 2019 "Cross-Border Currency Exposures" IMF Working Papers 2019/299, International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/12/27/Cross-Border-Currency-Exposures-48876>
- Bonfatti, A., S.Imrohoroglu and S.Kitao.2021 "Aging, Factor Prices, and Capital Flows" [https://sagirikitao.github.io/mywebsite/JPN\\_open\\_v20.pdf](https://sagirikitao.github.io/mywebsite/JPN_open_v20.pdf)
- Bosworth,B., S.M. Collins, G.Chodorow-Reich and C.Tille, 2007"Returns on Foreign Direct Investment : Does the United States Really Do Better? " Brookings Trade Forum, Foreign Direct Investment, pp. 177-210, Brookings Institution Press.
- Broadbent, B. 2014. "The UK Current Account, At Directors Breakfast, Chatham House, London, July 29, 2014." Speech, Bank of England. <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2014/the-uk-current-account>
- Curcuro, S., C. Thomas, and F. Warnock 2013. "On returns differentials," *Journal of International and Money and Finance* 36, p. 1-25.
- Deutsche Bundesbank 2018, "Germany's external position : new statistical approaches and results since the financial crisis," Monthly Report, April 2018.
- Forbes,K., I. Hjortsoe, and T.Nenova, 2017. "Current Account Deficits During Heightened Risk : Menacing or Mitigating?," *Economic Journal* 127, p. 571-623.

- Lane,P., and J.Shambaugh. 2010. "Financial Exchange Rates and International Currency Exposures." *American Economic Review*, 100, p. 518-40.
- 大野早苗・鈴木唯 (2019) 「対外直接投資収益率の決定要因：日米の比較」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第136号、p. 36-57。