

### III 研究ノート III

## 国際直接投資と所得収支効果

- 日本：1996-2010年ケースを軸に -

藤原 貞雄

#### 目次

はじめに

- (1) 投資収益の計上と推移
- (2) 直接投資収益の計上と推移
- (3) 直接投資収益と国民経済
- (4) 所得収支効果に関する暫定的結論
- (5) まとめ：直接投資の経常収支効果に関する暫定的結論

#### はじめに

小稿は、直接投資が経常収支にどのような効果を与えるかを「経常収支効果」という概念的な名称のもとに検討してきた一連の論稿のまとめである。小稿では「所得収支効果」をまず検討して、次いでこれまで検討してきた貿易収支効果、サービス収支効果を加えて、全体として直接投資の経常収支効果に対する筆者の考えを提起したい。

所得収支効果を簡単に定義すれば、直接投資が産み出す直接投資収益が所得収支戻においてプラスになることであり、直接投資残高の増加に伴って収支戻のプラスが増加することである。当然、所得収支が常にプラスであるとは限らないし、後に見るように所得収支戻をそのまま所得収支効果の対象と

---

小稿は、国際直接投資が経常収支に与える効果を検討した一連の研究ノートの一部である。本誌66巻1・2号「国際直接投資と経常収支効果 (1)」平成29年7月、本誌66巻3号「国際直接投資と経常収支効果 (2)」平成29年9月、本誌66巻5号「国際直接投資と「その他サービス収支」平成30年3月、本誌66巻6号「国際直接投資とサービス収支効果分析の課題」平成30年3月、を参照されたい。

してよいかという問題もある。小稿ではこれまで利用してきた相関関係分析は行わない。アприオリに直接投資「残高」と直接投資収益との間には相関関係ありとして検討を進める。所得収支効果をどのように測るのか、世界のどの地域・国から得ているのか、その水準は国際的に見てどうなのか、収益の特徴や趨勢はどうなのかなどについては要約的に述べるにとどめる。

現行のBPM6のもとでは、所得収支には第一次所得収支と第2次所得収支がある。後者は所得の収支ではあるが、民間投資に係わる所得はほとんどここには計上されないから、前者のみを検討の対象とし、以下では第一次所得収支のみを約めて所得収支という。

## (1) 投資収益の計上と推移

### 〈1〉所得収支

所得収支は三つに区分される。「雇用者報酬」と「投資収益」と「その他一次所得」の合計である(表1参照)。

「雇用者報酬」は、在外日本公館が現地職員に支払う給与(支払)や在日外国公館から居住者が受取る給与(受取)や居住者の運行する船舶・航空機で働く非居住者乗務員等に支払われる給与(支払)や非居住者が運行する船舶・航空機で働く居住者が受け取る給与(受取)が示されている(日銀「概要」)。直接投資との関わりは小さいと推測される。また金額も小さいので、直接投資の効果を問う必要はない判断する。「その他一次所得」は鉱業権使用料の他、天然ガス等に課される税金やその還付金が例示されている(日銀「概要」)が、金額が計上されていないので検討できない。したがって、検討すべきは投資収益のみである。

### 〈2〉投資収益

投資収益は、「直接投資収益」、「証券投資収益」、「その他投資収益」に区分される。直接投資の所得収支効果を直接的に表すのは直接投資収益であることはいうまでもない。受取は対外直接投資に対する収益であり、支払は対内直接投資収益の非居住者である外国投資家への支払に他ならない。

表1 第一次所得収支表

億円

	1996年度			2010年度			ネットの期間 変化額
	受取	支払	ネット	受取	支払	ネット	
1.雇用者報酬	332	336	-4	159	195	-35	-31
2.投資収益	126,011	60,959	65,052	180,770	41,475	139,295	74,243
2-1.直接投資収益	17,074	3,071	14,003	52,781	11,045	41,736	27,733
2-1-1.出資所得	14,883	2,693	12,191	52,136	10,714	41,422	29,231
2-1-1-1.配当金・配分済支店収益	10,922	2,880	8,043	29,477	8,191	21,286	13,243
2-1-1-2.再投資収益	3,961	-187	4,148	22,659	2,523	20,136	15,988
2-1-2.利子所得	2,191	379	1,812	645	331	314	-1,498
2-2.証券投資収益	65,805	18,116	47,690	116,210	24,340	91,870	44,180
2-2-1.配当金	6,074	1,883	4,191	34,819	15,344	19,475	15,284
2-2-1-1.株式に係わる配当金	—	—	—	—	—	—	—
2-2-1-2.投資ファンド特分に係わる投資収益	—	—	—	—	—	—	—
2-2-2.債券利子	59,731	16,233	43,499	81,391	8,996	72,395	28,897
2-2-2-1.中長期債	55,640	16,195	39,444	80,671	8,950	71,722	32,277
2-2-2-2.短期債	4,092	38	4,054	719	46	673	-3,381
2-3.その他投資収益	43,131	39,772	3,359	11,779	6,091	5,689	2,330
2-3-1.出資所得	—	—	—	—	—	—	—
2-3-2.利子所得	43,131	39,772	3,359	11,779	6,091	5,689	2,330
2-3-2-1.貿易信用利子	2,084	78	2,006	97	24	73	-1,934
2-3-2-2.貸付・借入利子	27,518	21,125	6,393	8,793	5,644	3,149	-3,243
2-3-2-3.預金利子	10,909	17,151	-6,242	934	391	543	6,785
2-3-2-4.その他	2,621	1,419	1,202	1,955	31	1,924	722
3.その他一次所得	—	—	—	—	—	—	—
1+2+3.一次所得収支合計	126,343	61,295	65,047	180,930	41,670	139,260	74,213

注：—は未計上

資料：日銀時系列データ検索サイトより作成。

これに対して、「証券投資収益」に係わる直接投資の効果は間接的、迂回的である。前稿補論（本誌第66巻6号）では金融・保険業直接投資は金融サービス収支効果をもつと暫定的に結論したが、この結論を敷衍すれば、証券投資収益の一部は直接投資に由来するといえる。証券会社や銀行等の金融機関の現地法人の活動が現地の金融資産・負債に係わる運用額を増加させたり本国からの投資を牽引したりして幸い収益を生めば証券投資収益を増やすことになろう。あるいはまた顧客としての日系非金融機関の現地法人の増加も証券投資収益に迂回的な効果をもつであろう。証券投資収益（受取）は2010年度で直接投資収益（受取）の2.2倍にも達しているので、証券投資収益のどの程度が直接投資に係わるかを検討できれば、その貢献は大きい。

「その他投資収益」は、直接投資収益にも証券投資収益にも区分されない

利子所得である。直接投資との係わりをしめす資料がないので、以下では取り上げない。2010年度では投資収益全体の4%ほどの金額（ネット）である。

## (2) 直接投資収益の計上と推移

直接投資収益は「出資所得」と「利子所得」に分かれる。出資所得は直接投資家と直接投資先企業との間で授受された「利益配当金」<sup>1)</sup> および支店収益のうち本社に送金された「配分済支店収益」の合計額が一つである（以下、配当金等と略）。もう一つは「再投資収益」である。再投資収益は現地法人の営業利益の内、投資家に配分されずに内部留保された額である。例えば投資家が100%出資であれば内部留保額全額だが、50%出資であれば内部留保額の50%が再投資収益に計上される。国際収支表上は、投資家が配分を受けて再投資したと見なすので「収益の再投資」として同額を直接投資収支に計上する。国際収支表上では利益配当金や利子所得と同じ「所得」だが、投資国の経済に与える効果はまるで異なる。後にこの問題は検討する。「利子所得」は直接投資家と直接投資先とのあいだ及び「兄弟会社」間の貸借利子や債券利子である。

### 〈1〉直接投資収益収支

直接投資収益の推移は表2に掲げた。

①**直接投資収益収支の受取** 対外直接投資収益である。年平均増加率8.4%、この期間にほぼ3倍に増加した。年々の変動はかなり大きく、1998年度、2008年度のように激減して翌年度には大きく戻す年もある。2003年度辺りまでは総じて2兆円前後、2005年度以後は、リーマンショックの影響を受けた2008年度を除けば4兆円から5兆円へと増加してきた。

受取のうち出資所得によるものがほとんどで利子所得の受取は4%ほどで（期間平均）、しかも漸減した。利子受取は期初には2000億円を超えたが、期

1) 清算配当金や資本の取り崩しによる配当金などの利益配当金以外の配当金は、資本の配分に過ぎないのでここには計上されない。金融収支の直接投資の株式資本に計上される。前出「日銀概要」。

表2 直接投資収益1996-2010年度

億円

年度	直接投資収益収支			出資所得収支			配当金・配分済支店収益			再投資収益			利子所得		
	受取	支払	ネット	受取	支払	ネット	受取	支払	ネット	受取	支払	ネット	受取	支払	ネット
1996	17,074	3,071	14,003	14,883	2,693	12,191	10,922	2,880	8,043	3,961	-187	4,148	2,191	379	1,812
1997	17,574	3,478	14,096	15,363	2,820	12,543	11,323	3,656	7,667	4,040	-837	4,876	2,211	659	1,552
1998	4,832	2,663	2,169	3,170	2,070	1,099	8,795	3,246	5,549	-5,625	-1,176	-4,449	1,662	593	1,070
1999	12,822	5,276	7,546	11,538	4,941	6,597	5,995	3,223	2,772	5,543	1,717	3,826	1,284	335	949
2000	24,684	4,480	20,204	23,362	4,147	19,215	9,718	2,132	7,586	13,644	2,015	11,629	1,322	333	989
2001	17,127	4,585	12,542	15,799	4,183	11,616	10,823	2,748	8,075	4,976	1,435	3,541	1,328	402	926
2002	15,825	6,978	8,847	14,737	6,410	8,326	8,955	4,338	4,617	5,781	2,072	3,709	1,089	568	521
2003	21,238	6,162	15,075	20,571	5,710	14,861	9,493	3,748	5,745	11,078	1,962	9,116	666	452	214
2004	32,940	8,187	24,753	32,132	7,792	24,340	13,960	5,665	8,295	18,172	2,127	16,045	808	395	413
2005	42,245	11,805	30,440	41,340	11,558	29,782	20,620	7,542	13,077	20,720	4,015	16,705	905	247	658
2006	49,775	13,463	36,312	48,664	13,171	35,493	20,924	8,697	12,227	27,740	4,474	23,266	1,111	292	819
2007	49,689	14,985	34,704	48,416	14,565	33,850	29,547	11,625	17,922	18,869	2,940	15,929	1,273	420	853
2008	24,888	5,725	19,163	23,799	5,097	18,702	26,435	8,153	18,282	-2,636	-3,056	420	1,090	628	462
2009	42,564	6,431	36,132	41,638	5,873	35,765	31,550	5,584	25,966	10,088	2,889	9,799	926	559	367
2010	52,781	11,045	41,736	52,136	10,714	41,422	29,477	8,191	21,286	22,659	2,523	20,136	645	331	314
期間平均	28,404	7,222	21,182	27,170	6,783	20,387	16,569	5,429	11,141	10,601	1,354	9,246	1,234	439	795
年平均増加率	8.4%	9.6%	8.1%	9.4%	10.4%	9.1%	7.3%	7.8%	7.2%	13.3%	3.6%	11.9%	-8.4%	-1.0%	-11.8%

資料：日銀時系列データ検索サイトより作成。

末には600億円ほどに減少した。現地法人の資金調達能力が強化され日本からの調達の必要が減じたことが基本的理由であろう。したがって収益受取の動向は出資所得の動向とほぼ同じである。

出資所得受取の6割は配当金等である。配当金等受取は期初から2004年度あたりまでは1兆円を前後していたが、翌年度以後は2兆円台に増加し期末には3兆円前後にまで増加した。直接投資収益と比較すると配当金等のボラティリティは低い。例えば1998年はアジア通貨危機の影響で収益は前年の4分の1に激減したが、配当は、社内留保を取り崩して、つまり再投資収益の赤字5625億円によって、前年度の8割近くを維持した。リーマンショックの2008年度にも同じことが行われた。

②対外直接投資の収益性 対外直接投資収益の収益性を対外直接投資残高との比較で示した（表3参照）。1998年度の1.5%が例外的に低いのを別にすれば、4%から9.2%の間で変動し、平均6.1%である。2005、6年度が最も高かった。平均値を上回る年度を数えると、収益性はやや高まる傾向があると

**表3 収益性の推移** 兆円, %

年度	対外直接投資残高 (1)	直接投資 収益受取 (2)	(2)/(1) %
1996	30.6	1.7	5.6
1997	35.6	1.8	4.9
1998	31.5	0.5	1.5
1999	25.7	1.3	5.0
2000	32.3	2.5	7.6
2001	39.8	1.7	4.3
2002	37.0	1.6	4.3
2003	36.6	2.1	5.8
2004	39.1	3.3	8.4
2005	46.1	4.2	9.2
2006	54.1	5.0	9.2
2007	62.4	5.0	8.0
2008	62.7	2.5	4.0
2009	69.3	4.3	6.1
2010	68.9	5.3	7.7
平均	44.8	2.8	6.1

注：対外直接投資残高は対外資産負債残高（資産）を指す。

資料：日銀時系列データ検索サイトより作成。

期末には1兆1000億円と回復した。支払の伸びは受取より大きい。とはいえ平均支払額は受取の4分の1と小さい。対内直接投資の規模が4分の1と小さいためである。支払の大部分は出資所得の支払でこの点は受取と同様である。利子所得の支払は、全支払の6%ほどで、受取のケースよりやや高めで、しかも増減はあっても大きな変化はなかった。出資所得の支払の8割は配当金等の支払で、残りが再投資収益である。受取と較べる配当金等の占める割合が高く、収益再投資が低い。

**④対内直接投資の収益性** 対内直接投資収益の収益性を対外直接投資残高との比較で示した（表4参照）。2008, 9年度が2.9%, 3.3%と例外的に低い。外資系企業はアジア通貨危機の影響はほとんど被らなかったが、リーマンショックの影響は大きかった。収益性は平均7.4%である。対外直接投資よりも平均的に収益性が高いといえる。経済産業省のアンケート調査「外資系企業の動向」によれば、外資系企業の方が国内法人の売上高営業利益率より

いえよう。経産省のアンケート調査「海外事業活動基本調査」から得られる類似の数値は、現地法人の売上高経常利益率が国内法人のそれよりも高い年度がほとんどで、現地法人と国内法人との利益率差が拡大したことを示している<sup>2)</sup>。ここでの収益性についても同様であろうと推測される。

**③直接投資収益収支の支払** 対内直接投資収益の支払である。年平均増加率9.6%、期初の3000億円からほぼ順調に増加し、2007年度に1兆5000億円とほぼ5

倍に達し、2008, 9年度に大きく減少し、支払の伸びは受取より大きい。とはいえ平均支払額は受取の4分の1と小さい。対内直接投資の規模が4分の1と小さいためである。支払の大部分は出資所得の支払でこの点は受取と同様である。利子所得の支払は、全支払の6%ほどで、受取のケースよりやや高めで、しかも増減はあっても大きな変化はなかった。出資所得の支払の8割は配当金等の支払で、残りが再投資収益である。受取と較べる配当金等の占める割合が高く、収益再投資が低い。

2) 例えば、1996-2000年度の5年間の平均で、現地法人の売上高経常利益率は2.1%、国内法人は1.9%だが、2006-2010年度では4.7%と3.0%と差は広がった。http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/kaigaizi/result/result\_4/pdf/h2c402fj.pdf等による。

表4 対内直接投資の収益性 兆円, %

年度	対内直接 投資残高 (1)	直接投資 収益受取 (2)	(2)/(1) %
1996	4.0	0.3	7.6
1997	3.8	0.3	9.2
1998	3.3	0.3	8.0
1999	5.0	0.5	10.6
2000	6.1	0.4	7.3
2001	6.9	0.5	6.6
2002	9.9	0.7	7.0
2003	10.3	0.6	6.0
2004	10.6	0.8	7.7
2005	12.4	1.2	9.5
2006	13.4	1.3	10.0
2007	15.7	1.5	9.5
2008	19.4	0.6	2.9
2009	19.6	0.6	3.3
2010	18.7	1.1	5.9
平均	10.6	0.7	7.4

注：対内直接投資残高は対外資産負債残高（負債）を指す。

資料：日銀時系列データ検索サイトより作成。

表5 対外資産負債残高に占める  
収益再投資分の割合 %

年度	対外直接投資	対内直接投資
1996	8.0	37.0
1997	0.4	37.6
1998	3.5	35.7
1999	2.6	22.6
2000	6.5	20.3
2001	11.9	16.5
2002	13.1	15.0
2003	18.3	14.1
2004	21.5	15.1
2005	27.2	17.0
2006	31.9	16.7
2007	33.6	15.0
2008	29.0	13.6
2009	31.0	12.1
2010	29.4	8.6
平均	17.9	19.8

注 表3, 表4参照。

資料：前表と同じ。

も常に高かったことを示している<sup>3)</sup>。こ  
こでの収益性についても同様であろう。

⑤再投資収益 再投資収益は、現地法人  
の社内留保であって、後にも述べるよう  
に投資国本国経済に寄与することは少な  
く、投資先国経済に寄与するところは  
大きい。受取は直接投資収益の受取の  
37.3%（期間総額）、を占める。受取で  
は期初の4000億円前後から2006年度の2  
兆8000億円近くまで大きく伸びた。親  
会社も現地法人も社内留保を重視した。  
収益が前年比大きく伸びた年は社内留  
保を優先したために配当等を上回った。  
こんな年が5年あった。年平均増加率は  
13.3%と全ての収支項目の中で最も大き  
かった。他方、支払では対内直接投資収  
益の18.7%を占めるに過ぎなかった（表  
2参照）。ちょうど受取の場合の半分であ  
る。これは外資系企業が社内留保より配  
当を重視したことを示している。日本の  
現地法人とは対照的といえよう。

表5が示すように、対外直接残高に占  
める収益再投資分の割合は、期初は10%  
以下であったが、2004年度には20%台に  
2006年度には30%になった。他方、対内  
直接投資残高では期初こそ37%という高

3) 外資系企業の売上高営業利益率は、平均4.7%で、国内法人の2.5%よりも2.2%ポイント  
高かった。http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/gaisikei/result/result\_45/pdf/2011gai  
kyo.pdf等による。

表6 対外資産負債残高(ネット)の収益性

年度	資産負債 残高ネット 兆円	収益受取 支払ネット 兆円	ネットの 収益性 %
1996	26.5	1.4	5.3
1997	31.8	1.4	4.4
1998	28.2	0.2	0.8
1999	20.7	0.8	3.6
2000	26.2	2.0	7.7
2001	32.9	1.3	3.8
2002	27.1	0.9	3.3
2003	26.3	1.5	5.7
2004	28.5	2.5	8.7
2005	33.7	3.0	9.0
2006	40.7	3.6	8.9
2007	46.7	3.5	7.4
2008	43.3	1.9	4.4
2009	49.8	3.6	7.3
2010	50.2	4.2	8.3
平均	34.2	2.1	6.2

注 表3, 表4参照。  
資料：前表と同じ。

に左右された。

直接投資の資産から負債を差し引いてネットとして、そのネットに対する直接投資収益のネット額の比率を求めてネットの収益性とした。表6に示したように、収益性は、期間平均で6.2%となった。これは受取の収益性に近い。あたりまえのことだが、支払が受取の4分の1と小さいので、収支尻は受取の収益性に左右される。直接投資の所得収支効果は顕著だといえる。

## 〈2〉地域別の直接投資収益

では直接投資収益は、どの地域から得ており、どの地域に支払っているのか。図1は、1996-2010年度期間の収益総額の流れを示している<sup>4)</sup>。いずれの地域も収支黒字だが、北米、西欧を除けば他地域は一方的な黒字となっており、収支構造がアジアおよびその他地域等と欧米とでは大きく相違してい

4) 地域別直接投資収益は、BPM5による数値であり、BPM6による表の数値とは異なっている。

率であったが、その後急速に低下した。対内直接投資が増えるためには新規投資だけでなく収益の再投資が増加する必要がある。

⑥直接投資収益収支尻と収益性 所得収支効果は収支尻で判断される。対外直接等が対内直接投資よりはるかに大きく、その結果直接投資受取が支払よりはるかに大きいために、一貫して巨額の黒字であった。期間平均増加率は8.1%、期初の1兆4000億円が期末の4兆2000億円弱まで増加した。年ごとの変動は主にボラティリティの大きな受取または支払

図1 直接投資収益の流れ (1996-2010年度総額)

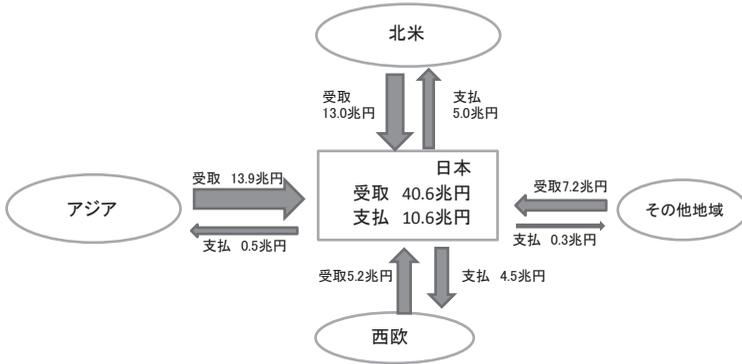
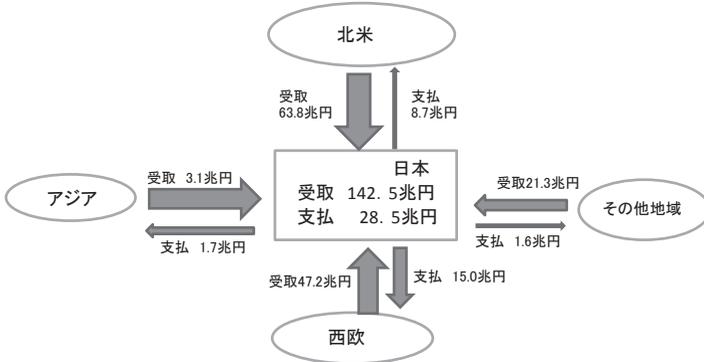


図2 証券投資収益の流れ (1996-2010年度総額)



資料：図1, 2ともに日銀時系列データ検索サイトより作成  
注：第5版による数値。西欧は2009年第3四半期までの数値。

その他地域等は地域合計からアジア、北米、西欧を差し引いた残額。

ることが分かる。収益収支黒字の70%はアジアおよびその他地域で生まれている。受取の支払に対する倍率は、前者で27倍、後者で24倍であり、これに対して北米は2.6倍、西欧は受取と支払が接近している。アジアの収支尻(平均値)は、北米のそれよりはるかに大きくなっており、しかもアジア通貨危機の影響を受けた1998-2000年度を除けば順調に収支黒字を拡大している。

参考までに地域別の証券投資収益の流れを図2に示した。地域別証券投資

収益収支は直接投資収益収支とは異なっていることが分かる。収支尻の黒字は前者より3.8倍ほど大きく、8割近くは北米と西欧の黒字による。アジアは他地域と比較すれば受取支払の規模は、あたかも存在しないほど小さく、受取は支払の1.8倍にとどまっている。北米は直接投資収益とは異なり、受取が支払の7.4倍、西欧は3.1倍と大きい。直接投資収益は、アジア・その他地域等で稼ぎ、証券投資収益は北米・西欧で稼いでいると大雑把に言えよう。

### 〈3〉業種別の直接投資収益

残念ながら業種別の直接投資収益収支は作成されていない。それに近いものを得ようとするならば、経産省アンケート『わが国企業の海外事業活動』の業種別の利益処分を援用する以外ない。当期純利益（税引後）－社内留保額＝社外流出額。社内留保額を再投資収益と見なすことは問題ない。他方、アンケートには、日本の親会社の現地法人からの受取収益＝配当金＋ロイヤルティ等の数値がある。内訳が公表されている年度の受取配当金だけを取りあげると、業種別直接投資収益（受取配当金＋社内留保額）のおよその傾向を見て取ることが可能であろう。ただし、このアンケートでは金融・保険業と不動産業が対象となっていないことに留意が必要である。そこで内訳がある2007－2010年度の平均値を取って、業種別直接投資収益（受取）の傾向を見てみよう（表7参照）。なお平均額4兆5448億円は、表1の日銀数値と比較すると、出資所得収支受取4兆1497億円より1割弱多くなっている。また内部留保額が過大、配当金が過少になっている。いずれにしろ日銀数値との整合性は低いことに留意が必要である。

製造業と非製造業はほぼ同額である。製造業の中では輸送機械と化学ではほぼ60%を占める。これに電気機械、情報通信機械を加えると76%になる。非製造業では卸売業だけで40%を占める。全体をとれば、化学、輸送機械（実質は自動車・同部品付属品製造業）、鉱業、卸売業、その他の非製造業で75%近くになる。つまり直接投資収益が目立って多いのは限られた産業業種である。

表7 内部留保+配当金 (2007-2010年度平均) (業種別) 億円, %

業種	内部留保	配当金	合計 (直接投資収益)	業種別 比率%	参考: ロイヤルティ	業種別 比率%
合 計	29,960	15,489	45,448	100	8,572	100
製造業	12,077	10,868	22,945	50.5	7,046	82.2
食料品	636	239	875	1.9	97	1.1
化 学	3,268	1,449	4,717	10.4	449	5.2
鉄 鋼	466	215	681	1.5	15	0.2
非鉄金属	245	401	646	1.4	100	1.2
汎用機械	339	165	504	1.1	93	1.1
生産用機械	351	291	643	1.4	117	1.4
業務用機械	583	268	850	1.9	240	2.8
電気機械	1,198	815	2,012	4.4	646	7.5
情報通信機械	162	1,282	1,444	3.2	1,238	14.4
輸送機械	4,480	4,872	9,352	20.6	3,682	42.9
その他の製造業	258	419	677	1.5	200	2.3
非製造業	17,882	4,621	22,503	49.5	1,526	17.8
鉱 業	5,885	344	6,229	13.7	26	0.3
運輸業	523	168	691	1.5	5	0.1
卸売業	6,243	3,022	9,265	20.4	1,307	15.2
小売業	357	168	525	1.2	57	0.7
サービス業	843	336	1,179	2.6	53	0.6
その他の非製造業	3,788	385	4,173	9.2	16	0.2

資料：経済産業省『わが国企業の海外事業活動』第38回～41回調査より作成。

注：合計額の比率が1%以下の業種は省略

### (3) 直接投資収益と国民経済

#### 〈1〉直接投資収益の特徴

前項で取り上げた数値から、この期の日本の直接投資収益については次のような特徴を指摘することができる。第一に収益収支戻は恒常的に黒字でありかつ増加してきた。第二に最大の収益源はアジア地域であり、次いで北米（実質的にはアメリカ）だが、前者の位置が急速に高まっている。第三に収益を稼ぎ出しているのは金融・保険・不動産業等を除外すれば、製造業では輸送機械、化学、電気機械、情報通信機械、非製造業では卸売業、鉱業、その他非製造業である。第四に次の特徴を付け加える必要がある。上述のように恒常的かつ増加傾向を持つ収支戻黒字が対内直接投資収益（支払）がきわめて小さいことによって嵩上げされている点である。

## 〈2〉日米比較

この点をアメリカの直接投資収益と比較することによって検討してみよう。前表2によれば、日本の直接投資収益の支払は、年度によってかなり異なるが期間平均して7200億円、受取は2兆8400億円で、支払は受取のちょうど25.4%ほどである（仮に受払比率という）。これに対してアメリカの直接投資収益の受払比率はちょうど37.1%ほどである（表8参照）。つまり支払比率が日本より5割近く高いことである。その持つ意味については後に検討する。

もちろん日米の直接投資収益規模の差は大きい。受取は日本の10.3倍、支払は13.4倍、収支尻は10.2倍にもなる。相対規模を測るために名目GDPに対する直接投資収益の比率（仮にGDP比率という）をとってみる（図3参照）。アメリカでは、この期間リーマンショック後の2009年にGDPが若干減少したものの他の年は順調であった。直接投資収益はそれ以上に好調でGDP成長率を上回って増加した。このため1996年には0.86%だったGDP比率は2010

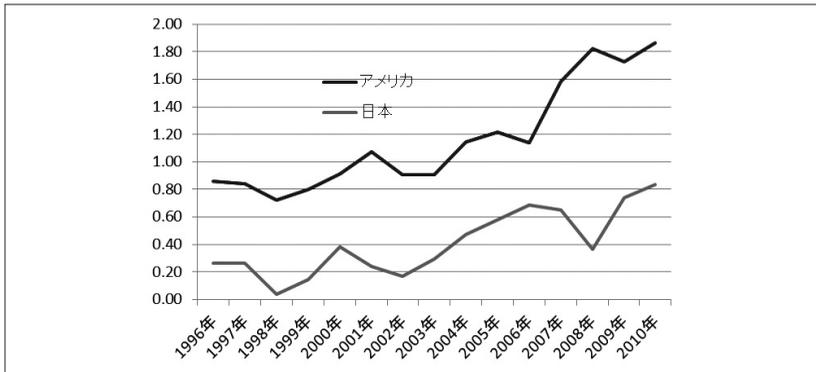
表8 アメリカの直接投資収益

10億ドル

年	対外直接投資収益受取					対内直接投資収益支払				
	総額	出資所得	配当金・配分 済支店収益	再投資 収益	利子 所得	総額	出資所得	配当金・配分 済支店収益	再投資 収益	利子 所得
1996	102.5	100.3	45.6	54.7	2.2	33.1	24.0	15.5	8.5	9.1
1997	115.3	113.2	55.2	5.8	0.2	43.0	33.8	18.8	15.0	9.2
1998	104.0	100.9	56.7	4.4	0.3	38.4	28.1	25.2	2.8	10.4
1999	130.5	126.0	62.5	6.3	0.5	53.1	37.7	33.9	3.8	15.4
2000	149.8	144.8	52.9	9.2	0.5	56.0	36.1	37.3	-1.2	19.9
2001	127.5	122.3	53.2	6.9	0.5	13.8	-7.4	25.4	-32.8	21.3
2002	144.7	139.3	54.6	8.5	0.5	44.8	24.4	21.2	3.2	20.5
2003	184.1	178.2	59.5	11.9	0.6	79.5	63.3	43.3	20.0	16.2
2004	246.2	240.3	81.6	15.9	0.6	105.6	91.6	36.3	55.3	14.0
2005	284.9	279.1	298.7	-2.0	0.6	125.4	110.1	64.4	45.8	15.3
2006	312.6	306.8	101.7	20.5	0.6	154.9	136.5	63.2	73.3	18.4
2007	361.7	354.3	132.8	22.1	0.7	132.7	108.3	53.6	54.7	24.4
2008	405.6	397.4	172.4	22.5	0.8	137.8	113.2	65.7	47.5	24.6
2009	361.4	354.9	128.6	22.6	0.7	112.1	88.2	59.3	28.9	23.9
2010	436.2	430.4	132.6	29.8	0.6	157.6	133.9	66.5	67.4	23.7
平均	231.1	225.9	99.2	15.9	0.7	85.9	68.1	42.0	26.1	17.7

資料：米 国 商 務 省 Bureau of Economic Analysis 公 式 サ イ ト の U.S. International Transactions in Primary Income on Direct Investment Table4.2より作成。

図3 日米の直接投資収益率(ネット)のGDP比率(%)



資料：アメリカの直接投資収益率は表8参照，日本については表2参照  
GDPについて[http://ecodb.net/country/US/imf\\_gdp.htm](http://ecodb.net/country/US/imf_gdp.htm)等より作成

年には1.86%まで2倍をこえて上昇している。年平均成長率は7.2%だった。対照的にこの間の日本は長期のデフレがつづき名目GDPは1996年の525兆円が2010年には500兆円まで減少した。直接投資収益は順調に伸びたので、1996年の0.27%が2010年には0.83%まで上昇した。収益の対前年度平均成長率が1.87%だったにもかかわらずGDP比率が三倍も上昇したのは名目GDP成長率がマイナスだったためである。

このように相対規模をとってみると、最後の特徴として日本の直接投資収益が国民経済の規模に照らして1%に満たない低い段階にあると指摘できよう。

### 〈3〉再投資収益の架空性

再投資収益が直接投資収益に占める比率は、この期間平均で受取40.5%、支払28.2%、収支尻43.6%だった。決して小さな比率ではない。アメリカは、同様に53.6%、11.7%、50.1%、受取と収支尻では日本よりさらに大きかった。この再投資収益を他の直接投資収益と同等に扱えるのは国際収支表の上だけである。

再投資収益は、企業レベルで見れば現地子会社の社内留保額である。それが企業から日銀に報告されて、複式簿記の原則に則して所得収支の再投資収

益として計上されるだけのことである。他方、日銀は同額を金融収支の直接投資欄に「収益の再投資」として計上するので、国際収支表の上では、同額の資産減少と資産増加となる。実態的にもそうした処理は妥当性を持っている。海外子会社が収益のうちどれだけを配当に回しどれだけを社内留保とするかは、投資国本社の了解を少なくとも必要とするのが普通である。本社が事前に処分方針を決め、その意を受けて現地法人が現地の商法、会社法に適合することを前提に、社会政治環境をも判断して決定する。完全子会社の場合が典型的であろう。本社が社内留保分の決定に参画することは、留保分を受け取ってそれを当該現地法人に投資するその費用と時間をショートカットしたと理解できる。妥当だというのはその意味である。

こうして収支表上では金融収支（直接投資収支）も膨らみ所得収支（経常収支）も膨らむことになる。しかし所得収支効果（経常収支効果）が意義を持つのは、受け取った海外からの純所得が投資国の資金循環なり所得循環に加わり、投資国の国民経済に寄与することを期待できるからである。配当金・配分済支店収益や利子所得がそうである。ところが再投資収益は投資国の資金循環にも所得循環にも加わることはない。したがって投資国経済への寄与を所得収支効果を検討する必要十分条件とするなら、再投資収益は所得収支から除いて検討するほうがよい。

投資受入国では逆である。投資国とシンメトリックに計上されるならば（何の保証もないが）、現地外国法人の社内留保が収益再投資分となり、国際収支表の上では対内直接投資になる（負債の増加）。社内留保が現預金あるいは固定資産その他で保有されるのか、多様な変化がありうるが、受入国の資金・所得循環に加わる余地がある。現地外国法人が収益を一切配当せず、社内留保に回し、雇用増加や設備投資に用いたケースが分かりやすい。このようなケースでは受入国経済に多くの場合は寄与できるであろう。つまり再投資収益は投資国では直接寄与しないが、投資受入国では寄与を期待できる。逆に社内留保を行わず、全て配当として外国に流出するなら投資受入国への寄与は限られたものになるであろう。もちろんは再投資収益は、投資受

入国の経済成長なり投資国に対する設備・部品等の輸入需要の増加なりを通じて迂回的に投資国への寄与に繋がることは期待できるが、迂回効果はここでは含めていない。

#### 〈4〉直接投資収益の処分

再投資収益を除いた直接投資収益が、投資国に環流するとして、それらは投資国経済にどのように寄与するのだろうか<sup>5)</sup>。

配当金・配分済支店収益（以下、配当金等）が全額本国に環流するとは限らない。投資国本社の現地口座に振り込まれたり、同一グループの海外金融拠点に集められる場合もあるはずである。それがどの程度になるかについては資料を得ていない。国際収支表に計上された配当金等も実際に日本に送金された額と解すべきではないかもしれない（配当金等をどのような方法で日銀が補足し、計上しているかについては前出「日銀概要」では説明されていない）。しかし以下では送金額と仮定して検討する。

##### ①親会社の内部留保

親会社の受け取った配当等（営業外収益）は、国際税務処理、会計処理を経て最終的には当期純収益にくみ込まれる。この段階では受取配当の痕跡はない。親会社が純収益をどのように処分したかについては資料がないので国内法人全般の数値を準用する<sup>6)</sup>。国内法人（金融・保険業を除く）の当期純利益に占める内部留保の割合はほぼ4割強、残りが配当として配分されたことが分かっている<sup>7)</sup>。親会社の内部留保の用途は会社によって、また景気循環の局面によって様々であろうが、重要な点は必ず一部分が設備投資や研究開発投資に用いられていることである。この点で親会社の内部留保は不十

5) 証券投資収益については、ここでは取り上げないが、基本的には以下の考察を応用できる。

6) 経産省アンケート調査「海外事業活動基本調査」では、年度によって「海外子会社からの配当金使途」の項目があるが、ほぼ半数が「分からない」と回答しており、他の回答（複数回答）分布も信憑性が低いように思われるので採用しない。

7) 資料：財務総合政策研究所「法人企業統計調査結果」概要によれば2001～2010年度の内、内部留保を取り崩した4年度分を除いた6年度分の平均内部留保額は7兆7800億円。当期純利益に占める内部留保額の割合は41.7%であった。<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h17および22.pdf>より)

分であっても国内経済に寄与する可能性がある。

②親会社の配当等

では親会社の配当はどうであろうか。ここでも株主分布が分からないので、全上場会社の株主分布を準用する。表9は株式保有金額による分布である<sup>8)</sup>。2010年度のケースでは、国内法人が52.7%、外国法人が26.7%、個人

表9 投資部門別株式保有金額

(単位：兆円、%)

投資部門	年度	平22	
	会社数(社)	3,616	
合計①+⑤+⑥+⑦		310.8	100.0
①政府・地方公共団体		0.9	0.3
⑤国内法人小計②+③+④		163.8	52.7
②金融機関		92.2	29.7
③証券会社		5.6	1.8
④事業法人等		66.0	21.2
⑥外国法人等		83.0	26.7
⑦個人・その他		63.0	20.3

資料：日本証券取引所グループ「株式分布状況調査2010年度」ただし<http://www.jpix.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01-archives-06.html>

その他が20.3%である。この比率で親会社配当が株主に配分されるとする。親会社から配当を受け取った国内法人が配当金をどのように処分するかは分からないが、全国内法人（金融・保険業を除く）と同様とすれば、内部留保4割、配当6割といった比率であろう。

現地で生まれた直接投資収益を100とすれば親会社が受けとった

取直接投資収益の配当等はほぼ60であり、その6割が配当されるので親会社の株主が受け取るのは36になっている。つまり国内法人株主52.7%がうけるのは最初の収益の2割弱、個人・その他が受け取るのは7%ほどである。

これまで準用した数値は、全体的な利益処分の趨勢を直接投資収益を受け取る投資国親会社に当てはめただけで、実態と乖離しているだろうが、それでも次のようにいえるだろう。

第一に国内親会社が受け取った直接投資収益（配当等）を内部留保に回し、それが投資に効率的に使用されれば、国内経済にも寄与する可能性がある。内部留保を単に積み立てるのであれば寄与するところは少ないし、親会社の資金管理にとっても効率的でないことも明らかである。

第二に株主に配当された部分のうち国内法人分は、一部は社内留保され、

8) 保有株による分布では異なる。たとえば、低額株の保有が多い個人等の分布が29.1%と高くなる。

一部はさらに株主に配当される。留保分については前述と同様である。配当は、社内政府・地方公共団体分はわずかだが、歳入に計上される。外国法人分（投資ファンドであれば）は一部は出資者（多くは非居住者と思われる）に配分され、一部は資金に組み入れられる。個人・その他は配当収入の一部は消費に一部は貯蓄になる。これらは当たり前のことであり、何の重要な真実も語っていない。にもかかわらず重要な点は、親会社が内部留保に回す場合よりも、広い範囲で資金循環や所得循環に入り込み国民経済に寄与する可能性が高まる可能性があることであろう。

第三に家計をとってみれば、直接投資収益が本国での雇用の増加や賃金の上昇をもたらすならば、間接的に僥倖に浴することができる。直接投資収益を手にするには株主になって配当を得る以外ない。以下では親会社やその株主である取引会社の従業員に限定した数値を得ていないので、全体の数値で代用する。

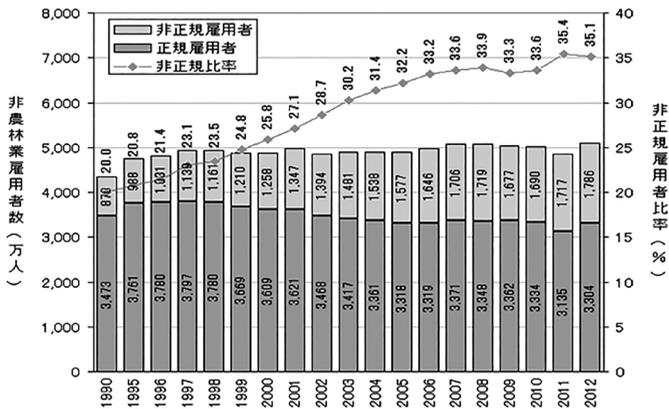
家計の金融資産のうち株式資産の比率が低いことはよく知られている。この期間（1996-2010年）、家計金融資産に占める株式資産の比率は、リーマンショック前の2006年には16.5%（269.4兆円）にまで上昇したが、平均して10.9%（160.8兆円）であった<sup>9)</sup>。これは家計が直接投資収益を手にする機会がきわめてわずかであったことを教えている。しかも機会を得たのは所得階層の高い家計が多かった<sup>10)</sup>。極言すれば、対外直接投資収益がどうであれ、その配分に与るのはそうした株式を保有する限られた富裕層だけである。

前述の間接的僥倖がどうであったかと言えば、雇用（非農林業雇用者数）は1996年の3780万人が2010年には3394万人まで386万人減少したその減少を埋めたのは労働条件の劣悪な非正規雇用者だった。彼らが占める比率（非正規雇用比率）は21.4%から33.6%まで上昇した。期間の終わりには雇用者の3

9) 日銀、「資金循環統計」の家計金融資産、日銀時系列データ検索サイトによる。

10) 家計調査をもとに金融庁が作成した資料によれば、最上位の第V所得階層（勤労者世帯、2009年、年収864万円以上）にあたる年収800万円以上の勤労者世帯が株式・投資信託資産の60.4%を保有していた。資料：金融庁審議会「税制研究会2010年6月11日資料1」ただし<https://www.fsa.go.jp/singi/zeiseikenkyu/siryou/20100611/01.pdf>による。

図4 正規雇用者と非正規雇用者の比率



注：非農林業雇用者（役員を除く）が対象。1～3月平均（2001年以前は2月）。非正規雇用者にはパート・アルバイトの他、派遣社員、契約社員、嘱託などを含む。2011年は岩手・宮城、福島を除く

資料 <https://www2.ttcn.ne.jp/honkawa/3240.html>

人に1人は非正規雇用者になっていた<sup>11)</sup>。（図4参照）家計所得もこの期間低下した。総務省統計局の「家計調査」によれば勤労者世帯年収は1996年781万円が2010年には697万円まで減少した<sup>12)</sup>。つまり間接的僥倖の恩恵にはほとんど与らなかつたといえよう<sup>13)</sup>。

11) 親会社の雇用（常時従業員数）については経産省アンケート調査「海外事業活動基本調査」にある。1997年度が440万人、2010年度が446万人である。同じ期間、現地法人の雇用は275万人から499万人に増加した。この数値はパネルデータではなく、アンケート回答企業数次第で増減するので、雇用数自体の増減を正確には伝えないが、それでも国内雇用が抑制され、現地雇用が国内雇用を越えるまで増えたのは間違いないと思われる。[http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/kaigaizi/result/result\\_41.html](http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/kaigaizi/result/result_41.html)等による）。

12) 注[www.stat.go.jp/data/kakei/sokuhou/nen/pdf/gk00.pdf](http://www.stat.go.jp/data/kakei/sokuhou/nen/pdf/gk00.pdf)による。

13) これに類した指摘は次のレポートにも共通している。三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査レポート「日本の所得収支の動向と展望～貿易収支黒字が縮小する中で、所得収支黒字は頼りになるのか」2011年8月1日ただし[http://www.murc.jp/thinktank/economy/analysis/research/er\\_110801\\_01](http://www.murc.jp/thinktank/economy/analysis/research/er_110801_01)。三井住友信託銀行調査レポート「海外投資から稼ぐ時代に向けて～家計部門への還元が課題～」調査レポート2012/春No.77。ただし[http://www.smtb.jp/others/report/economy/cmtb/pdf/repo1203\\_8.pdf](http://www.smtb.jp/others/report/economy/cmtb/pdf/repo1203_8.pdf)。

#### (4) 所得収支効果に関する暫定的結論

①直接投資の所得収支効果は直接投資収益の収支尻、つまり対外直接投資の収益受取と対内直接投資の収益支払の差額(ネット)で測る。純所得(ネット)は、受取国の所得・資金循環に合流して、投資国経済に寄与するはずだからである。したがって直接投資収益のうち再投資収益は、現地の所得・資金循環には合流するが、投資国のそれに合流することがないので、所得収支効果から除外するのが妥当であろう。同じ理由で、対内直接投資の再投資収益は投資受入国の所得資金循環に合流して国内経済に寄与するので収益支払から除外すべきであろう。

②これは[直接投資収益(ネット) - 再投資収益(ネット)]を直接投資の所得収支効果とすることに他ならない。日本のこの期に関していえば、直接投資収益(ネット)からほぼ4割を減じた額になる(表2参照)。

③所得収支効果をいわば内部構造まで立ち入って検討する必要がある。ここでは、個人株主の比率が低い日本の場合、個人株主(家計)が所得収支効果に直接裨益する機会は限られていたことを指摘する必要がある。他方、親会社の検討にまでは及んでいないが、状況証拠を勘案すれば、受取配当が雇用増加、賃金増加に使われた痕跡はなかったことも指摘する必要がある。対内直接投資の収益再投資分が少ないことも雇用・賃金にとって不幸であった。所得収支効果は親会社の外側では国内において実質的には顕現するところは少なく、もっぱら投資先国において雇用・賃金増に貢献し、対外直接投資の経営基盤・経営環境の強化に貢献したといえるだろう。

#### (5) まとめ：直接投資の経常収支効果に関する暫定的結論

小稿は、直接投資が経常収支にどのような効果・影響を与えるのかをやや原理的に考察することを目的としていた。「やや原理的に」というのは、国際収支の均衡式や国民経済計算式に助けられながら、1996-2016年の日本を舞台にして、経常収支の構成要素である貿易収支、サービス収支、所得収支が直接投資によってどのような影響を受けたかを観察し、それから一般化で

きる事柄を明らかにしたかったからである。

残念ながらこの試みは成功したとは言い難い。著者の力量も十分でなかったし、資料も欠けていた。しかし明らかにできたことも幾つかある。最後にそれらをまとめておきたい。

### 〈1〉貿易収支効果

①対外直接投資の「貿易効果」についてはいくつかの先行研究があるが、対象の貿易、時期が異なっており、結論は一樣ではない。「貿易効果」と「貿易収支効果」は同じではない。「(純)貿易効果」は、貿易収支尻に内在するはずであり、それを貿易収支効果と呼ぶ。直接投資「残高」と現地法人の対日貿易収支尻との相関関係はないという判定である。先行調査研究の一部とは一致するが他の一部とは一致しない。

②アジア地域の対製造業現法貿易収支と米欧地域のそれとはかなり違った内容を伴っている。アジア地域は投資「残高」の増加にともなって輸出入も増加し、したがって正相関が得られたが、収支尻は浮動のかつ停滞したので相関なしであった。これにたいして米欧現地法人では輸出増加効果も輸入増加効果も示されず、収支尻も相関なしとなった。

③直接投資にプラスやマイナスの貿易収支効果は示されなかった。しかし、アジア貿易に現れたように対外直接投資が輸出効果、輸入効果の両者を効かせて貿易総量を増加させる効果はあった。1996-2010年という期間に限っての暫定的結論である。

### 〈2〉サービス収支効果

①サービス収支を一括して論ずることはできない。あまりにも多様な業種・産業から構成されているからである。対外直接投資がサービス収支の良化をもたらしたといえるのは、海上輸送収支と産財権等使用料収支および金融サービス収支だけである。この三つの収支については対外直接投資のプラスのサービス収支効果が認められる。マイナスの効果とはっきり認められる収支はない。

②サービス全体の収支尻は、効果を判定できない収支が多いので、同様に効

果不明としたが、判明する限りで、プラス効果が全体の4割近くを占め、マイナス効果がない（もしくは不明）。であれば、全体としてプラスのサービス収支を認めてもよいのではという解釈の余地もある。しかし筆者は不明としておくのが妥当と判断する。

③サービス取引統計が整備され精緻になれば、もっと正確な結論を導くことができよう。「その他サービス収支」の国際ビジネスの実態についてももっと研鑽を積む必要がある。

④また対内直接投資がサービス収支にどのように関わるかは常に注意を払ってきたが、十分には分析に取り込めなかった。対内直接投資はサービス収支の支払にのみ係わるだけでなく受取にも係わり、結果的には収支尻にも係わる。直接投資のサービス収支効果といいながら結果的には対外直接投資のサービス収支効果になっているケースが多い。この点も改善を期したい。

### 〈3〉所得収支効果

①直接投資の所得収支効果は直接投資収益の収支尻、つまり対外直接投資の収益受取と対内直接投資の収益支払の差額（ネット）で測るのは、純所得（ネット）が、受取国の所得・資金循環に合流して、投資国経済に寄与するはずだからである。しかし再投資収益は、現地の所得・資金循環には合流するが、投資国のそれに合流することがないので、所得収支効果から除外するのが妥当であろう。同じ理由で、対内直接投資の再投資収益は投資受入国の所得資金循環に合流して国内経済に寄与するので収益支払から除外すべきであろう。

②つまり[直接投資収益（ネット）－再投資収益（ネット）]を直接投資の所得収支効果とすることに他ならない。日本のこの期に関していえば、直接投資収益（ネット）からほぼ4割を減じた額になる。これに証券投資収益の一部を付け加えることもできる。

③所得収支効果は、いわば内部構造まで立ち入って検討する必要がある。個人株主の比率が低い日本の場合、個人株主（家計）が所得収支効果に直接裨益する機会は限られていたことを指摘する必要がある。他方、状況証拠を

勘案すれば、受取配当が雇用増加、賃金増加に使われた痕跡はなかったことも指摘する必要がある。対内直接投資の収益再投資分が少ないことも雇用・賃金にとって不幸であった。所得収支効果は国内では親会社の外部で実質的には顕現するところは少なく、もっぱら投資先国において雇用・賃金増に貢献し、対外直接投資の経営基盤・経営環境の強化に貢献したといえるだろう。

#### 〈4〉暫定的結論と若干の示唆

①経常収支 = 貿易収支 + サービス収支 + 所得収支（第一次のみ）として、直接投資の経常収支効果を検討してきたが、貿易収支効果、サービス収支効果はいずれも判定できなかった。効果はなかったと言い換えてもよい。所得効果には、少なくとも直接投資収益の6割を算入できるだろう。つまり経常収支効果を確認できるのは所得効果だけである。

②直接投資が経常収支に効果を及ぼせるのが所得収支効果だけだとすれば、貿易収支はもっと根源的な他の要因によって効果を受けるだろう。少なくとも直接投資政策を採用しても貿易収支効果は期待できないであろう。サービス収支は経常収支項目唯一の赤字項目である。中でも赤字になっている業種の多くは、本来国際競争劣位にあるためである。劣位を改善する政策は赤字減少に有効であろうが、直接投資政策は有効ではなかろう。

③所得収支効果は唯一効果を確かめかつ今後も増加を期待できる項目だが、所得の分配の細部までみれば、問題は多い。勤労者は、直接投資収益から完全といえるほど疎外されている。賃金、雇用は低迷し、配当を手にする個人株主は少ない。収益の多くは現地子会社と親会社に内部留保された。こうした状態はできるだけ早いうちに改善されなければならない。