

# 日本国は「投資ファンド」に転換可能か

みずほ総合研究所 チーフエコノミスト

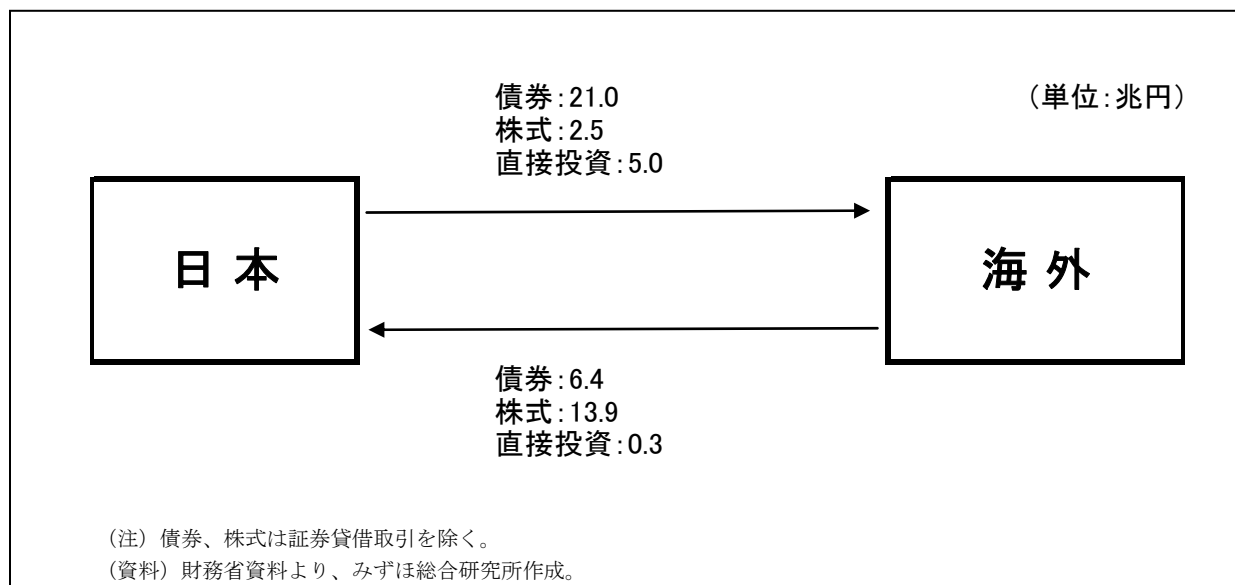
高田 創

日本の貿易収支が31年ぶりに赤字に転落した。その一方で、経常収支における配当金等の所得収支が改善するなど、直接投資の拡大潮流のプラス面も現れ始めた。アジア新興国など海外に打って出て成長を取り込み、所得収支の黒字増大を源泉に新たなビジネスや産業を創出——日本は「投資」の価値を高め続けることができるか、正念場を迎えた。

## 日本は世界一安価な資金の「<sup>みつ</sup>貢ぐくん」だった

図表 1 は、2005 年の日本と海外との間のマネーフローを単純化して示したものである。7 年前の特徴は「日本からの資金流出では“債券（主に米国債）”が、「日本への資金流入では“株式”」がそれぞれの最大項目になっていたことにあった。日本は世界一安価な資金を世界、なかでも米国に「貢ぐ」状態であり、日本の低利資金が世界で過大な信用拡大をもたらしたと批判を受けたこともあった。

■図表 1：2005 年の日本の資金フロー



日本は2000年代、長期間にわたって株式で資金を調達して米国債に投資し、投資上の利回りは逆ザヤ状況にあった。一方、米国からみればその逆であり、米国債で日本から資金を調達して日本も含めグローバルな株式等のリスクアセットを購入することで米国の価値を高めてきた。この構造が2000年代半ばまでの米国の「勝利の方程式」だった。

日本から米国への債券投資は、さながら米国へ日本株購入資金を供給するようなものだった。すなわち、日本の金融機関はせっせと預金で資金を集め、米国投資家に日本株を購入させて儲けさせる「下請け」のような状況にあった。企業に例えると、株式で資金を調達し、その資金で債券を購入すれば、企業価値は低下する。もし、企業のそうした財務行動が正当化されるとすれば、それは企業が深刻な資本不足に陥った場合に、あくまでも一時的に資本不足を補う緊急避難的状況に限られるはずである。

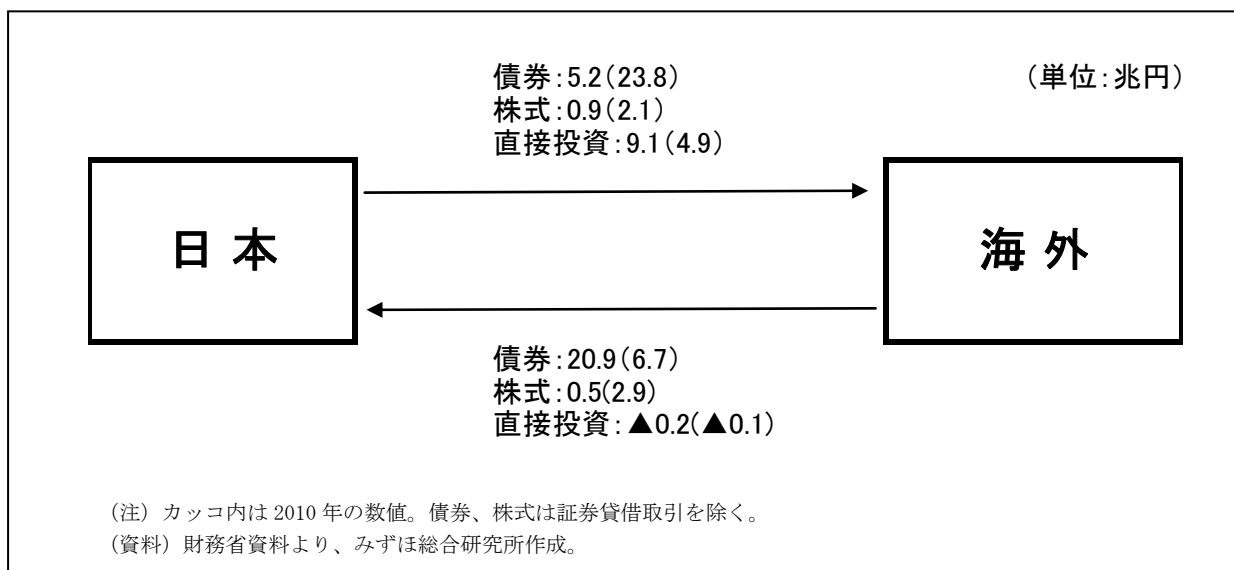
このような緊急避難的な日本への資金フローは日本の資本危機の後退と、一方で欧米のバランスシート調整によって変化した。それは一面で、ここ数年の海外からの日本株投資資金の減少として日本株市場低迷の主因になっていた。

## 2011年は日本のマネーフローの構造的な「大転換点」

図表2は2011年の日本と海外との間のマネーフローを単純化して示したものである。2011年の特徴は、「日本からの資金流出は“直接投資”」「日本への資金流入は“債券”」がそれぞれの最大項目となり、日本のマネー構造が大きく転換したことにある。

すなわち、日本をひとつの企業と考えれば、日本は債券で資金調達し、その資金で海外向けの直接投資を行う状況であったということだ。日本の債券での調達コストは概ね1%台であり、一方、直接投資による収益率は約6%台であるから、日本が自らの「投資」で価値を初めて高めたことになる。2011年は31年ぶりに貿易収支が赤字に転じたことが大きな話題となったが、日本のトータルとしての「投資行動」には大きな変化が生じていた。この転換は、図表2のカッコ内に示した2010年の数値と比べてもよくわかる。

■図表2：2011年の日本の資金フロー



## 「GDPからGNIへ」直接投資拡大のトレンドを映す発想転換

先に示したように、2011年の転換は日本からの直接投資増加による配当等に伴う収支改善をプラス面から評価したことになる。国際収支を見るうえで、財・サービスの流れを示す貿易収支から所得収支も含めた経常収支に注目が集まっているのは、日本が直接投資や海外への企業投資によって“投資ファンド的な変質”を遂げたこととも関連する。いまや、国家の経済力を示す指標としてGDP（国民総生産）が用いられるが、今日GDPに海外からの配当や利払いを加えたGNI（国民総所得）が注目されてきたのも同様の発想からである。

一方、直接投資増加は日本の産業の「空洞化」を示すものとしてマイナス面の評価もできる。特に、日本の製造業を中心とした海外進出に伴う国内の雇用縮小が強く懸念されている。ただし、日本からの直接投資の流れは大きなトレンドとして、“帰らざる流れ”となっている可能性がある。製造業については、一層の高度化と新興国等のニーズにそったマーケティングが課題になっている。また、サービス業に関しては、日本には特色のある優れた国際競争力を伴うものも多いだけに、サービス業の直接投資は空洞化を伴わず、新たな価値を創出するものとして期待される。

一方、直接投資拡大の潮流のなか、海外進出を行った果実としての収益で、国内における新たな雇用を生み出す産業を幅広く作り上げることも可能となる。そこでは、従来の規制の緩和を含め、産業の高度化、多様化も必要になる。同時に、日本国内での環境・医療・介護等の新たな産業発展等も考えられる。また、農業による6次産業化の議論等の広がりも生じうる。

## マネー停滞・期待切り下げの「日本化」脱却へ向けた正念場

日本の1990年台以降の20年余りは、バランスシート調整の結果として生じた期待と現実との乖離から、期待水準を切り下げて対応する“耐乏生活”の局面だった。耐乏生活では、先述のように、緊急避難的に株式で資金を確保し、債券で海外に資金を「貢ぐ」行動パターンだった。同時に、その耐乏生活の結果生じた財務行動がデレバレッジであり、デフレマインド、草食系対応だった。

ただし、欧米世界もバランスシート調整から耐乏生活になったなか、日本は20年余りにわたる苦しい適応で、強固な財務力と資金力を獲得する状況になっている。まさに、日本人が保有する忍耐力が2011年の東日本大震災という戦後最大の危機に対処したのだった。そして、その震災からの復興は日本に課された課題でもある。

2011年は新たな日本の姿を示した転換になった可能性がある。それは、危機の中から日本が示した適応力によるものだった。2012年の課題は、そうした兆しをいかに発展させることができるかであり、日本にとって正念場はむしろ2012年ともいえる。

成長期待は単に金融緩和のようなものだけで実現できるものではない。過去20年のマネーの停滞と期待の切り下げに伴う「日本化」を先進国として海外に先駆け対応した日本は、「日本化」の脱却でも先進国になることができるだろうか。日本は、日本が地政学的にも世界で最も成長の高い地域に位置するという立地上の特権を活かしつつ、日本を再認識することによって、新たな日本の成長モデルを30年ぶりに獲得することができるだろうか。（了）