

ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字， 「その他投資」の増大 — 2005年～07年の日本の国際収支構造 —

奥 田 宏 司

はじめに

I，2005年から07年までの日本の経常収支

- ①国際収支構造の変化
- ②ドル建貿易赤字の増大
- ③対外投資収益収支の黒字

II，2006年，07年の投資収支の諸特徴

- ①証券投資
- ②「その他投資」
- ③地域別国際収支

III，国際収支の各項目の通貨区分と為替需給

- ①貿易収支と投資収益収支の通貨区分
- ②投資収支の通貨区分
- ③06，07年における通貨別の日本・国際収支構造の意味

はじめに

2008年は前年夏以来のサブプライムローン問題がアメリカの諸金融機関の大破綻をもたらし、それが世界の金融危機に発展し、世界の大不況の出発となる歴史的な年となった。その分析の一部として、2007年から08年の米、日、西欧、中東、中国等の主要国、主要地域の国際収支構造を解明しなければならないのであるが、現時点ではその危機の時代における主要国・国際収支表の動向についての全体的な把握が難しい。それは大部分、公式統計の発表までに半年

近くかかることによる。

そこで、08年の動向については次稿に譲ることにして、小論では05年から07年、とりわけ06年、07年の日本の国際収支構造を分析することに課題を限定しよう。それによって、アメリカ発の金融危機が勃発する直前の日本を中心とするマネーフローの実態が把握できるとともに、この間、急激な円高が生じなかった事由も明らかになるであろう。

I, 2005年から07年までの日本の経常収支

①国際収支構造の変化

2003年以降の総括的な国際収支が第1表に示されている。04年の国際収支の特徴は、前年に引き続き資本収支が黒字となり、経常収支黒字とあいまって、巨額の外貨準備の増加が見られることである。この特徴は前年の2003年にも見られる。筆者は03年の国際収支構造についてすでに分析を加えており¹⁾、04年もこの分析が妥当するものと考えられる。

そこで、小論では05年からの07年までの国際収支構造を分析することを課題としよう。05年以降07年までの国際収支構造の特徴は以下の点である。第1に、所得収支黒字が05年にはじめて貿易収支黒字を上回り、それ以後も所得収支黒字の幅が大きくなっている。第2に、資本収支赤字が再び赤字になり、しかも、それが「その他投資」の赤字によるものになってきている²⁾。第3に、「その他の投資」の赤字に対して証券投資収支が06年、07年に黒字になっている。第4に、通貨当局は04年3月以来為替市場介入を行なっておらず、外貨準備の増大は利子等による増大にとどまって、増加幅が少額になっている。

以上の国際収支の「総括表」から把握できること以外に、重要な変化が貿易収支と対外証券投資において生じている。第1に重要なことは貿易収支の黒字がやや減少していること以外に、

第1表 日本の国際収支 (億円)

	2003	2004	2005	2006	2007
経常収支	157,668	186,184	182,591	198,488	247,938
貿易収支	119,768	139,022	103,348	94,643	123,223
所得収支	82,812	92,731	113,817	137,457	163,267
資本収支	77,341	17,370	-140,068	-124,665	-225,383
投資収支	82,014	22,504	-134,579	-119,132	-220,653
直接投資	-26,058	-25,032	-47,400	-66,025	-60,054
証券投資	-114,731	23,403	-10,700	147,961	82,515
その他	216,728	21,542	-68,456	-203,903	-246,362
その他資本収支	-4,672	-5,134	-5,490	-5,533	-4,731
外貨準備	-215,288	-172,675	-24,562	-37,196	-42,974
誤差脱漏	-19,722	-30,879	-17,960	-36,627	20,419

出所：日本銀行『国際収支統計季報』2007年10-12月、1~2ページ。

ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大（奥田）

ドル建貿易赤字が増大してきていることである。半期で見ると，04年の上期にはドル建赤字が1兆円強であったのが，06年上期には5兆円強となり，07年下期にも5兆2500億円強になっている（第2表）。この主要因は原油価格，その他の一次産品価格の上昇である。第2に，対外証券投資の地域が大きく変化してきていることである（第3表，証券貸借取引を除く）。05年から07年にかけて対米証券投資が減少し，対西欧投資が増大し，対西欧投資に続きケイマン諸島への投資が高い水準にのぼっている。また，オーストラリアなどへの投資が伸びてきている。第3に，それに対応して，ドル建証券投資が減少し，円建投資，ポンド建投資，オーストラリア・ドル建投資等のドル以外の通貨での投資が率において伸びてきている（後述，第6，7表）。

以上の6点に及ぶ05年から07年までの国際収支構造の変化をわれわれはどのようにとらえればよいのであろうか。まず，通貨別貿易収支を少し詳しく見ていこう。

第2表 日本の通貨別貿易収支 (億円)

	2004年上期	2005年上期	2006年上期	2007年下期
ドル	-10,208	-26,181	-50,610	-52,521
ユーロ	16,695	14,957	16,570	20,770
円	60,235	57,377	67,701	87,074
その他	6,258	6,585	7,138	9,301
貿易収支	72,980	52,738	40,799	64,624

出所：財務省「貿易取引通貨別比率」，日本銀行『国際収支統計季報』より算出。

第3表 地域別・対外証券投資¹⁾ (億円)

	2005	2006	2007
アジア	-3,180	-7,771	-10,639
香港	990	-1,332	-1,258
シンガポール	-915	-2,144	-2,716
韓国	-1,212	-640	-3,485
アメリカ	-69,277	-32,434	-8,423
カナダ	-5,190	-3,773	-822
大洋州	-7,511	-4,835	-12,040
オーストラリア	-5,766	-3,922	-11,734
ケイマン諸島	-40,955	-4,061	-34,326
西欧	-98,470	-40,909	-55,774
ドイツ	-16,472	-1,038	-80
イギリス	-20,273	-17,312	-23,316
フランス	-16,733	-3,639	-1,803
その他	-11,091	-3,107	-7,274
総計	-235,674	-96,890	-129,298

注1) 証券貸借取引を除く。ネット額。

出所：財務省「国際収支状況」(付表3 対外・対内証券投資)

VI 対外証券投資(地域別内訳) P-16 対外地域別(合計)より。

②ドル建貿易赤字の増大

04年上期（08年上期までの原油等の一次産品価格の上昇が始まる直前）と07年下期の通貨別貿易収支を地域別に見たのが第4表である。04年上期において全世界に対する貿易黒字（7兆3000億円）のうちほとんどは円建（6兆円強）で、ドル建は1兆円強の赤字、ユーロ建は1兆7000億円弱の黒字である。円建黒字の大部分はアジアに対するもので4兆6000億円弱、次に「その他地域」（ほとんどは中東、大洋州である）の1兆4000億円である。アメリカ、EUに対してはほとんど均衡している。ドル建貿易赤字は対アジアにおいてもわずかに見られるが、「その他地域」に対して4兆円の赤字が見られる。中東からの原油とオーストラリア、ブラジル等からの小麦、鉄鉱石等の一次産品の輸入がドル建で行われているからである。対アメリカ・ドル建貿易黒字（3兆2000億円強）を中東、大洋州、ラテン・アメリカへの支払いで無くしてしまい、さらに1兆円の赤字が出ているのである。ユーロ建黒字はすべてがEUからとなってい

第4表 2004年上期と2007年下期の通貨別貿易収支 (億円)

	輸 出		輸 入		収 支	
	04年上期	07年下期	04年上期	07下期	04年上期	07年下期
世界	282,236	413,301	209,256	348,677	72,980	64,624
ドル	132,086	203,757	142,294	256,278	-10,208	-52,521
ユーロ	26,530	34,717	9,835	13,947	16,695	20,770
円	113,177	159,947	52,942	72,873	60,235	87,074
その他	10,443	14,880	4,185	5,579	6,258	9,301
アメリカ	63,639	82,627	29,281	37,980	34,358	44,647
ドル	55,048	72,960	22,781	29,966	32,267	42,994
ユーロ	64	165	117	228	-53	-63
円	8,464	9,502	6,325	7,672	2,139	1,830
その他	63	0	58	114	5	-114
EU	46,476	60,313	28,468	37,316	18,008	22,997
ドル	5,112	7,479	3,359	4,926	1,753	2,553
ユーロ	25,469	32,871	9,224	13,098	16,245	19,773
円	12,781	16,526	14,604	17,800	-1,823	-1,274
その他 ¹⁾	3,114 (2,928)	3,437 (3,257)	1,281 (854)	1,492 (1,082)	1,833 (2,074)	1,945 (2,175)
アジア	134,340	196,415	91,151	142,707	43,189	53,708
ドル	59,916	97,422	63,988	103,034	-4,072	-5612
ユーロ	537	0	182	571	355	-571
円	71,738	95,458	25,887	37,389	45,851	58,069
その他	2,149	3,535	1,094	1,713	1,055	1,822
その他	37,781	73,946	60,356	130,674	-22,575	-56,728
ドル	12,010	25,896	52,166	118,352	-40,156	-92,456
ユーロ	460	1,681	312	50	148	1,631
円	20,194	38,461	6,126	10,012	14,068	28,449
その他	5,117	7,908	1,752	2,260	3,365	5,648

注1) () はポンド
出所：第2表と同じ。

ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大（奥田）

る。

以上の04年上期の通貨別貿易収支が07年下期には次のように変化した。全世界に対する貿易黒字（6兆5000億円弱）のうち，円建黒字は8兆7000億円にのぼり，04年上期よりも2兆7000億円ほど増大している。ドル建赤字は5兆2500億円にも増大している。04年上期の5倍以上である。ユーロ建黒字は2兆1000億円弱となっている。04年上期と同じように円建黒字のほとんどはアジアに対するもので，次に「その他地域」になっている。「その他地域」に対するドル建赤字は9兆2000億円をこえ（04年上期の2.3倍），アメリカに対するドル建貿易黒字4兆3000億円をこえて，全体としてドル建貿易赤字が5兆2500億円にもものぼるようになった。05年から原油価格が急上昇し，その他の一次産品価格も上昇したからである。04年上期と同様にユーロ建黒字のすべてはEUに対するものである。

このような日本のドル建貿易赤字の増大は，為替市場におけるドル需給に変化をもたらしたはずである。このことについては後に論じよう。

③ 対外投資収益収支の黒字

05年から所得収支の黒字が11兆円を超過し貿易黒字を上回るようになった（第1表）。所得収支の中には「雇用者報酬」が含まれるが，ほとんどすべてが「投資収益」である。07年の所得収支のうち，「雇用者報酬」は受取で145億円，支払は217億円に過ぎない。ほとんど所得収支＝投資収益と見て差し支えない。投資収益は，直接投資収益，証券投資収益，その他投資収

第5表 投資収益収支の地域別分類

(億円)

	投資収益（合計）			直接投資収益			証券投資収益			その他投資収益		
	受取	支払	収支	受取	支払	収支	受取	支払	収支	受取	支払	収支
アジア												
06	24,348	6,736	17,612	13,365	160	13,205	2,976	1,053	1,923	8,007	5,523	2,484
07	30,008	8,335	21,673	17,195	1,026	16,169	3,495	1,589	1,906	9,316	5,720	3,596
アメリカ												
06	73,239	19,302	53,937	13,154	5,008	8,146	56,789	8,172	48,617	3,296	6,122	-2,826
07	83,632	26,458	57,174	14,140	9,118	5,022	65,252	10,427	54,825	4,240	6,913	-2,673
西欧												
06	58,644	23,498	35,146	6,473	4,524	1,949	45,218	13,173	32,045	6,953	5,801	1,152
07	75,187	28,900	46,287	10,542	5,775	4,767	53,439	16,675	36,764	11,206	6,540	4,666
イギリス												
06	10,670	11,150	-480	1,848	560	1,288	6,023	7,338	-1,315	2,799	3,252	-453
07	15,538	13,563	1,975	3,551	494	3,057	7,288	9,389	-2,101	4,699	3,680	1,019
ケイマン												
06	13,314	2,516	10,798	945	388	557	12,053	796	11,257	616	1,332	-716
07	16,236	3,638	12,598	880	498	382	14,730	877	13,853	626	2,263	-1,637
総計												
06	192,655	55,164	137,491	40,826	10,489	30,337	129,439	24,534	104,905	22,390	20,141	2,249
07	234,724	71,385	163,339	53,093	17,437	35,656	152,209	31,096	121,113	29,422	22,852	6,570

出所：第1表と同じ。85～90ページより。

益に区分されている。06年、07年の投資収益を見たのが第5表である。投資収益収支のうち最大の項目は証券投資収益で、受取で06年は67%、07年に65%、支払で06、07年とも44%となっている。次は直接投資収益であり、受取で06年は21%、07年に23%、支払で06年は19%、07年に24%である。その他投資収益では受取で06年は11%、07年に13%、支払で06年は37%、07年に32%である。

地域別では、投資収益収支が最大になっているのはアメリカであるが、西欧がアメリカに迫っている。アジアは収支全体の黒字のうち07年に13%であるが、アジアの黒字のうち直接投資が75%を占めている。アメリカは証券投資が96%、直接投資が9%にとどまり、「その他投資」では赤字になっている。西欧は証券投資が80%、直接投資が10%、「その他投資」が10%である（07年）。

直接投資収益の「受取」では、アジア、アメリカ、西欧の順であり、これら3地域で全体の79%を占めている（07年、以下も同様）。「支払」ではアメリカがトップで52%になっている。また、アジアは所得収支全体のうち直接投資収益収支が1兆7000億円にも達し、アメリカ、西欧を越えている。直接投資収益の受取においてアジアでは第5表には示していないが、中国、タイ、シンガポール、インド、香港、韓国の順となっており、西欧ではイギリス、オランダ、ベルギーの順である、支払において西欧ではオランダ、フランスの順、アジアでは83%がシンガポールとなっている。

前述のように証券投資収益の「受取」ではアメリカがトップであるが、西欧が迫ってきている。また、ケイマン諸島も多額にのぼっている。「支払」では西欧がトップでアメリカを上回っている（イギリスがアメリカに迫っている）。それ故、収支ではアメリカが全体の45%、西欧が30%、ケイマン諸島が11%で、アジアは1.5%にとどまっている。

「その他投資」収益は受取で西欧、アジア、アメリカの順になっており、アメリカはアジアの半分以下となっている。支払ではアメリカと西欧、それに迫るのがアジアである。収支では西欧とアジアが大きく、アメリカは赤字となっている。

これらの投資収益の実態は投資収支の実態の反映であることはいうまでもない。したがって、投資収支の実態を詳しく論じてのちに再度振り返り、通貨別・投資収益の区分の概略を推定しよう。

II, 2006年、07年の投資収支の諸特徴

①証券投資

05年から直接投資赤字が増大している（第1表）が、それ以上に大きな変化が現れているのは証券投資と「その他投資」である。第3表で日本の対外証券投資の地域区分が示されていた。

ドル建貿易赤字，投資収益取支黒字，「その他投資」の増大（奥田）

05年以降07年までアメリカへの投資が減少し，西欧への投資が伸びてきている。05年に対米証券投資が6兆9300億円，対西欧投資が9兆8500億円，07年には前者が8400億円，後者が5兆5800億円となっている。地域別で見た場合，05-07年において対西欧証券投資が対米証券投資を大きく上回るようになった。その中でもイギリス向け投資が2兆円前後と西欧の中では最大となっている。また，オーストラリア向け投資が07年には1兆2000億円近くにのぼり，対米投資を上回っている。日本の「分散投資」が進んでいる。

また，通貨別対外証券投資においても変化がでてきている。財務省は05年より建値通貨別対外証券投資についての統計（フロー）の公表を始め（月ごと），日本銀行も05年より「証券投資（資産）残高通貨別・証券種類別統計」の公表を始めた（年末）。前者の財務省のフロー統計が第6表に示されている。05年から07年にかけて，ユーロ建も減少しているが，ドル建投資が05年から07年にかけて大幅に減少している。それに反して，円建投資が大きく増大し，ポンド建も増加している。オーストラリア・ドル建は06年，07年に投資額が減少しているが，05年に1兆円を超え，07年にも5000億円近くになっている。

後者の残高で見ると（第7表），05年末にドル建証券残高は116兆円近くにのぼり，ユーロ建証券残高は46兆5000億円近くになっている。また，円建での対外証券投資残高も56兆円近くに達している。それが，07年末にはドル建残高が119兆4000億円，ユーロ建残高が56兆3000億円，円建残高が65兆8000億円，ポンド建残高が12兆3000億円，オーストラリア・ドル建が10兆9000億円などとなっている。

05年末から07年末の残高の変化では，ドル建が3兆4200億円の増加なのに対して，ユーロ建

第6表 通貨別対外証券投資¹⁾ (億円)

	2005	2006	2007
ドル	-109,402	-29,421	-14,474
ユーロ	-41,826	-15,743	-8,452
円	-29,643	-15,141	-64,182
ポンド	-11,087	-7,964	-13,548
オーストラリア・ドル	-10,693	-5,688	-4,633
その他	-33,023	-22,933	-24,009
合計	-235,674	-96,890	-129,298

注1) 証券貸借取引を除く。フロー。

出所：第3表と同じ。Ⅲ 建値通貨別対外証券投資 P-6より。

第7表 通貨別証券投資残高 (億円)

	ドル	ユーロ	円	ポンド	オーストラリア・ドル	その他	合計
2005	1,159,702	464,500	559,695	87,566	84,041	139,431	2,494,935
2006	1,230,225	547,049	607,193	116,078	103,084	183,944	2,787,573
2007	1,193,914	563,014	657,752	123,052	108,696	230,438	2,876,866

出所：日本銀行「証券投資（資産）残高通貨別・証券種類別統計」より。

が9兆8500億円，円建が9兆8000億円，ポンド建が3兆5500億円，オーストラリア・ドル建が2兆4700億円の増加などとなり，ドル建残高の伸び率が低下してきている。これらの残高の変化は，為替相場の変動によって生じていることにも注意が必要である。

「分散投資」が進行していった要因として以下のことが考えられる。その第1は，円相場が低下していったことである。実行為替相場が第8表に示されている。05年から07年夏まで円の実行為替相場が名目でも実質でも低下していつている。円を諸通貨に転換して海外へ投資（円投入・外貨建対外投資＝「円投」）することが有利になっているのである。第2に，しかし，円はドルに対してはそれほど下落していない。より大きく下落しているのはユーロやポンド，オーストラリア・ドルなどに対してであり，ドル以外のそれらの通貨での投資が有利な状況になっていた。第2に，日本と海外の金利差も大きい（第1図）。したがって，為替差益が得られるだけでなく，金利差益も得られるのである。

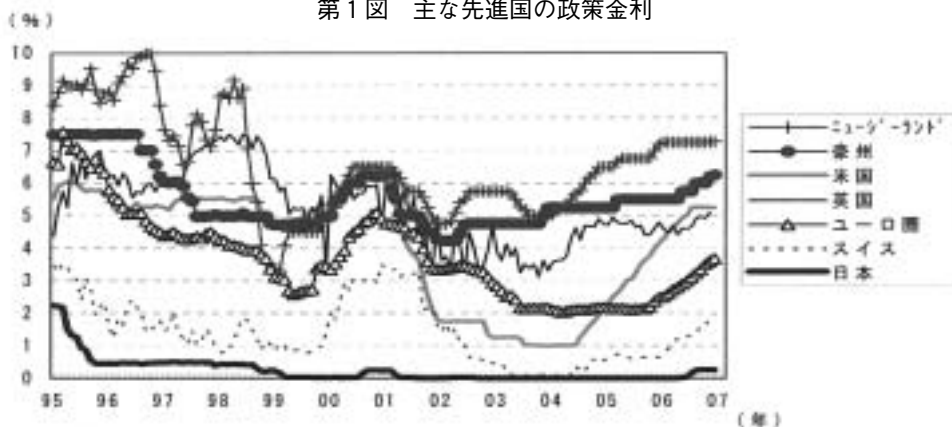
それ故，円をそれらの通貨に換えて行なう対外投資が「円キャリートレード」の一種として増大していった。第2図に対外中長期債投資の主体別区分が示されているが，個人投資家による投資信託が03年以来増加してきていたが，05年から急速に増加していることが知れる。それは，円金利の低い状況が持続している中で，円相場の弱含みとあいまって，ヘッジなしで円を外貨に換えて投資されているのである。通貨別に見ても，オーストラリア・ドル，ニュージー

第8表 円の実効為替レート（1973年3月＝100）

	2003	2004	2005	2006	2007
名目	318.8	332.6	321.5	298.1	283.6
実質	118.8	119.5	111.9	101.5	94.8

出所：『日本銀行統計』より。

第1図 主な先進国の政策金利



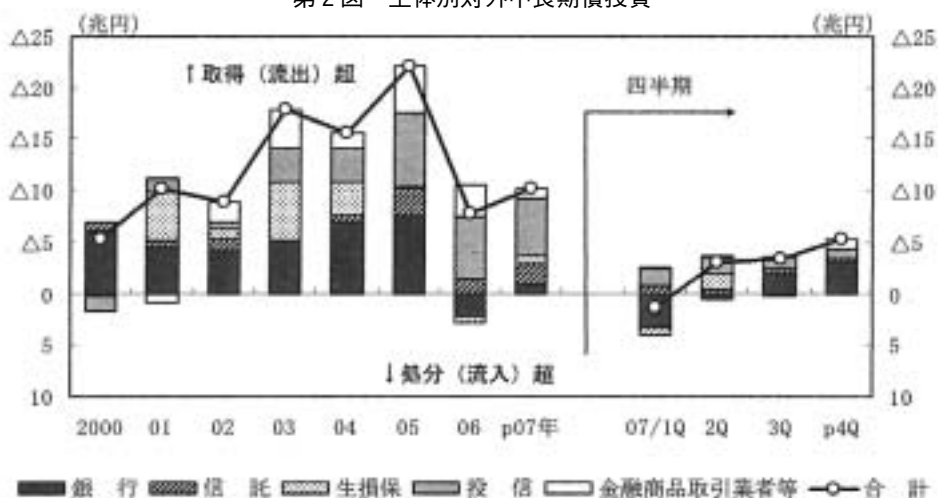
（出所）三菱UFJリサーチ&コンサルティング，『調査レポート』06/83 3ページより。原資料はIMF

ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大（奥田）

ーランド・ドルなどの高金利通貨での運用が比率において過半を超え，ドル建の運用は12%にとどまっている（第3図）。

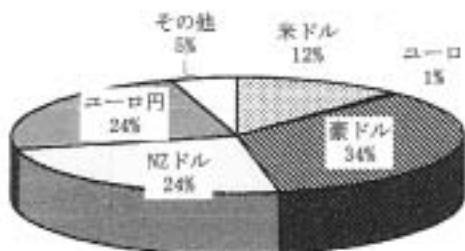
さらに，「分散投資」には機関投資家による「リバランス」が影響している。「リバランスとは，年金基金等が，外国株・債券，国内株・債券等の保有資産の構成割合が市況変動に伴い変化した場合，値上がりした資産を売却し，値下がりした資産を購入することにより，予め定めた構成割合を維持しようとする取引」³⁾であり，機関投資家はこの間，「リバランス」を導入することにより，多様な資産への運用を行っている。円建対外証券投資が伸びたのは為替リス

第2図 主体別対外中長期債投資



注1) 2004年までは「対内及び対外証券投資等の状況」，2006年以降は「国際収支統計」。「銀行」は銀行および信託銀行の銀行勘定，「信託」は銀行および信託銀行の信託勘定の合計。
出所：日本銀行『2007年の国際収支（速報）動向』26ページ。

第3図 証券会社が取得したりテール販売向け証券の通貨別ウエイト¹⁾（2006年中）



（参考）主要国の5年物国債

	06年中平均
ニュージーランド	6.0%
オーストラリア	5.7%
米国	4.7%
ドイツ	3.6%

注1) 取得額のみを集計したグロスベース。日本銀行による集計値。
出所：日本銀行『2006年の国際収支（速報）動向』36ページ。

クがなく安全だからであるが、円建証券の発行の大部分は内外の日系企業によるものであり、その点でも「安全」が確保されている。

一方、日本への対内証券投資は05年から07年に対外証券投資を上回る規模で進んできている（第9表、証券貸借取引を除く）。05年に20兆3500億円弱、06年に22兆2000億円、07年には24兆9000億円強である。これは、第3表で示されていた日本の対外証券投資を大きく上回る（06、07年）。07年には対外証券投資の約2倍である。05年には対日株式投資が14兆円近くにのぼり、06年には国債と株式がほぼ同額の9兆9500億円、9兆8500億円、07年には株式投資がやや減少し、替わって国債が19兆5000億円にのぼっている（第10表）。国債の中長期と短期の区分については、05年には短期はネットでマイナスであったのが、06年には3兆9000億円近くになり、07年には短期国債投資が中長期国債投資の84%にも達するようになった。株式投資の減少は短期国債へ入れ替わっていたのである。05年には本邦企業の良い決算、景気指標の改善等を受けて海外からの株式投資が増加した⁴⁾。06年には第2四半期に世界的に株価が下落する中、海外からの投資が減少したが、第3四半期以降は回復した⁵⁾。しかし、07年夏以降のサブプライムローン問題によって株式投資が減少し、それが短期国債へ転化したのである。

しかも、対日投資の地域分類には極端なほどの偏りが見られる。対日投資の大半がイギリス

第9表 対内証券投資¹⁾ (億円)

	アジア			アメリカ	ケイマン諸島	西 欧		総 計
	香 港	シンガポール	イギリス					
2005	27,705	15,854	10,045	51,014	-3,402	111,800	130,984	203,461
2006	46,197	41,752	4,509	14,147	1,831	152,093	187,815	221,985
2007	1,174	-4,290	12,752	31,259	3,692	203,543	209,338	249,226

注1) 証券貸借取引を除く

出所：第3表と同じ。Ⅶ 対内証券投資（地域別内訳）P-20より。

第10表 対日証券投資の内訳（ネット）¹⁾

	2005	2006	2007
国債	53,392	99,497	195,092
中長期	62,156	60,882	105,874
短期	-8,763	38,616	89,218
政府機関債	7,184	3,747	6,144
地方債	1,257	2,932	-1,132
その他債券	-1,450	17,982	-4,790
その他証券	3,286	-726	-530
株式	139,786	98,554	54,442
合 計	203,461	221,986	249,226

注1) 証券貸借取引を除く。

出所：第3表と同じ。Ⅴ 本邦債券に対する対内証券投資 P-13、本邦債券（居住者発行）に対する対内証券投資、ⅦP-21 株式より。

ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大（奥田）

第11表 イギリスの対日証券投資の内訳（ネット）¹⁾

	株式	中長期債	短期債	合計
2005	62,186	46,361	22,436	130,983
2006	40,828	67,122	79,865	187,815
2007	16,588	86,112	106,638	209,338

注1) 証券貸借取引を除く。

出所：第3表と同じ。P-21（株式），P-22（中長期債），P-23（短期債）より。

からとなっているのである（第9表）。06年に総計22兆2000億円のうちイギリスからの投資が18兆8000億円（85%），07年には24兆9000億円のうち20兆9000億円（84%）にのぼっている。アメリカからの対日証券投資は06年に1兆4000億円，07年に3兆1000億円強にとどまっている。イギリスからの多額の対日証券投資が証券投資収支の黒字を発生させていると考えてよい。イギリスの対日証券投資の内訳を見たのが第11表である。05年には約半分が株式投資であったのが，07年には短期債への投資に替わっている。

対日証券投資の概要は以上のようなものであるが，検討しなければならない課題として，大規模なイギリス等の対日証券投資の原資がどのようにして調達されたかという問題がある。ドル，ユーロ等の外貨が円に換えられて対日投資が行なわれているのであれば急激な円高が生じるはずである。しかし，この間，07年夏以降のサブプライムローン問題が発生するまで円高は生じていない。海外投資家は円資金をどのように調達したのであろうか。これへの回答の一部は次の項において日本の「その他投資」収支赤字を検討する中で明らかになろう。

②「その他投資」

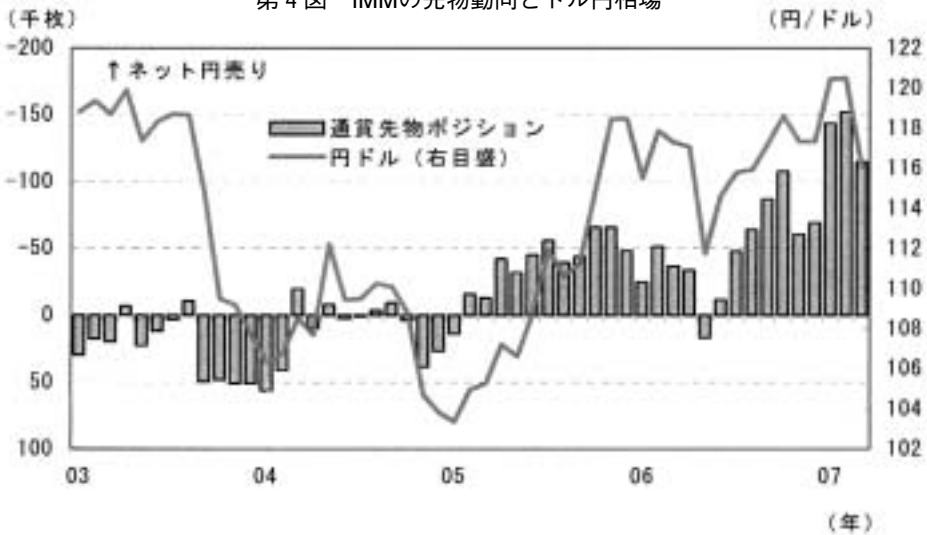
次に見なければならないのは「その他投資」である。「その他投資」収支は05年から赤字であるが，06年から赤字額が20兆円を超え，07年には24兆6000億円に達している（第1表）。そして，投資収支赤字は「その他投資」によるものとなっている。日本銀行は07年の「その他投資」について次のように述べている。「海外投資家の円資金需要に応じて，現預金や本支店勘定を通じた資金放出が拡大した。また，夏場にはサブプライム問題の影響で海外金融市場が不安定な動きとなる中，邦銀海外支店の外貨資金需要に応じて，本支店勘定を通じた貸付を拡大する動きが見られた」⁶⁾。

ここで述べられている「海外投資家の円資金需要」とはどのようなものであろうか。海外投資家が円資金を調達して，それを金利の高い外貨に換えて投資する「円キャリートレード」のことであろうか。日銀のこの文章はそれを明確にしていらないが，そうではなさそうである。海外投資家が行なう「円キャリートレード」はオフバランス取引であることが多く，円資金を借り入れる必要があまりないからである。日本と海外の間で金利差があり，為替相場が安定しているとすれば，海外の投資家は円の先物為替の「売り」を行なえば，金利差益を得ることが出

来る。先物相場は「金利平価」が基本的に成立しており⁷⁾、円金利が低ければ先物為替相場は直物相場よりも円高になっている。先物期間が到来すれば、海外の投資家は手持ちのドルをいったん直物で円に換え、その円でもって先物取引を実行してドルを獲得すれば金利差に相当する利益を得られる。そのとき、直物で円安が生じておれば、金利差だけでなく、為替利益も得られる。

例えば、円金利が0.5%、ドル金利が4.5%とする。ある日、直物相場が110円だとすると、3ヶ月の先物相場は金利裁定取引が十分に働いていると、108.9円になっているはずである⁸⁾。その日に円売りの先物契約を行ない、3ヶ月後に手持ちのドル資金を直物で円に替え、ただちにその円で円を売ってドルを買う先物取引を実行すれば、直物為替相場が変動していなければ、1ドルにつき1.1円の金利差益が得られる。直物の円相場が円安になっていれば、1.1円の金利差益だけでなく、為替差益も得られる。直物相場が円高に振れてもそれが金利差（1.1円）に達していなければ、利益を得ることが出来る⁹⁾。先物為替取引と同じような取引がオプション、通貨先物を使っても行うことが出来る¹⁰⁾。「円キャリートレード」の実態を示す正確な統計はないが、通貨先物における「円売り」を示す図が見られる。第4図である。これはシカゴ商業取引所（CME）の通貨先物（IMM, 非商業部門）のポジションを示している。これを見ると、金利差に加えて、円相場が低下している05年の初めから秋にかけてと06年の春以降に、通貨先物のネットの円売りが伸び、オフバランスで「円キャリートレード」が盛んに行なわれていることがわかる。

第4図 IMMの先物動向とドル円相場



(注) 先物ポジションは07年3月（3月2日まで）
 (出所) 第1図と同じ。6ページ。原資料はブルームバーグ。

ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大（奥田）

以上のように，ヘッジファンド等の海外投資家は「円キャリートレード」を盛んに行なうにしても，円資金の借り入れを行なうことは稀である。そうだとすると，「その他投資」に関して，日銀の「2007年の国際収支（速報）動向」が述べる「海外投資家の円資金需要」は「円キャリートレード」とは別の要因によって生じていると見なければならぬ。それは一部には前項で見た海外投資家による対日証券投資のための円資金需要と考えられる。短期で円資金を調達し，それを株式，国債等で運用すれば，株式上昇によるキャピタルゲインあるいは長短の金利差益が得られるのである。

前にも述べたように，ドル，ユーロ等の外貨が円に換えられて対日投資が行なわれておれば急激な円高が生じたはずである。しかし，この間，07年夏以降のサブプライムローン問題が発生するまで円高は生じていない。したがって，日本から海外投資家への円資金の供与（「その他投資」の一部分）が原資の一部となって，大規模なイギリス等の対日証券投資がなされたと考えざるを得ない。しかし，「その他投資」の通貨区分は限定的にしか把握できない。1つは，「銀行等対外資産負債残高」における外貨建と邦貨建の区分，もう1つは，JOM勘定における外貨建と邦貨建の区分である。銀行以外の「その他部門」における通貨区分に関する統計はない。

ここでは「銀行等対外資産負債残高」（短期）を見よう（第12表）。これによると，銀行等の短期・邦貨建純資産の変化は05年に6兆2400億円，06年5200億円，07年には15兆8000億円の増加となっている。これらの額は海外からの対日証券投資の額に及ばない。対日証券投資は05年に20兆3000億円，06年に22兆2000億円，07年には24兆9000億円にも達していた。したがって，銀行部門の円建「その他投資」が対日証券投資の原資になっていたことは事実であるにしても，それでは足りず，銀行以外の「その他部門」の円建「その他投資」も一部原資となつていよう。また，円を外貨に換えての対外投資のために日本の居住者が円を売っているが，その円が対日証券投資の原資の一部になっていることが考えられる。それらについては次節で検討しよう。

さて，日本銀行は先に見たように「その他投資」について，「（07年の）夏場にはサブプライム問題の影響で海外金融市場が不安定な動きとなる中，邦銀海外支店の外貨資金需要に応じて，本支店勘定を通じた貸付を拡大する動きが見られた」と述べていた。「その他投資」に含まれ

第12表 銀行等対外資産負債残高（短期）¹⁾ (億円)

	資 産			負 債			純 資 産		
		外貨建	邦貨建		外貨建	邦貨建		外貨建	邦貨建
2004	261,005	79,634	181,371	524,890	320,610	204,280	-263,885	-240,976	-22,909
2005	289,134	62,195	226,939	549,509	362,100	187,409	-260,375	-299,905	39,530
2006	260,325	71,546	188,779	492,862	348,852	144,010	-232,537	-277,306	44,769
2007	463,500	106,645	356,855	433,078	278,846	154,232	30,421	-172,202	202,623

注1) 在日外銀を含む。

出所：日本銀行『国際収支統計季報』2007年10-12月，41-42ページより。

る日本からの資金供給は、短期貸付、現預金が大半であり、短期貸付では銀行部門は本支店勘定を通じるものが圧倒的である。銀行部門の「短期貸付・借入」の収支は07年には13兆3000億円強の赤字にのぼっているが、本支店勘定では14兆7000億円の赤字にも達している（第13表）。本支店勘定のうち、JOMを通じるものが資産で7兆3000億円の増（外貨で691億円の減少、円で7兆3380億円の増）、負債で2兆2000億円の減（外貨で2兆492億円の負債減、円で1832億円の負債減、いずれも残高の変化）、合計で9兆5000億円の流出となっている（第14表）。しかも、JOMの本支店勘定・外貨建資産が07年7月から同年12月にかけて一挙に4兆8000億円も増大し、円建資産も3兆7500億円の増加となっている。サブプライムローン問題の顕在化によってドル短期市場が不安定化した状況の中で、邦銀海外支店および在日外銀が海外支店、外銀本店等へ外貨資金のみならず円資金をドルに転換するために回金しているのである。銀行部門の「現預金」も07年には資産で11兆3000億円、負債で7600億円、収支で10兆6000億円にのぼっている¹⁾。JOM残高で見ると、07年7月から同年の12月にかけて「預け金・コール」（資産）の外貨建では少し減少しているが、同項目の円建では2兆7000億円の増加で、すべて非居住者向けとなっている。

邦銀海外支店、在日外国銀行の本店等はサブプライムローン問題以後のドル・短資市場の不安定化（第5図）のために、在日銀行からドル等の資金供給を受けるだけでなく、円資金の供給も受けて、その円をドルに替えて対応しているのである（この期にサブプライム問題にもかかわらず、急激な円高が生じなかった1つの理由）。

銀行以外の「その他部門」による「その他投資」（短期）は現先取引、証券貸借取引、現預

第13表 銀行部門の短期貸付・借入 (億円)

	貸付		借入		収支	
		本支店勘定		本支店勘定		本支店勘定
2005	-46,076	-32,890	7,586	-5,946	-38,490	-38,836
2006	15,718	33,408	-66,646	-51,881	-50,928	-18,473
2007	-112,252	-96,870	-20,997	-50,425	-133,249	-147,295

出所：同上，21，29ページ。

第14表 JOM残高の推移 (億円)

	資 産					負 債				
	合計 ¹⁾	預け金・コール		本支店勘定		合計 ¹⁾	預り金・コール		本支店勘定	
		外貨	円	外貨	円		外貨	円	外貨	円
2005.12	473,871	36,217	30,712	118,601	177,276	259,741	41,079	28,756	123,757	8,472
2006.12	492,721	47,548	38,270	127,328	134,061	258,544	51,909	25,354	101,245	8,301
2007.7	549,080	75,228	94,394	78,658	169,936	244,161	44,596	26,411	89,686	7,231
2007.12	646,170	61,787	121,686	126,637	207,441	235,924	40,663	27,076	80,753	6,469

注1) 「預け金・コール」「本支店勘定」以外のものを含む。

出所：財務省「オフショア勘定残高」の各月より。

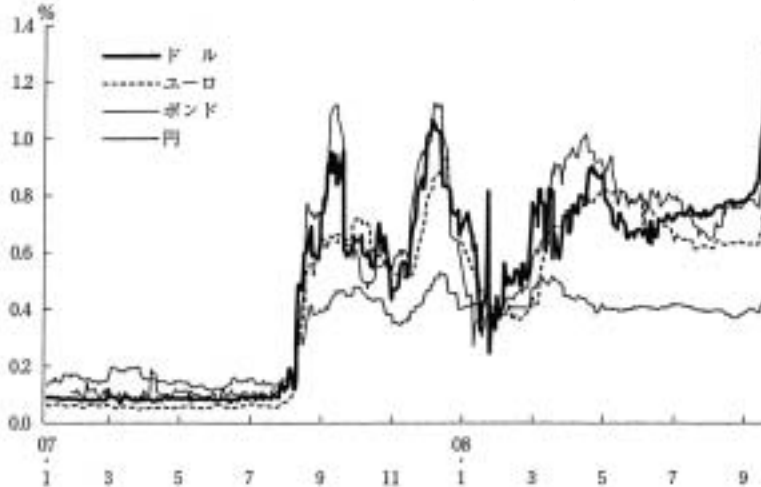
ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大（奥田）

金によるものが圧倒的である（第15表）。「短期貸付・借入」収支は05年に3兆6600億円の赤字，それに現預金を合わせると5兆2000億円の赤字，06年は「短期貸付・借入」収支で9兆6000億円の赤字，それに現預金を合わせると11兆1000億円弱の赤字，07年には「短期貸付・借入」収支は1兆7600億円の黒字，現預金の赤字が2兆5000億円で7000億円ほどの赤字となっている。「その他部門」の05年，06年における赤字が大きいことが改めて確認できた。しかし，「その他部門」の「その他投資」については通貨区分が公表統計ではまったくわからない。

金利差と円相場の推移により「その他部門」の外貨での貸付，外貨預金（これらも1種の円キャリートレードであり，円を外貨に換えての投資）がかなり進行していったことは十分考えられる。また，日銀『動向』が言うように海外投資家の円資金需要が高い中で，「その他部門」も一部，円建・貸付を伸ばしたことが考えられる。この部分は海外からの対日証券投資の原資に用いられたであろう。

最後に，「その他投資」の地域分類を見よう（第16表——証券貸借取引を含む）。資産，負債

第5図 LIBOR-OISスプレッド（3ヵ月物）の推移



出所：『金融財政事情』2008年9月29日，8ページより。

第15表 「その他部門」の「その他投資」（短期）（億円）

	資 産				負 債		
	貸 付	現 先	証券貸借取引	現預金	借 入	現 先	証券貸借取引
2005	-46,046	-11,136	-29,884	-15,272	9,434	-21,487	21,383
2006	-81,720	-47,957	-24,046	-14,788	-14,250	-38,859	17,234
2007	-42,806	-21,457	-11,885	-24,637	60,407	17,394	37,013

出所：『国際収支統計季報』2007年10～12月，21～23ページ，29～30ページより。

第16表 「その他投資」の地域分類¹⁾

(億円)

	資 産		負 債		収 支	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
アジア	26,395	-30,421	-27,305	-4,770	-910	-35,191
アメリカ	-23,560	-1,738	10,956	-37,315	-12,604	-39,053
ケイマン諸島	305	-2,983	8,361	-344	8,666	-3,327
西欧	-78,625	-121,340	-87,236	96,286	-165,861	-25,054
イギリス	-66,070	-83,393	-56,094	92,261	-122,164	8,868
その他	-236	-11,119	-2,259	-1,224	-2,495	-12,343
非分類	-24,768	-138,832	-5,930	7,438	-30,698	-131,394
合 計	-100,489	-306,432	-103,413	60,071	-203,902	-246,362

注1) 証券貸借取引を含む。

出所：『国際収支統計季報』2007年10～12月，107～108ページより。

ともイギリスが大きな比重を占めている。アメリカは資産、負債ともそれほど大きな額が出ていない。06年には対英収支で12兆2000億円の赤字となっている。国際収支表の「その他投資」の通貨区分を示す統計は公表されていないので明らかにならないが、この資金の一部が円であり、それがイギリスの対日証券投資（06年には約18兆8000億円）の原資となっているはずである。不足分はイギリス以外の地域への「その他投資」の円建の部分が最終的にイギリスへ回っていったことなどが考えられる（次項で再度言及したい）。しかし、07年には対英収支は9000億円近い黒字になって、「非分類」が13兆円以上の赤字になっている。この「非分類」の円建の資金とイギリス以外の地域への円建資金が、同じように最終的にイギリスへ回っていったことが考えられる（次項で再度言及）。07年に多額にのぼった銀行部門の「現預金」が「非分類」（「その他投資」の「現預金」は地域的には「非分類」とされる¹²⁾）に含まれている。それはJOMにおける円建の「預け金・コール」が07年に大きく伸びていたことから推測できる。

③地域別国際収支

本節の最後に地域別国際収支を見ておこう。07年が第17表に示されている。24兆8000億円の経常収支黒字のうち、対米が13兆円、対アジアが11兆7000億円、対西欧が8兆3500億円のそれぞれ黒字となっている。他方、原油、一次産品価格の上昇によって、中東に対しては10兆円を超える赤字、大洋州（オーストラリア、ニュージーランド）に対しても1兆5000億円を超える赤字になっている。04年には中東に対する経常赤字は4兆8000億円、大洋州に対する経常赤字は8700億円であった¹³⁾。07年には04年の約2倍の赤字増大である。

投資収支の方は、アジア向けが6兆6000億円、ケイマン諸島向け赤字が4兆円、アメリカ向けが3兆5000億円、大洋州向けが3兆3000億円のそれぞれ赤字になっているが、西欧に対しては8兆7000億円の黒字になっている。アジア向けの赤字では「その他投資」が3兆5000億円に

ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大（奥田）

第17表 地域別国際収支（2007年）

（億円）

	経常収支				投資収支			
		貿易収支	所得収支	その他	直接投資	証券投資	その他	
アジア	117,180	96,447	21,621	-888	-65,697	-20,784	-9,561	-35,191
アメリカ ¹⁾	130,730	85,706	57,184	-12,160	-35,029 ²⁾	2,647	7,148	-39,053
ケイマン諸島	13,111	165	12,597	349	-39,567	-5,116	-31,230	-3,327
大洋州	-15,464	-18,741	8,440	-5,163	-32,719	-4,607	-24,157	-3,852
西欧	83,456	40,326	46,309	-3,179	87,030	-18,599	126,838	-25,054
イギリス	12,324	9,309	1,983	1,032	177,045	-3,112	167,284	8,868 ³⁾
東欧・ロシア等	8,410	8,292	806	-688	-2,819	-593	-2,454	274
中東	-102,376	-97,869	1,246	-5,737	-6,656	-1,133	-1,761	-3,783
アフリカ	-3,493	-4,166	864	-191	-551	-1,247	-177	848
国際機関	1,940	—	6,350	-4,410	24,479	—	26,211	-1,732
非分類	—	—	—	—	-131,394	—	—	-131,394 ³⁾
合計	247,938	123,223	163,267	-38,552	-220,652	-60,055	82,515	-246,362

注1) 参考，外貨準備は-42,974。

注2) 対アメリカ投資収支は，資産で+55,193，負債で-90,222である。

注3) 「現預金」が「非分類」となり，対イギリス収支が小さく見えている。06年の対イギリス「その他」収支は-122,164である。

出所：前表と同じ，46，48，81～82，97～100，107～108ページより。

のほっているほか，直接投資が2兆1000億円になっている。第17表には国ごとは示していないが，「その他投資」のうちシンガポール向けが2兆2000億円，香港向けが6500億円に達しており，邦銀本店からシンガポール，香港の支店へ本店勘定で資金が回されていることが窺われる。アジア向けの直接投資のうち，中国向けが7300億円，タイ向けが3000億円と2国で約半分になっている。

対アメリカ・投資収支について，第17表には示していないが，資産ではプラスの5兆5000億円で，負債ではマイナスの9兆円にのほっている。つまり，日本，アメリカ双方で投資が引揚げられているのである。しかも，アメリカからの資金の引揚げの方がより多額で，収支で赤字になっているのである。しかも，それは全額，「その他投資」で発生している。07年の夏にサブプライムローン問題が顕在化して，07年の第4四半期に「その他投資」の負債側で3兆7000億円の赤字が生まれているのである。米銀などアメリカに所在している銀行，金融機関等がサブプライムローン問題によって資金繰りの悪化が生じ，日本から資金を引揚げている。07年の対米・資本収支赤字は日本からの積極的な投資ではないのである。

ケイマン諸島と大洋州に対する資本収支赤字の大部分はこれらの地域に対する証券投資によって生じている。オーストラリア，ニュージーランド向けの投資が直接，あるいはケイマン諸島を経由して行われているものと考えられる。これは，金利差と為替相場の両方を利用した「円キャリートレード」である。

西欧に対する投資収支黒字（8兆7000億円，06年は6兆1500億円）はほとんどが証券投資（12兆7000億円，06年は12兆4000億円）によるものであり，しかも，イギリスからの投資（16兆7000億円，06年は18兆8000億円）になっている。イギリスは対日証券投資の円資金をどのように調達しているのだろうか。イギリスに所在する銀行，金融機関等が世界各地から集めた資金を対日証券投資に当てていると考えられるが，日本からもイギリスへ多額の資金を「その他投資」によって回している。第17表は07年についてであるが，06年に対英「その他投資」は資産側で6兆6000億円，負債側で5兆6000億円のマイナスになっている。合計で12兆2000億円である。しかし，07年には資産側では8兆3000億円のマイナスであるが，負債側では9兆2000億円の黒字になり，収支で8900億円近くの黒字になっている。日本からイギリスへの円資金の供給が07年になくなったのであろうか。統計的に確認できないが，そうではないようである。07年に「非分類」が13兆1000億円の赤字になっている（日銀の担当部局に照会したところ，「現預金」は地域分類がなされず「非分類」になっているとのことであった）。07年に銀行部門の「現預金」は11兆3000億円，非銀行部門の「現預金」は2兆5000億円（いずれも資産側），合計13兆8000億円にものぼっている。これらが実際はイギリス向けであることが予想できる。そうでなかったら，イギリスの対日証券投資のために円高が生じていたはずである。しかし，07年夏のサブプライムローン問題が顕在化するまでは急激な円高は発生していない。「非分類」の「現預金」のかなりの部分がイギリス向けである可能性が強いであろう。

Ⅲ，国際収支の各項目の通貨区分と為替需給

それでは，国際収支各項目の通貨別区分の概算を推定しながら，為替需給の状況を見ることにしよう。このことによって，この間，円高が生じなかったのは何故か，また，日本銀行の「量的緩和政策」の導入以前に一般的に見られていた「円高・円安の循環」¹⁴⁾が現在も作用しているのか，それとも変化したのか，そのことが改めて解明できるであろう。

①貿易収支と投資収益収支の通貨区分

日本の貿易収支の通貨区分はすでにわかっている。円建が13兆8000億円（06年），16兆3000億円（07年）の黒字，ドル建が9兆3000億円（06年），9兆8000億円（07年）の赤字，ユーロ建が3兆5000億円，4兆1000億円の黒字，その他通貨建が1兆4000億円，2兆円弱の黒字であった。では，貿易収支黒字を上回った所得収支黒字の通貨区分はどうであろうか。もちろん，所得収支の通貨区分の統計は存在しない。そこで，いくつかの推定を加えて概算を算出するほかない。以下では06年と07年について概算を行なおう。

所得収支のうち，雇用者報酬は受取で145億円，支払で217億円であり（07年），所得収支の

ドル建貿易赤字, 投資収益収支黒字, 「その他投資」の増大 (奥田)

ほとんどすべてが「投資収益」と見て差し支えない。日本銀行の『国際収支統計季報』により「投資収益」について、「直接投資収益」「証券投資収益」「その他投資収益」の地域区分の統計が得られる。前掲第5表であった。それぞれの投資収益の各項目の通貨区分を検討しよう。直接投資収益についての通貨は現地通貨と考えよう。そう考えれば、アメリカからの収益の受取はドル, また、西欧からの収益の受取はユーロ等とみなせる。また、日本による直接投資収益の支払はすべて円だとみなせる。そうすると、アメリカからの直接投資収益の受取はドルであり、06年は1兆3100億円, 07年は1兆4100億円, 西欧からの受取はユーロ等(ポンド等を含む)であり、06年に6500億円, 07年に1兆500億円, その他通貨で受取が06年に2兆1200億円, 07年に2兆8400億円となり、円での支払いは06年に1兆500億円, 07年に1兆7400億円となる。

証券投資の収益についてはもう少し複雑に考えなければならないだろう。対外証券投資の収益受取は各通貨での投資残高がわかっているから、各通貨での残高の総残高に占める比率に応じて各通貨での受取額を按分しよう。もちろん、各通貨によって、証券の違いによって利回りが異なり、また、為替相場の変動によって収益の受取額が異なろうが、小論では概算を算出することで満足せざるを得ない。そうすると、前掲第7表により06年末, 07年末の各通貨での対外証券投資残高が示されていた。この表から総残高に占める各通貨での06年, 07年の投資残高比率が計算できる。06年と07年にドルは44.1%, 41.5%, 円が21.8%, 22.9%, ユーロが19.6%, 19.6%, ポンドが4.2%, 4.3%, オーストラリア・ドルが3.7%, 3.8%などとなっている。この比率で対外証券投資の収益受取(06年に12兆9439億円, 07年に15兆2209億円)を按分すると、ドルでの収益は06年, 07年に5兆7803億円, 6兆3167億円, 円での収益は2兆8218億円, 3兆4856億円, ユーロでの収益は2兆5370億円, 2兆9833億円, ポンドが5436億円, 6545億円, 等となる。

対内証券投資については、少し込み入ったことを考えなければならないだろう。対内証券投資には、日本の居住者が国内で発行した証券への海外からの投資と居住者が海外で発行した外債が含まれる。前者についてはほぼ円建と考えてよいだろうが、外債についてはドル, ユーロ等の外貨建の部分とユーロ円債が考えられる。ここでは、とりあえず外債のうちユーロ円債を半分としておこう。上のように前提条件をつけると、対内証券投資のうちの円建部分と外貨建の部分のそれぞれの比率が計算できる。日本の居住者が国内で発行した証券への海外からの投資は、株式, 中期債(証券貸借取引を除く), 短期債に区分でき、それらの合計は『国際収支統計季報』により06年は18兆2982億円, 07年は22兆1604億円である。また、同季報により外債発行は06年に4兆1420億円, 07年に3兆2746億円で、そのうち半分をユーロ円債とすると、証券投資の負債部分(06年2兆224402億円, 07年25兆4350億円)に占める円建て部分は06年に2兆3692億円, 07年に2兆7977億円となり、全体に占める円建の比率は06年に90.8%, 07年に93.6%, 外貨建の比率は9.2%, 6.4%となるから、第5表の証券投資収益の支払(06年に2兆

4534億円, 07年に3兆1096億円)のうち90.8%, 93.6%が円建(2兆2277億円, 2兆9106億円), 9.2%, 6.4%が外貨建(2257億円, 1990億円)と概算できる。また, 恣意的要素が多く残るが, 外債のうちドル建部分を70%, ユーロ建部分を30%とすれば, ドル建は1586億円, 1393億円。ユーロ建は677億円, 597億円となる。

最後に「その他投資」収益の通貨区分を検討しよう。もちろん, 公表されている統計に通貨区分はない。したがって, ここでも恣意的要素が残るが, 「銀行等対外資産負債残高」を利用しよう。この統計には短期と中長期の区分があり, それぞれに外貨建と邦貨建の区分がある。「その他投資」には銀行以外の「その他部門」によるものがあるし, 銀行の長期の貸付・借入が含まれるが, ここでは「銀行等対外資産負債残高」の「短期」を利用しよう。というのは, 「その他部門」による「その他投資」の通貨区分を行なう材料がまったくないからであり, また, 「銀行等対外資産負債残高」の「中長期」には, 銀行等による多額の中長期・証券投資も含まれことのほかにも, 「その他投資」の大部分が短期貸付, 現預金であるからである。このように, 「銀行等対外資産負債残高」の「短期」を利用すると誤差が生まれようが, 「その他投資」の収益自体が証券投資の収益と比べるとそれほど大きな額ではないので, 投資収益全体の通貨区分には大きな誤差を生むことはないであろう。

さて, 短期の「銀行等対外資産負債残高」を示したものが第12表である。資産残高で占める外貨建部分と邦貨建部分の比率を見ると, 外貨建が06年に27.5%, 07年に23.0%, 邦貨建が72.5%, 77.0%になっている。負債残高の方は外貨建は70.8%, 64.4%, 邦貨建は29.2%, 35.6%である。これらの比率を使って「その他投資」の受取と支払を算出しよう。「その他投資」の収益受取は06年に2兆2390億円, 07年に2兆9422億円であるから, この比率で算出すると, 「その他投資」の収益受取の外貨建部分は6157億円(2兆2390億円 \times 0.275), 6767億円(2兆9422億円 \times 0.23), 邦貨建部分は1兆6233億円(2兆2390億円 \times 0.725), 2兆2655億円(2兆9422億円 \times 0.77)となる。「その他投資」の収益支払(2兆141億円, 2兆2852億円)のうち, 外貨建部分が1兆4260億円(2兆141億円 \times 0.708%), 1兆4717億円(2兆2852億円 \times 0.644), 円建部分は5881億円(2兆141億円 \times 0.292), 8135億円(2兆2852億円 \times 0.356%)である。また, 恣意的要素が強くなるが, 受取, 支払の外貨建部分のうち, ドル建を70%, ユーロ建を30%とすると, 06年, 07年の「その他投資」収益の受取, 支払の通貨区分は第18表のようになる。

以上, 所得収支(雇用者報酬収支を除く)の内訳を見てきた。ここで投資収益収支(所得収支から雇用者報酬収支を除く)全体の通貨区分を再度, 表にしたのが第19表である。ドル建は06年に6兆4000億円, 07年に7兆円の黒字, ユーロ建など(ポンドも含む)は3兆4000億円, 4兆4000億円の黒字, 円建は5800億円, 2800億円の黒字である。

さらに, 貿易収支と所得収支(雇用者報酬収支を除く)の合計を通貨別に示したのが第20表
158 (528)

ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大（奥田）

第18表 「その他投資」収益収支の通貨区分 (億円)

	2006			2007		
	受 取	支 払	収 支	受 取	支 払	収 支
円	16,233	5,881	10,352	22,655	8,135	14,520
ド ル	4,310	9,982	-5,672	4,737	10,301	-5,564
ユーロ	1,847	4,278	-2,431	2,030	4,415	-2,385

出所：『国際収支統計季報』，これまでの諸表より。

第19表 投資収益収支の通貨区分 (億円)

	直接投資	証券投資		その他投資		全体の収支
		受 取	支 払	受 取	支 払	
ドル						
06	13,154	57,803	1,580	4,310	9,982	63,705
07	14,140	63,167	1,393	4,737	10,301	70,350
ユーロ ¹⁾						
06	6,473	30,806	677	1,847	4,278	34,171
07	10,542	36,378	597	2,030	4,415	43,938
円						
06	-10,489	28,218	22,277	16,233	5,881	5,804
07	-17,437	34,856	29,106	22,655	8,135	2,833
その他						
06	21,199	12,612	—	n.a.	n.a.	33,811
07	28,411	17,808	—	n.a.	n.a.	46,219
合計						
06	30,337	129,439	24,534	22,390	20,141	137,491
07	35,656	152,209	31,096	29,422	22,852	163,339

注1) 直接投資はユーロ以外に諸西欧通貨を含み，証券投資にはポンドを含む。

出所：『国際収支統計季報』及びこれまでの諸表より計算。

第20表 貿易収支と投資収益収支の通貨区分 (億円)

	貿易収支	投資収益収支	合 計
ドル			
06	-92,673	63,705	-28,968
07	-97,785	70,350	-27,435
ユーロ ¹⁾			
06	35,169	34,171	69,340
07	40,835	43,938	84,773
円			
06	138,415	5,804	144,219
07	162,966	2,833	165,799
その他			
06	13,732	33,811	47,542
07	17,207	46,219	63,426
総計			
06	94,643	137,491	232,134
07	123,223	163,339	286,562

注1) 西欧諸通貨を一部含む。前表の注1) 参照

出所：財務省「貿易取引通貨別比率」『国際収支統計季報』より算出（四捨五入のために若干の誤差がある）。

である。ドル建は06年に約2兆9000億円の赤字、07年に2兆7000億円の赤字、ユーロ建はそれぞれ6兆9000億円、8兆5000億円の黒字、円建は14兆4000億円、16兆6000億円の黒字である。もちろん、前述のように、投資収益収支の通貨区分には恣意的要素が多く含まれており、これらの数値は概算であることは言うまでもない。

②投資収支の通貨区分

次に07年の投資収支の通貨区分の検討に入っていこう。直接投資は、相手国通貨であるとしよう。そうすると、アメリカへの投資は06年1兆834億円、07年に1兆8524億円（ドル建）、西欧への投資は06年2兆997億円、07年2兆4289億円（ユーロ建など）、その他への投資が2兆6628億円、4兆3794億円（ドルとユーロ等の西欧通貨以外の通貨建）である。対日投資は円建とすると、06年に7566億円の引揚げ、07年に2兆6552億円の投資である¹⁵⁾。

対外証券投資は、財務省が05年から通貨別・対外証券投資（証券貸借取引を除く）について統計を公表している。それを示したのが第6表である。これによると06年の投資額9兆6890億円のうち、ドル建は2兆9421億円、ユーロ建が1兆5743億円、円建が1兆5141億円、ポンド建が7964億円、オーストラリア・ドル建が5688億円、その他通貨建が2兆2933億円となっている。07年には12兆9298億円の投資額のうち、ドル建が1兆4474億円、ユーロ建が8452億円、円建が6兆4182億円、ポンド建が1兆3548億円、オーストラリア・ドル建が4633億円、その他通貨建が2兆4009億円となっている。07年には対外証券投資の大部分が円建であり、ドル建投資はポンド建とほぼ同じ水準である。

証券投資の負債には、前に見たように日本の居住者が国内で発行した証券への海外からの投資（対内証券投資）と居住者による外債発行が含まれる。対内証券投資は、株式、中期債（証券貸借取引を除く）、短期債に区分でき、それらの合計は『国際収支統計季報』により06年に18兆2982億円、07年は22兆1604億円である。この部分は円建と考えられる。また、同季報により外債発行は06年に4兆1420億円、07年に3兆2746億円で、そのうち半分をユーロ円債とすると、証券投資の負債部分（06年22兆4402億円、07年25兆4350億円）に占める円建部分は06年に20兆3692億円、07年に23兆7977億円となる。外貨建・外債のうち、恣意的要素が多く残るが、70%をドル建、30%をユーロ建とすると、ドル建部分は06年に1兆4497億円、07年は1兆1461億円、ユーロ建部分は06年に6213億円、07年は4912億円となる。

「その他投資」の通貨区分は前述した「銀行等対外資産負債残高」の短期を表している第12表を利用しよう。05年末から06年末にかけての外貨建純資産の変化は2兆2599億円の増、円建純資産の変化は5239億円の増になっている。純資産全体の増（2兆7838億円）の中でのそれぞれの比率は、前者が81.2%、後者が18.8%である。この比率を銀行部門だけでなく、「その他部門」を含む「その他投資」全体に応用しよう。もちろん、これは恣意的であるが、「その他部

ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大（奥田）

第21表 投資収支の通貨区分

(億円)

	直接投資 収支	証券投資 ²⁾		その他投資 収支	投資収支
		資 産	負 債		
ドル					
06	-10,834	-29,421	14,497	-115,898	-141,656
07	-18,524	-14,474	11,461	-68,981	-90,518
ユーロ ¹⁾					
06	-20,997	-23,707	6,213	-49,671	-88,162
07	-24,289	-22,000	4,912	-29,563	-70,940
円					
06	-7,566	-15,141	203,692	-38,334	142,651
07	26,552	-64,182	237,977	-147,817	52,530
その他					
06	-26,628	-28,621	—	n.a.	-55,249
07	-43,794	-28,642	—	n.a.	-72,436
総計					
06	-66,025	-96,890	224,402	-203,903	-142,416
07	-60,055	-129,298	254,350	-246,362	-181,365

注1) 直接投資はユーロ以外の西欧諸投資を含み，対外証券投資にはボンドを含む。

2) 証券貸借取引を除く。

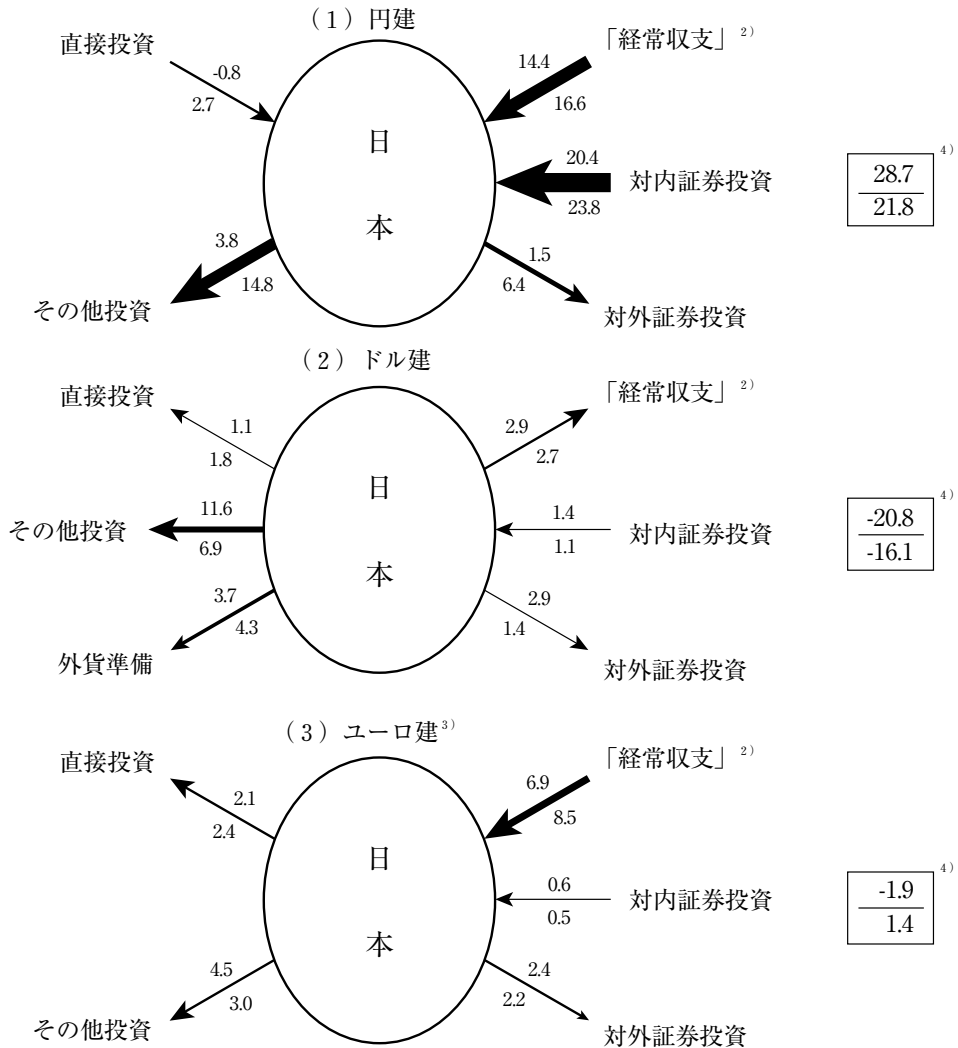
出所：これまでの諸表より作成。

門」の通貨区分を推測する材料がないから仕方がない。そうすれば，06年の「その他投資」収支が20兆3903億円であったから，そのうち外貨建は16兆5569億円（20兆3903億円×0.812），円建は3兆8334億円（20兆3903億円×0.188）となる。また，外貨建のうち「その他投資」の収益を検討した際に，外貨建の部分ではドルを70%，ユーロを30%としたから，ここでもそのようにしよう。そうすると，ドル建は11兆5898億円，ユーロ建は4兆9671億円となる。

同様に07年について計算しよう。06年末から07年末にかけての外貨建純資産の変化は10兆5104億円，円建純資産15兆7854億円になっている。純資産全体の変化の中（26兆2958億円）でのそれぞれの比率は，前者が40.0%，後者が60.0%である。そうすれば，07年の「その他投資」収支が24兆6362億円であったから，そのうち60%が円建（14兆7817億円），外貨建が40%（9兆8544億円）となる。外貨建の部分ではドルを70%，ユーロを30%とすると，ドル建は6兆8981億円，ユーロ建は2兆9563億円となる。

以上の投資収支の通貨区分をまとめると第21表のようになる。この表により概算を見ると，ドル建・投資収支は06年に14兆2000億円の赤字，07年に9兆1000億円の赤字，ユーロ建・資本収支は06年に8兆8000億円，07年に7兆1000億円の赤字，円建は06年に14兆3000億円，07年に5兆3000億円の黒字となっている。

第6図 日本の国際収支各項目の通貨区分の概算¹⁾ (兆円)



注1) 上段の数値は06年, 下段の数値は07年。この図には, その他通貨建の「経常収支」, 投資収支は含まれていない。また, サービス収支, 経常移転収支, その他資本収支, 誤差脱漏はいずれの通貨でも含まれていない。

2) 「経常収支」=貿易収支+投資収益収支

3) 一部にユーロ以外の西欧諸通貨を含む。第20表の注1), 第21表の注1) 参照。

4) 「経常収支」と投資収支の合計 (ドル建の欄 (2) には外貨準備を含む, 上段は06年, 下段は07年) 出所: これまでの諸表より。

③06，07年における通貨別の日本・国際収支構造の意味

以上の貿易収支，投資収益収支，投資収支の通貨区分の検討から，いろいろなことが知れよう。円建，ドル建，ユーロ建，それぞれについて概要を示したのが第6図である（その他通貨建の部分は含まれていない）。円建では，貿易収支，投資収益収支（＝「経常収支」¹⁶⁾）の黒字に加えて対内投資でもって黒字が巨額になっている。この黒字を原資にどのように対外投資が進むかについては後に論述しよう。

ドル建については，貿易収支で赤字が大きくなっている。ドル建・貿易赤字（06年に9兆3000億円，07年に9兆8000億円——第20表）の増大は05年から目立ってきた原油，その他の一次産品価格の上昇によるものである。ドル建貿易赤字はドル建の投資収益収支黒字（06年に6兆3000億円，07年に7兆4000億円——第20表）によってかなり埋め合わされているが，それでもドル建の貿易収支と投資収益収支の合計では，なお2兆円9000億円から2兆7000億円の赤字となっている。それに加えて，「その他投資」，対外証券投資などのドル建赤字を生み出す項目がある。このような状況から，この間，ドルに対して円高が生じる状況ではなかった。

ユーロ建では，「経常黒字」が06，07年とも約7兆円から8兆円強の黒字が見られるが，「その他投資」，対外証券投資，直接投資の赤字項目があり，それらの赤字項目により，「経常収支」の黒字額はほとんど消滅して，おおよそ収支が均衡している。

以上の概要を06年と07年に分けて見ていこう。06年については円建で「経常収支」と対内証券投資で大きな黒字が生まれており，「経常収支」の決済と対日証券投資のために海外で多額の円資金需要があろう。しかし，日本にはかなりの額のドル建赤字諸項目があり，その決済のために円がドルに換えられる必要がある。この円のドルへの転換によって海外での円資金需要は満たされているはずである。9兆3000億円から9兆8000億円のドル建貿易赤字は6兆4000億円から7兆円のドル建投資収益収支黒字でもって，かなりの額が賅われたが，なお，3兆円近い赤字が残っている。それに加えて，ドル建「その他投資」が11兆6000億円の赤字となっており，ドル建の赤字の合計が概算で16兆円から21兆円にもほっている（第6図）。このドルでの赤字は，上記の円での黒字を原資に，その円をドルに換えて支払われたであろう。とはいえ，90年代のように円をドルに換えての対外証券投資にはなっていない。大部分が「その他投資」になっていることは注目されるべきである。

06年の通貨区分を問わない「その他投資」全体の赤字は資産（10兆4890億円）と負債の減（10兆3413億円），それぞれ半分ずつであるが，日銀の『06年の国際収支動向』は「資産サイドが前年並みの増加（流出）となった一方，負債サイドは銀行において現先や本支店勘定を通じて調達していた外債投資の原資を返済するうる動きがみられた等から，大幅な減少（流出超）となった」¹⁷⁾と記している。この「返済」の大部分は外貨であろう。05年に比べ06年の対外証券投資（フロー）は前年に比べ大きく落ち込み，それに応じて「その他投資」の「返済」が進

んだとすれば、06年に対外証券投資が大きく落ち込んだのはドル建、次にユーロ建であるから（前掲第6表）、「返済」も大部分がドル建で、一部ユーロ建であろう。しかし、証券投資残高はドル建もユーロ建も06年には減少していないから（前掲7表）、このドル建、ユーロ建の「返済」は円をドル、ユーロに換えての返済となっていると思われる。また、「その他投資」の銀行以外の「その他部門」が06年には「短期貸付」で8兆1720億円にものぼっているが、このうちの大部分は円をドル等の外貨に換えての貸付（＝「円キャリートレード」）であろう。この外貨がどのような通貨であるかは知りえないが、この非銀行部門の「円キャリートレード」によって海外部門は多額の円資金を得ることが出来るはずである。

かくして、1990年代におけるように多額の円建経常黒字がドル等の外貨に換えられて対外証券となっているのではないが、多額の円が「その他投資」というかたちでドル等に換えられている。それが06年における対日証券投資のための円資金を供給しているものと考えられる。07年の対日証券投資の円資金がどのように調達されたのかは第6図から明瞭であるが、06年についてははっきり確認できない。日本の円建投資が06年にはそれほどの規模に達していないからである。しかし、対日投資のために外貨が円に換えられているとすれば、06年に円高が生じたはずである。対日証券投資のための円資金は、今見てきた多額の円が「その他投資」というかたちでドル等に換えられ、それにより円が調達されたものと考えるのが至当であろう。06年の「その他投資」の地域分類でイギリスが多額に上っていることにも注目されたい（第16表）。

次に07年について見てみよう。貿易収支と投資収益収支の合計は円建で16兆6000億円という大きな黒字、ユーロ建でも8兆5000億円の黒字となっている（第20表）。それでは、この円建黒字が以前のようにドル建・対外証券投資の原資になっているであろうか（「円投」）。ドル建・対外証券投資は1兆4000億円にとどまっている。むしろ、「その他投資」が6兆9000億円にものぼり、これは銀行部門の本支店勘定と現預金、「その他部門」の短期貸付、現預金が大部分を占めている（前節参照）。「その他部門」は円をドルに換えてのドル預金であり、個人部門、法人部門の対外証券投資はオーストラリア・ドル建等の「投資信託」であった。一種の「円キャリートレード」である。銀行部門では07年夏以後のサブプライムローン問題をきっかけとする邦銀による海外支店へ、および在日外銀の本店等へのドル資金の送金が「その他投資」の中心部分である。日本銀行の量的緩和政策が実行される以前のように、機関投資家による円をドル等の外貨に換えて行なわれる対外証券投資はほぼ消滅し、居住者による現預金等の短期的な「円キャリートレード」が主流になった。これらによって、日本のドル建赤字の諸項目は賄われているのである。円建「経常黒字」とドル建赤字総計の均衡によって、円とドル相場は07年のサブプライムローン問題が顕在化するまで大きな変化がなかったものと考えられる。

貿易収支、投資収益収支、投資収支の通貨区分の検討から次にわかることは、日本への対内証券投資（円建）が多額にのぼっているが、それはドルやユーロ等の外貨を円に替えて行なわ

ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大（奥田）
れているのではないことである。もし，ドル等の外貨が円に替えられて対日証券投資が行なわれているとすれば，急速な円高になったはずである。そうではなくて，日本から円建の「その他投資」，円建・対外証券投資によって，海外へ大量の円資金が供給されたのである。第6図によって概算の結果をみると，23兆8000億円の円建・対内証券投資の90%が「その他投資」（14兆8000億円）と円建・対外証券投資（6兆4000億円）によって賄われている。

また，日本は多額のユーロ建の貿易黒字と投資収益収支黒字をもっている（あわせれば8兆5000億円）が，それは，西欧への直接投資（2兆4000億円），「その他投資」（3兆円），ユーロ建，ポンド建の対外証券投資（2兆2000億円）によって使われてしまっている。

第6図の試算は多くの恣意的要素を含んでおり，概括的なものである。また，上記の国際収支の項目では，アメリカ向け，西欧向けを除く直接投資は含まれていなかったし，対外証券投資も対アメリカ，対西欧以外の部分は除外されていた。さらに，サービス収支，経常移転収支，その他資本収支，誤差は含まれていないから，第6図はおおよその傾向，概算であることを忘れてはならない。しかし，概算的な数値であるが，この図により，06年，07年の為替需給の概要が把握でき，円高が急速に進まなかった事由も理解できよう。（2008年12月9日脱稿）

注

- 1) 拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房，2007年，第7章「2003年の国際収支構造とコール市場におけるマイナス金利の発生」。
- 2) 「円キャリートレード」が盛んで「円キャリートレード」の投資収支への影響が強いと考えられがちであるが，小論では「円キャリートレード」の影響が必ずしも強くないことを示したい。
- 3) 日本銀行『2007年の国際収支（速報）動向』22ページ。
- 4) 日銀『2005年の国際収支（速報）動向』30ページ。
- 5) 『2006年の国際収支（速報）動向』23ページ。
- 6) 『2007年の国際収支（速報）動向』31ページ。
- 7) 金利平価が厳密に成立しない状況があるが，それについては，前掲拙書『円とドルの国際金融』第6章「1997年の金融不安下の円・ドル相場の規定因」，第7章「2003年の国際収支構造とコール市場におけるマイナス金利の発生」参照。
- 8) (直物相場—先物相場) / 直物相場 × 12 / 先物期間 = 金利差
- 9) 上の例では，直物でドルを円に替える必要があるから，1日もしくは数日の間，ドル資金を必要とするが，その費用はかなり小さい。
- 10) 前掲拙書，第6章，166—168ページ参照。
- 11) 日銀『国際収支統計季報』より。
- 12) 日本銀行国際局国際収支統計担当に照会したところ，現預金は「非分類」にされるとのことであった。
- 13) 日銀『国際収支統計月報』2005年4月，95ページ。

- 14) 奥田, 横田, 神沢編『現代国際金融』法律文化社, 2006年, 第3章の第2, 3節を見られたい。
- 15) 日本銀行『国際収支統計季報』2007年10-12月, 97-98ページより。
- 16) サービス収支, 移転収支が除外されているが, ここでは貿易収支と投資収益収支を合わせてカッコを付けて「経常収支」としておく。
- 17) 日銀『2006年の国際収支(速報)動向』26ページ。

(奥田 宏司, 立命館大学国際関係学部教授)

The Japanese Balance of Payment in 2005-07

The purpose of this paper is to analyze the Japanese balance of payment in 2005-07, the period just before the global financial crisis. The characteristics of her balance of payment during this period are as follows.

The first is that the investment income surplus exceeded trade surplus since 2005. The second is that the trade deficit in dollar doubled in 2007 due to ballooning oil prices, while the whole trade balance stayed out of the red. The third is that the direction of the Japanese foreign portfolio investment had changed from in the U.S.A. to in European countries.

Through the continued analysis of the Japanese balance of payment and the money flow from Japan in 2008, we would be able to have the outlook for the future trend of the yen.

(OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)

