

## 近年の資本フローを巡る議論 —日本とアジアへの資金流入動向と今後の課題—

金融市場局 鷺見和昭

Bank of Japan Review

2020年7月

国際的な資本取引は、国境を越えた効率的な資源配分によって、経済厚生を改善させるメリットがある一方、急激な資本流出によって経済の不安定化に繋がるデメリットがあるとされる。もっとも、実証分析において、分析の対象とする国や取引によって結果は区々であり、資本取引の内訳や内容によって違いがみられる点が改めて注目されている。本稿では、近年の資本フローを巡る議論を紹介し、日本を含むアジアへの資金流入動向を整理する。日本を含むアジアへの資本フローをみると、中長期的には、日本は対内直接投資の呼び込みと波及効果の実現が経済成長にとって引き続き課題となっている一方、アジア新興国では金融資本市場の育成とともに、対内証券投資の過度な変動による影響の抑制が重要となっている。

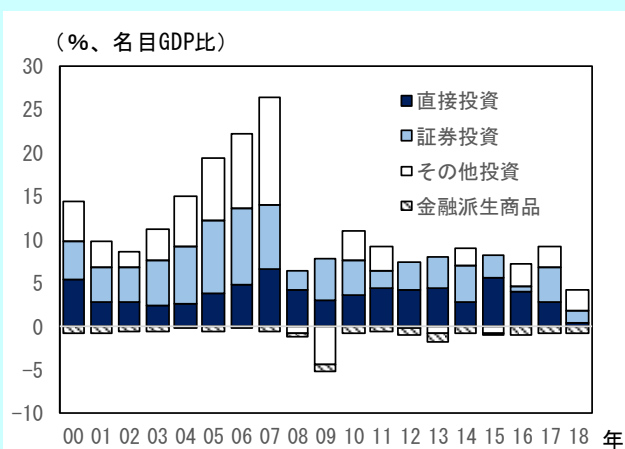
### はじめに

一般的に、国際的な資本取引は、国境を越えた効率的な資源配分によって、経済厚生を改善させるメリットがある一方、急激な資本流出によって経済の不安定化に繋がるデメリットがあるとされる。もっとも、実証分析において、分析の対象とする国や取引によって結果は区々であり<sup>2</sup>、資本

取引の内訳や内容によっても違いがみられる点が改めて注目されている。特にグローバル金融危機以降、世界の GDP 対比でみた資本フローは鈍化傾向にある中、直接投資と証券投資が下支えに寄与しており<sup>3</sup> (図表 1)、経済にもたらす効果やリスクを評価する上で、こうしたフローの正確な実態把握が重要となっている。

例えば、直接投資については、近年タックスヘイブン<sup>4</sup>における特別目的会社 (SPE : Special Purpose Entity) を介した事業実態のない仮想の取引 (所謂、“phantom FDI”) が拡大している。通常、直接投資は、受入国に新たな技術・知識を移転し、それが地元企業にも波及することなどで、生産性の向上と経済成長に資すると考えられる。一方、事業実態のない取引は、技術・知識の移転による生産性の向上を伴わないため、通常の直接投資と区別して扱う必要がある。国際比較を行う上でも留意する必要がある。証券投資については、投資信託を通じた投資が増加しており、年金基金をはじめとする中長期的な投資に比べ、グローバルなリスクセンチメントの悪化によってファンドの解約が集中するリスクなどが指摘されている。実際に新型コロナウイルス感染症拡大に伴うセンチメント悪化時には新興国からの資本流出が一時的に加速した<sup>5</sup>。本稿では、近年の資本フローを

【図表 1】世界の資本フロー (流入額)



(注) グローバル金融危機後、欧州系金融機関によるデレバレッジ等を受けて、金融機関貸出が含まれる「その他投資」が大きく減少している。

(資料) IMF “Balance of Payments”, “World Economic Outlook”

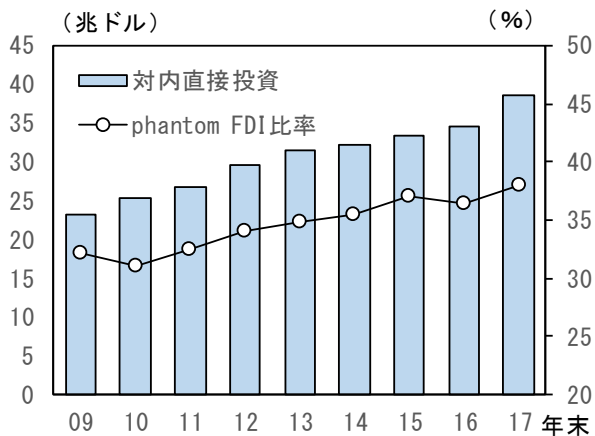
巡る国際的な議論を紹介するとともに、日本を含むアジアへの資本流入動向および今後の課題を整理する。なお、新型コロナウイルス感染症拡大に伴う影響を評価するには、データの蓄積を待つ必要があり、本稿ではアジア新興国への資本流入動向を簡単に取り上げるに止めている。

## 近年の資本フローを巡る議論

### （仮想の取引が拡大する直接投資）

直接投資は、通常、経営参加を目的とした中長期的な投資という性質を有するものであるため、これまで相対的に景気循環に影響されにくく、安定的なフローであると認識されてきた。しかし、近年はタックスヘイブンを介した節税目的の取引<sup>6</sup>のウェイトが高まっており、こうした取引は伝統的な直接投資に比べ変動が大きい点が指摘されている。IMFの試算によれば、こうした取引はグローバルな対内直接投資残高のうち4割近くを占めている（図表2）<sup>7</sup>。

【図表2】世界の対内直接投資残高

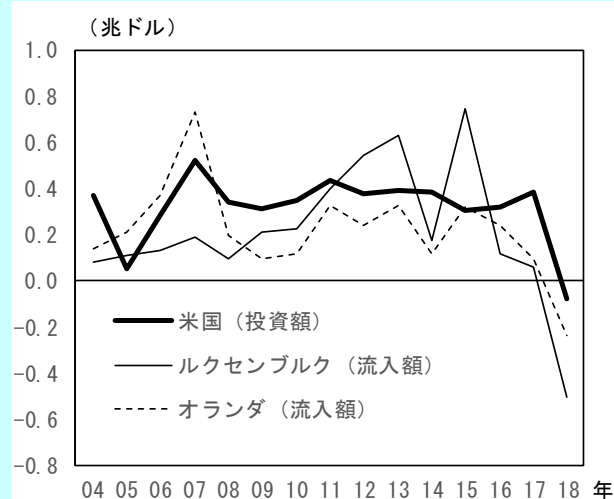


（注）Phantom FDI は、推計値（以下、同様）。

（資料）Damgaard et al. (2019)

実際、2018年には米国の税制改革の影響によって、米国企業が海外子会社の留保利益（国際収支統計上の「再投資収益」に相当<sup>8</sup>）を自国に還流させたため<sup>9</sup>、米国からの直接投資額はマイナスとなった。また、低税率国であるルクセンブルク、オランダ等への直接投資の流入額もマイナスとなるなど、グローバルにみて極めて大きな変動が生じたことが窺われる（前掲図表1、図表3）。

【図表3】米国税制改革の直接投資への影響



（注）投資額・流入額とも世界計を用いている。

（資料）IMF “Balance of Payments”

### （投資信託を經由した証券投資）

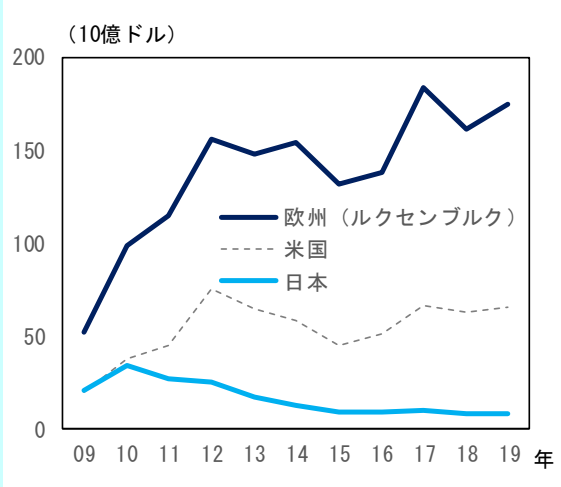
証券投資については、新興国を中心にファイナンスが必要な際に海外から資金を調達することで、効率的な資源配分や金融資本市場の拡大が可能とされる。一方、金融市場において負のショックが生じた場合、急激な資本流出に繋がるリスクがある<sup>10</sup>。

近年は、グローバルな低金利環境が続く中、相対的に利回りが高い新興国向けを中心に海外投資家による投資拡大が続いてきた。こうした結果、グローバルな要因によって、資本フローがより左右されやすくなっている可能性が指摘されている<sup>11</sup>。さらに、欧州をはじめ、投資信託を通じた新興国向け債券投資が拡大しており（図表4）<sup>12</sup>、年金基金をはじめとする中長期的な投資に比べ、グローバルなリスクセンチメントの悪化によってファンドの解約が集中するリスクも指摘されている<sup>13</sup>。最近では、こうした資本流出リスクの確率分布を計測する手法として、Capital Flows at Riskが提唱されている（詳細はBOX参照）<sup>14</sup>。

## 日本とアジアへの資本流入動向

次に、本節では、日本とアジア新興国（中国、その他アジア<sup>15</sup>）、オフショアセンター（香港・シンガポール）への資本流入動向（直接投資、証券投資）を整理する。なお、前節との関係では、例

【図表 4】 投資信託の新興国向け債券  
純資産残高



(注) 米国は新興国債券ミューチュアルファンド、日本・ルクセンブルクは投資信託の新興国債券への投資額が対象。

(資料) 投資信託協会、ICI、ルクセンブルク中央銀行、日本銀行

例えば、直接投資については、日本・シンガポール・香港の比較を行う場合、phantom FDI を考慮する必要があるほか、証券投資については、アジア新興国向けの投資信託を通じた投資動向を踏まえる必要があると考えられる。

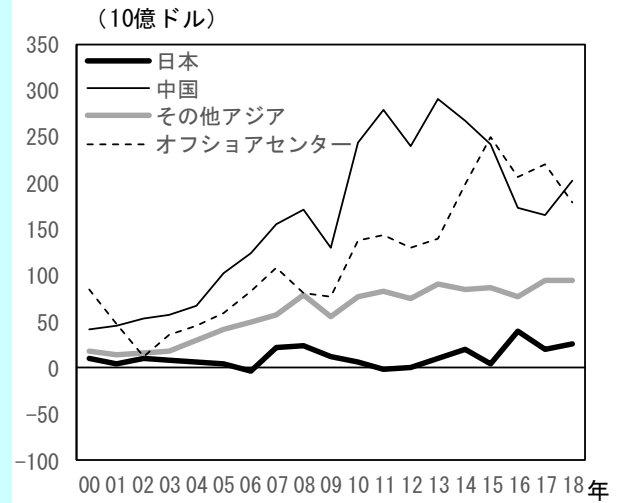
(直接投資)

直接投資についてみると、持続的な高成長を続けている中国への流入額は拡大基調を辿っているほか<sup>16</sup>、その他アジアでも安定的な資金流入がみられる。一方、日本に対する直接投資は依然として限定的となっている (図表 5)。この間、低税率国として知られる香港・シンガポールでは、流入額は大きく伸長している。ただし、前述の IMF のデータベースによれば、香港・シンガポールとも phantom FDI の占める割合は残高ベースで約 7 割に達しており、多くが事業実態を伴っていないとみられる (図表 6)。もっとも、こうした phantom FDI を除いたベースでも、日本の対内直接投資残高 (対名目 GDP 比) は、他の主要国と比べ低水準となっている (図表 7)。

(証券投資)

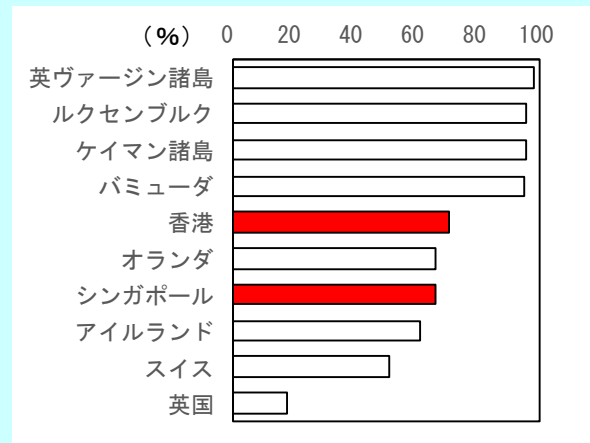
証券投資のうち株式等については、中国では段階的な対外開放に伴い安定的に資金流入がみられている。一方、日本・その他アジアでは、2015 年夏場から 2016 年初にかけて、中国経済に關す

【図表 5】 アジアへの対内直接投資



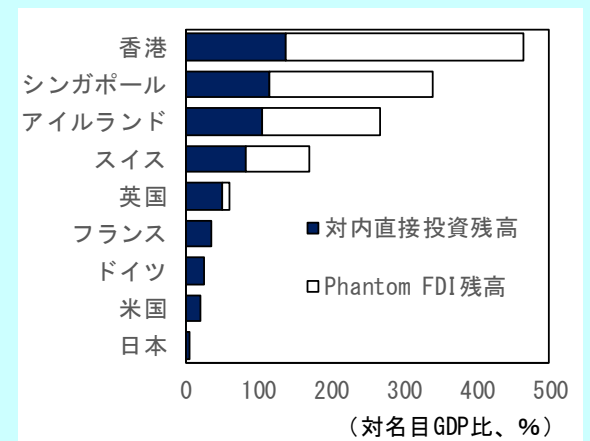
(資料) IMF “Balance of Payments”

【図表 6】 Phantom FDI の残高比率 (17 年末)



(注) Phantom FDI が対内直接投資残高に占める比率。  
(資料) Damgaard et al. (2019)

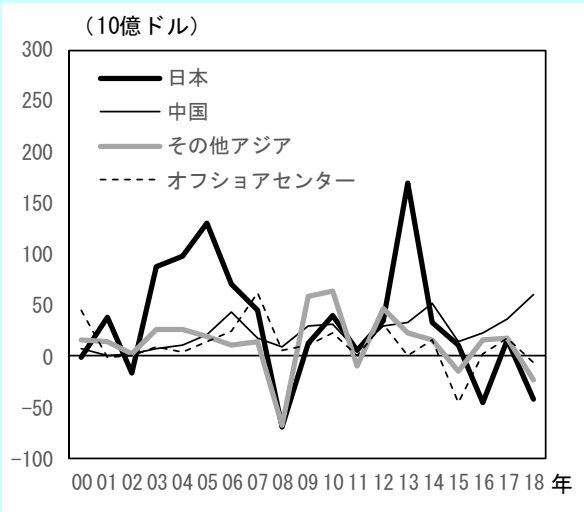
【図表 7】 対内直接投資残高 (17 年末)



(資料) Damgaard et al. (2019)、IMF “World Economic Outlook”

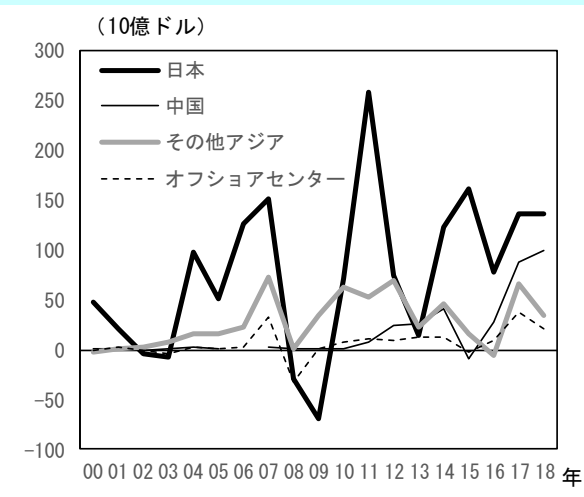
る不透明感が高まった局面や 2018 年入り後の米中通商問題を巡る不透明感が意識された局面では、ネット売り越しとなった（図表 8）。債券については、アジア新興国では自国通貨建て債券市場の育成や海外投資家による債券ファンドを通じた資金流入等を映じて、流入傾向が続いている（図表 9、10）。特に、中国では 2017 年にボンドコネクトが導入されて以降、急速に資金流入が増えている。この間、日本では、2014 年初頭からドル調達コストの高止まりに伴い、海外投資家からみた為替ヘッジコスト（ドル投円転コスト）を加味した本邦国債の相対的な利回り妙味は高い状態が続いており、海外投資家からの資金流入がみられている。

【図表 8】アジアへの対内証券投資（株式等）



（資料）IMF “Balance of Payments”

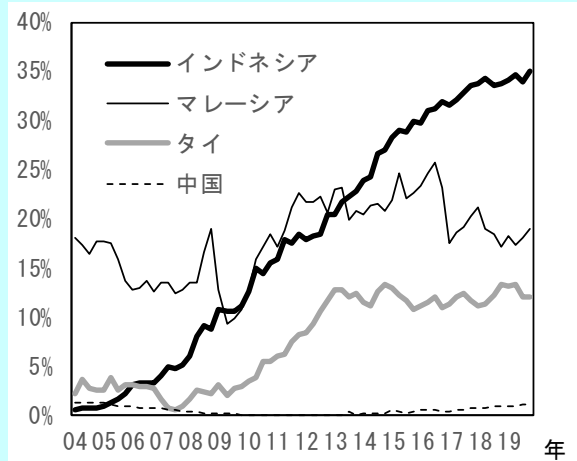
【図表 9】アジアへの対内証券投資（債券）



（注）中国の 2006 年は欠測値となっている。

（資料）IMF “Balance of Payments”

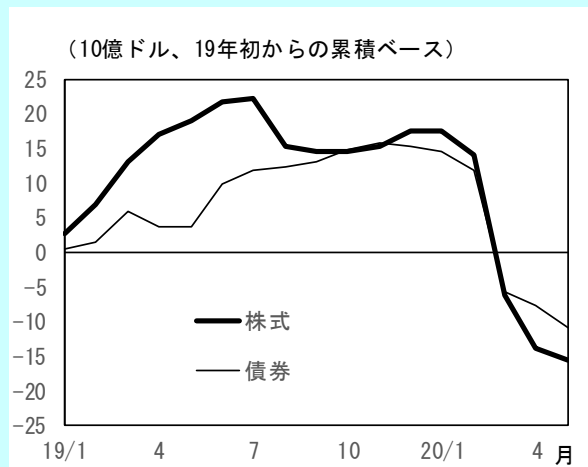
【図表 10】外国人投資家（非金融機関）の国債保有残高シェア



（注）IMF による推計を含む。直近は 19/4Q。  
（資料）IMF “Sovereign Investor Base”

なお、2020 年入り後の動きをみると（図表 11）、新型コロナウイルスの感染症拡大を懸念したセンチメントの悪化によって、アジア新興国では、2 月以降、資本流出が比較的速いペースで進んでいたが、4 月以降流出ペースは鈍化しており、徐々に落ち着きを取り戻しつつある。Capital Flows at Risk の枠組みで考えると、本年入り後、米社債スプレッドが急上昇した（投資家のリスク回避姿勢が強まった）ことで、アジア新興国からの資本流出リスク（推計値）は一旦高まり（BOX 図表）、実際に資本流出が発生した。その後、先進国の金融緩和により金利が低下したほか、センチメント

【図表 11】アジア新興国への対内証券投資



（注）直近は、20 年 5 月。対象国は、株式がインド、インドネシア、韓国、タイ、債券がインド、インドネシア、タイ。

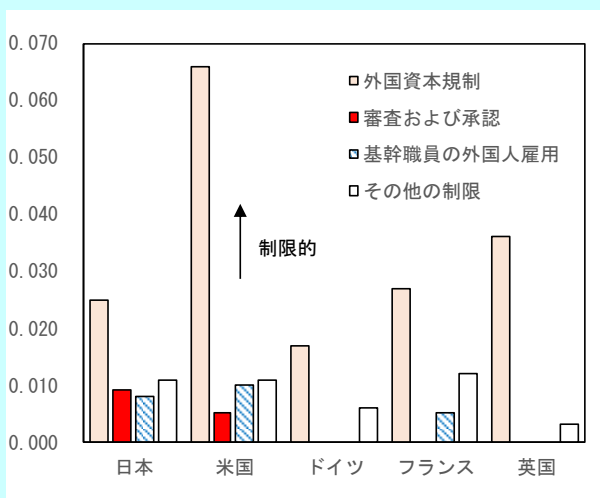
（資料）Institute of International Finance

が改善したことで、資本流出圧力が減衰したと考えられる。ただし、分析の含意として、そうしたシナリオを織り込んだ下でも、先行きの資本流入に関する確率分布の裾野は広がっていることから、今後回復に向かうかは依然として不透明であり、不確実性が高い状態が続くことが示唆される。

## 今後の課題および示唆

日本については、資本フロー全体でみた場合、グローバルな投資家の運用先として証券投資の流入規模は比較的大きいものの、対内直接投資の規模は著しく小さい。海外から新たな技術や知識、リスク性資本を受け入れる観点から、直接投資の呼び込みが経済成長にとって引き続き課題となっている。OECDのFDI制限指数をみると、日本では、行政による審査・承認や基幹職員としての外国人雇用等の構造的な要因が障害となっている（図表12）。生産性の向上に繋がる直接投資を引き付けるためには、実効税率の引き下げのみならず（図表13）<sup>17</sup>、行政手続きの簡素化、外国人受入れのための環境整備等が重要と考えられる<sup>18</sup>。また、直接投資を呼び込み、これを通じた技術知識の移転が地元経済に波及していく上では、地元企業の従業員のスキルの向上も重要と考えられる。この点、日本における就業後の成人教育・訓練参加率は他国対比高いとは言えない（図表14）<sup>19</sup>。新しい技術の習得や外国人とのコミュニケーション力の向上も含め、この点の改善も望まれる。

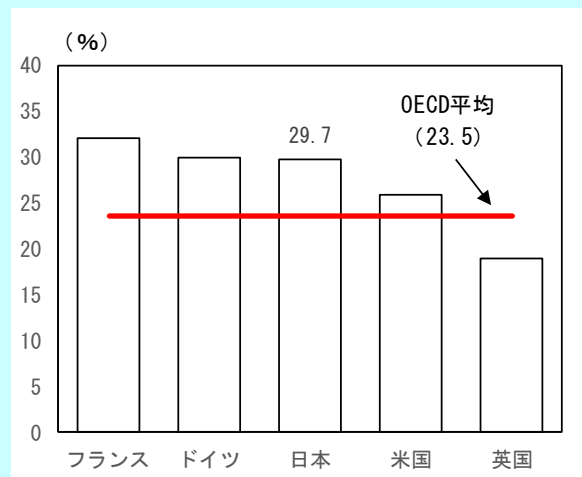
【図表12】 FDI 制限指数（18年）



（注）同指数は、0 から 1 の間の値をとり、数値が小さいほど制限が少ないことを示す。

（資料）OECD

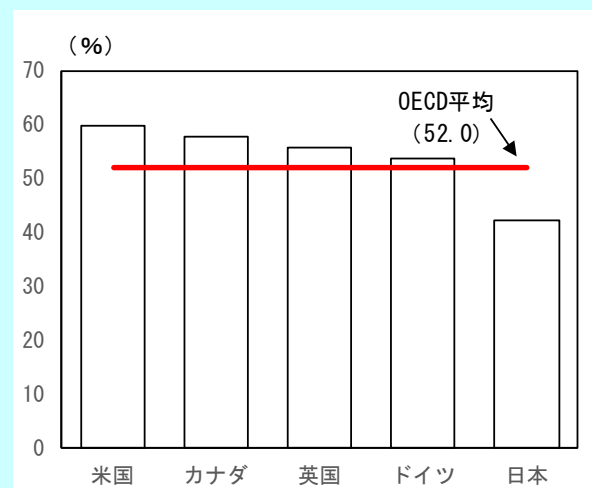
【図表13】 法人実効税率（19年）



（注）法人所得に対する税率（国税・地方税）。

（資料）OECD

【図表14】 成人教育・訓練参加率（12年）



（注）調査から一年の間に成人教育・訓練に参加した率。

（資料）OECD PIAAC

アジア新興国については、直接投資を含めバランス良く資本フローを呼び込みつつも、いかに証券投資の過度な変動による影響を抑えるかが重要と考えられる<sup>20</sup>。過去の経験を振り返ると、1990年代後半のアジア通貨危機時には、短期の外貨建て借入に依存していたことが、ショックの増幅に繋がったとされる。近年では、自国通貨建ての債券市場の育成が域内で進められているほか、アジアの新興国は、過去に比べ、外貨準備を積み上げているなどショック耐性を強めている<sup>21</sup>。

---

## おわりに

本稿では、近年の資本フローを巡る国際的な議論を紹介するとともに、日本を含むアジアへの資金流入動向を整理した。直接投資については、タックスヘイブンを経た仮想の取引が増加しているほか、証券投資においては、投資信託を経由した資本フローが増加している。アジアにおいては、香港・シンガポールでは節税を目的とした仮想の取引割合が相対的に高い点や、アジア新興国向けの債券ファンド等による資金流入が増加してきた様子が窺われる。こうした変化は、資本フローが実体経済に与える影響をみる上で、取引の内訳および内容に留意する必要があることを示唆していると考えられる。

加えて、こうした変化に伴い、データの整備やモニタリング手法の拡充も一段と重要となっている。例えば、直接投資については、事業実態を伴う取引と伴わない取引を区分する必要があるほか、受入国にとって最終投資家の把握が重要となる。証券投資についても、特に投資信託を経由している場合、資金の出し手と投資信託が登録されている国が異なるケースもあるため、ショック時のリスク波及メカニズムを把握する上では、所在地ベースのみならず、最終投資家ベースの実態把握も重要と考えられる<sup>22</sup>。

## BOX Capital Flows at Riskによる資本流出リスクの計測

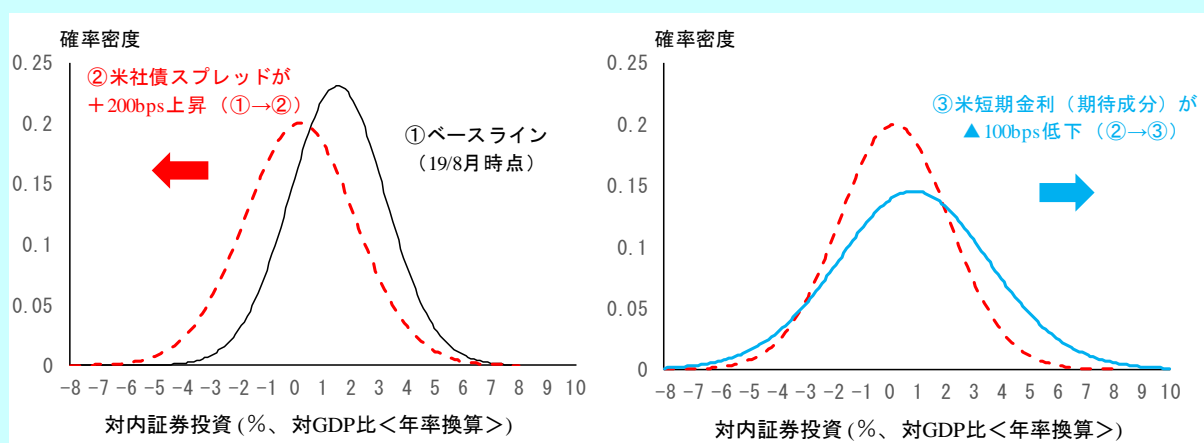
最近、新興国への資本フローの流出リスクを把握するために、Capital Flows at Risk が IMF によって提唱されている。同手法は、GDP at Risk (GaR) に倣って、「資本フローを規定する要因を所与とした時の、将来の資本流入に関する条件付確率分布」を計測する。これによって、先行き半年間の資本フローは、Y%の確率で、Z%以下に低下する可能性があるといった、テイルリスクを示すことができる。

本 BOX では、先行き半年間のアジア新興国への資本フロー（対 GDP 比）を被説明変数として、グローバル要因（米国のタームプレミアム、期待短期金利成分、社債スプレッド（BBB）の前年差）および個別国要因（鉱工業生産指数（IIP）の前年比）を説明変数として、分位点回帰を行った。こうして特定の分位点ごとに得られた確率分布をみると、米社債スプレッドの上昇を勘案したシナリオでは、分布が左方向にシフトしており、資本フローが大きく下振れるリスクが高まる可能性が示唆される。（BOX 図表・左図）。他方で、米国の政策金利の引き下げ等によって、短期金利の期待成分が低下する場合、分布が右方向にシフトし、資本流出リスクが軽減される可能性がある（同・右図）。ただし、分布の裾野は広がっており、不確実性は高い状態が続く可能性がある点には留意する必要がある。

—— 説明変数は、米国の長期金利はグローバル投資のベンチマーク、米社債スプレッドは投資家のリスク許容度、個別国の鉱工業生産指数は当該国の経済的な魅力の代理指標として用いている。米国の長期金利は、変動の要因がタームプレミアムによるものか、期待短期金利成分によるものかによって、資本フローへの影響が異なると考えられるため、区別している。

—— なお、米国の期待短期金利成分にかかる係数は、分位点毎にばらつきが大きいと、確率分布の裾野が広がる結果となっている。もっとも、結果の解釈にあたっては、分位点回帰の分析結果の頑健性や安定性の観点から、幅をもってみる必要がある。

【BOX 図表】アジア新興国における先行き半年間の資本流出リスク



(注) 推計期間は、06/1月～19/8月（直近の先行き半年間の資本フローは、19/9月～20/2月の平均値）。資本フローは、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、タイの5か国の集計値。IIPは、名目GDPをウエイトに用いた加重平均を利用。  
(資料) Bloomberg、CEIC、Institute of International Finance、ニューヨーク連銀

<sup>1</sup> 国際的な資本取引は、主として、直接投資、証券投資、その他投資に大別される。直接投資とは、一般的に、企業への経営参加を目的として、ある国の企業が海外で現地法人を設立・拡大したり、既存の外国企業の株式の一定割合以上を取得することを指す（国際収支統計上は、議決権比率が原則として10%以上の場合は直接投資関係にあると見做す）。

一方、証券投資は、企業への経営参加を目的とせず、資産運用のために株式や債券などに投資することを指す。その他投資は、直接投資、証券投資、金融派生商品および外貨準備資産に該当しないすべての資本取引を指し、貿易信用や貸付・借入等が含まれる。本稿では、直接投資および証券投資に焦点を当てている。

<sup>2</sup> 資本フローの内訳や受入国の特徴によっても、経済成長に与える効果は異なると考えられる。例えば、長田充弘、

齋藤雅士「国際資本移動の活発化と経済成長」、日本銀行ワーキングペーパー（英文のみ）No.10-E-5、2010年では、対内直接投資・株式投資は経済成長を押し上げる効果をもつ一方で、対内債券投資・借入（特に公的借入）はマイナスの影響を及ぼすことを示している。もっとも、マクロデータを用いた実証分析ではコンセンサスは必ずしも得られておらず、個別企業などのマイクロデータやセクター別データを用いた検証が併せて進んでいる。

日本の対内直接投資については、例えば、経済産業省による通商白書 2015年において、日本に拠点を持つ外国企業の方が本邦企業よりも全要素生産性（TFP：total factor productivity）が平均的に高い点等が示されている。

<sup>3</sup> グローバル金融危機後、欧州系金融機関によるデレバレッジ等を受けて、その他投資が大きく減少していることが指摘されている。

<sup>4</sup> タックスヘイブンについては、統一的な定義は存在しないため、本稿では、低税率国とほぼ同義で用いている。低税率国の対象国は、J. Damgaard and T. Elkjaer [2017] “The global FDI network: Searching for ultimate investors,” IMF Working Paper, WP/17/258 に基づいている。

<sup>5</sup> 新型コロナウイルス感染症拡大に伴う新興国資本フローへの影響については、例えば、IMF Global Financial Stability Report（2020年4月）の第3章を参照。

<sup>6</sup> 例えば、企業グループ全体の実効税率を引き下げたため、低税率国に中間持株会社（特別目的会社）を設立し、海外子会社の留保利益を親会社へ還流させる際に、中間持株会社を経由させることで、源泉課税の免除ないし軽減を図るケース等が存在する。この場合、親会社の中間持株会社への出資および中間持株会社から海外子会社への出資は（議決権比率が10%以上のため）直接投資として計上される。詳細は、前述の J. Damgaard and T. Elkjaer [2017]を参照。

<sup>7</sup> 詳細は以下を参照。

J. Damgaard, T. Elkjaer, and N. Johannesen [2019] “What is real and what is not in the global FDI network,” IMF Working Paper, WP/19/274

<sup>8</sup> 直接投資には、（1）海外子会社の経営に対する長期的な権益を有することを目的とした株式取得・資金貸借などの企業間取引と（2）現地法人の留保利益である再投資収益が存在する。

<sup>9</sup> 同税制改革によって、米国企業が海外子会社から利益を還流させる際に適用される税率が、新規の送金については、ゼロとなったほか、過去の蓄積利益についても大幅な引き下げ（35%→15.5%＜現金等の流動資産＞、8%＜非流動資産＞）が実施された。

<sup>10</sup> 加えて、資本流入は実質為替レートの増価を伴うため、競争力の低下に繋がる可能性が指摘されている。

<sup>11</sup> 新興国への資本フローは、先進国の金利動向や市場のリスクセンチメントといったグローバル要因（push 要因）と、新興国側の経常収支や債務状況、国内経済・物価動向といった個別国のファンダメンタルズ要因（pull 要因）の、双方の影響を受ける。例えば、以下を参照。

藤田太郎、源間康史、小川佳也、高田浩基、菅和聖、山崎さやか「新興国への資本フローを巡る動向」、日銀レビュー、2019-J-6、2019年

<sup>12</sup> 投資信託を経由した資本フローの増加については、グローバル金融危機後の欧州系金融機関におけるバランスシート縮小が一因となっているとの指摘もみられる。なお、

欧州では、投資信託の多くがルクセンブルク籍およびアイランド籍となっている。欧州における投資信託の動向については、例えば、Deutsche Bundesbank Monthly Report（2019年10月）を参照。

<sup>13</sup> 例えば、IMF Global Financial Stability Report（2014年4月）では、オープンエンド型投資信託は金融市場にストレスがかかった際に群衆行動（herd behavior）に陥りやすく、資金の流出ペースが加速する可能性がある点を指摘している。

<sup>14</sup> 詳細は、IMF Global Financial Stability Report（2018年10月）を参照。

<sup>15</sup> ここでは、週次・月次データが取得可能な5か国（インド、インドネシア、韓国、マレーシア、タイ）を対象としている。

<sup>16</sup> やや仔細にみると、2015～16年にかけては中国経済に対する減速懸念もあって、流入ペースが幾分鈍化している。

<sup>17</sup> わが国でも、これまで税率引き下げが進められてきたものの、他国がそれ以上のペースで引き下げており、OECD 平均対比でみて依然高い水準にある。例えば、本田大和、尾島麻由実、鈴木信一、岩崎雄斗「わが国対内直接投資の現状と課題」、日本銀行調査論文、2013年では、法人所得課税の実効税率が、OECD 平均やアジア諸国対比でみて高い水準にあることを指摘している。

<sup>18</sup> こうした対内直接投資の促進にあたっては、例えば、内閣府・対日直接投資推進会議が政策提案を行っている。

<sup>19</sup> OECDによる2019年に公表された報告書“Getting Skills Right: Engaging low-skilled adults in learning”を参照。ただし、データは2012年時点の調査に基づいている。

<sup>20</sup> 例えば、以下を参照。

IMF [2019] “Facing the tides: Managing capital flows in Asia,” IMF Departmental Paper, No. 19/17

<sup>21</sup> アジアにおける資本フローの変動に対する耐性や国内金融調節等については、例えば、岩井莊平、小中進悟、久光光世留、野々口秀樹「資本フローの変動と中央銀行—アジア通貨危機の教訓と今後の課題—」、日銀レビュー、2017-J-13、2017年を参照。

<sup>22</sup> 財務省・日本銀行では、最終投資家ベースの対内直接投資を把握するため、2018年7月から「直接投資残高地域別（対内）（最終投資家ベース）」を公表している（2015年分から利用可能）。グローバルな資本フローについては、例えば、以下のホームページでは、投資家の国籍ベースでの推計値が公表されている。

<https://www.globalcapitalallocation.com/data>

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局総務課（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。