

日本の金融資本市場の国際化と競争力強化 ～対内直接投資から考える～

2040年に向けた我が国金融資本市場のビジョンについての懇談会

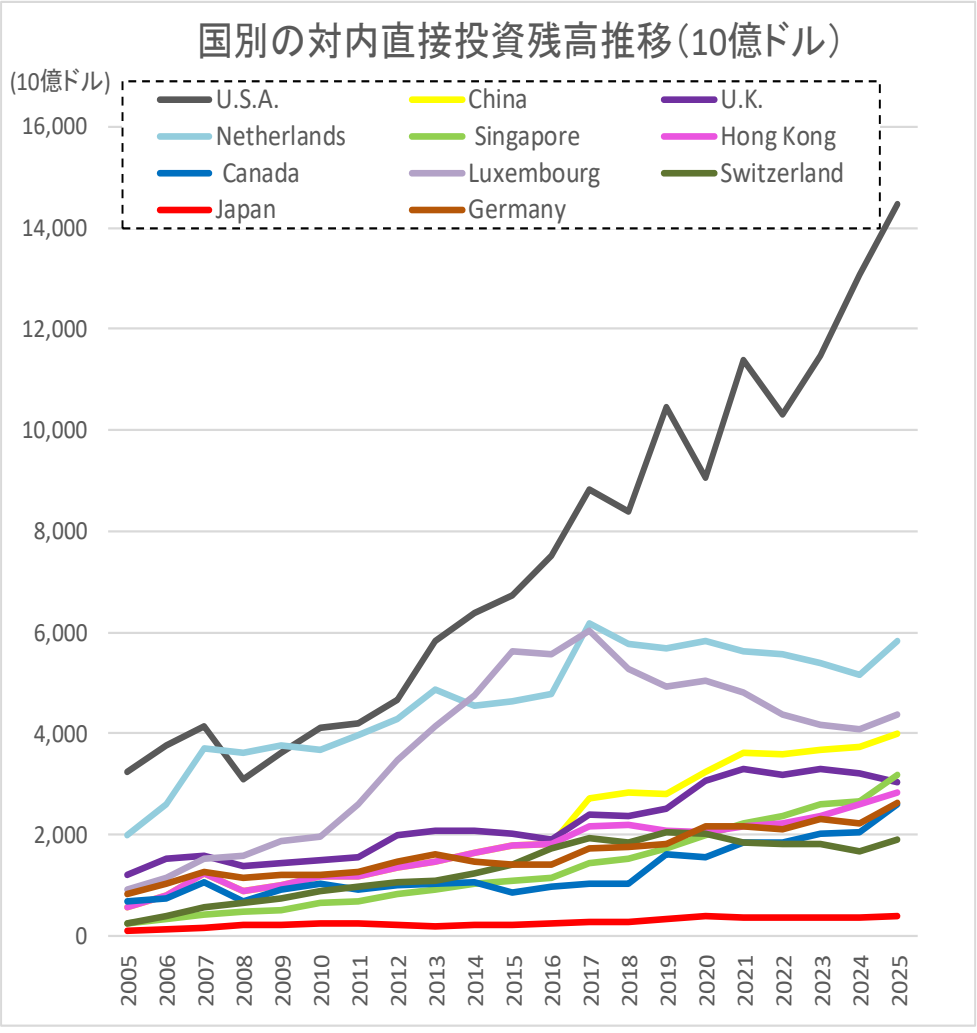
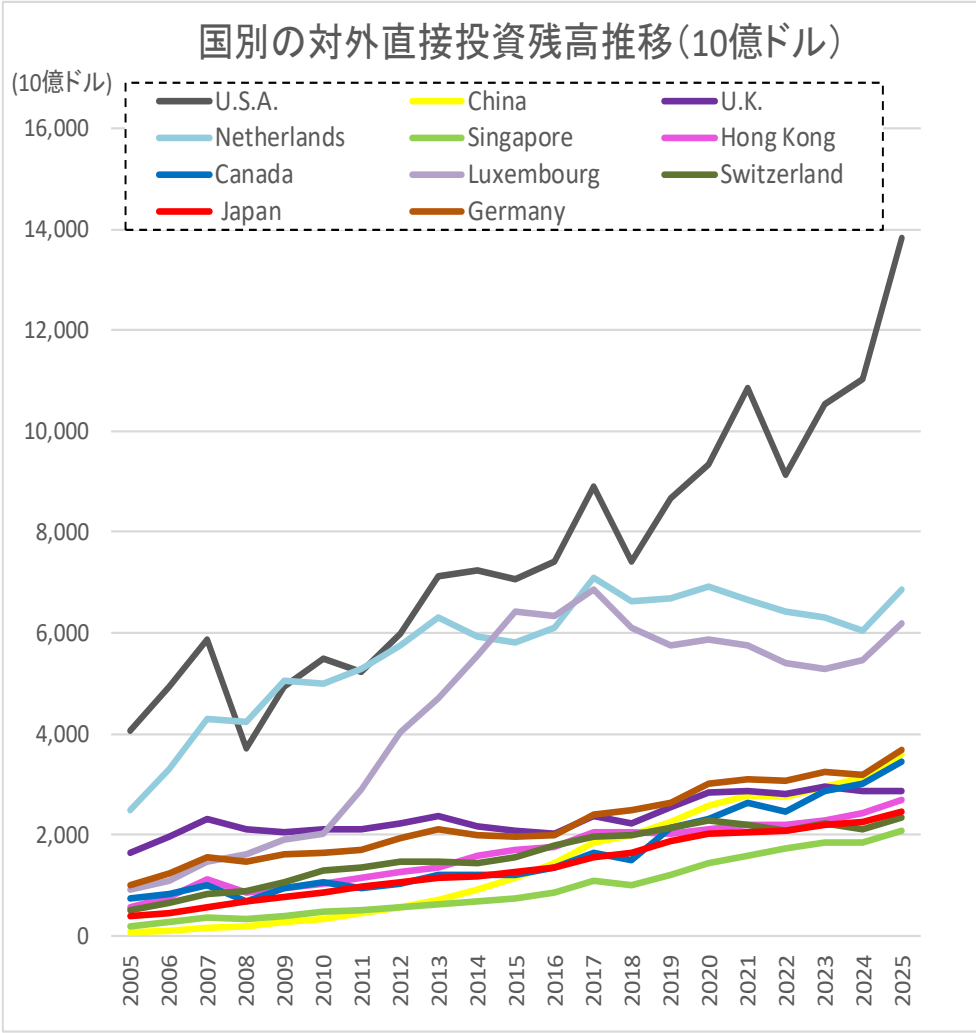
2026年8月24日

学習院大学 清水順子

本日の報告

- 日本の金融資本市場の国際化と競争力強化について、日本の金融収支、特に対内直接投資という観点から考察する
 - 日本はその他の先進国、アジアの中ではシンガポール、香港と比較して対内直接投資が極めて少ない
- 現在の円安は、対内直接投資促進には好条件である。
 - 一方で、円安で対内直投を増やそうという方針を出すも、昨今の外為法改正により規制は強化された
 - 産業別実質実効為替相場をみると、どの産業を誘致するのが効率的なのか？
- 対内直接投資の決定要因からみられる日本の弱点を金融面でどのように克服できるだろうか？
 - 東京や地方都市などで推進されている国際金融都市構想と対内直接投資誘致をタイアップさせて、国際競争力を高める

対外・対内直接投資残高の国際比較

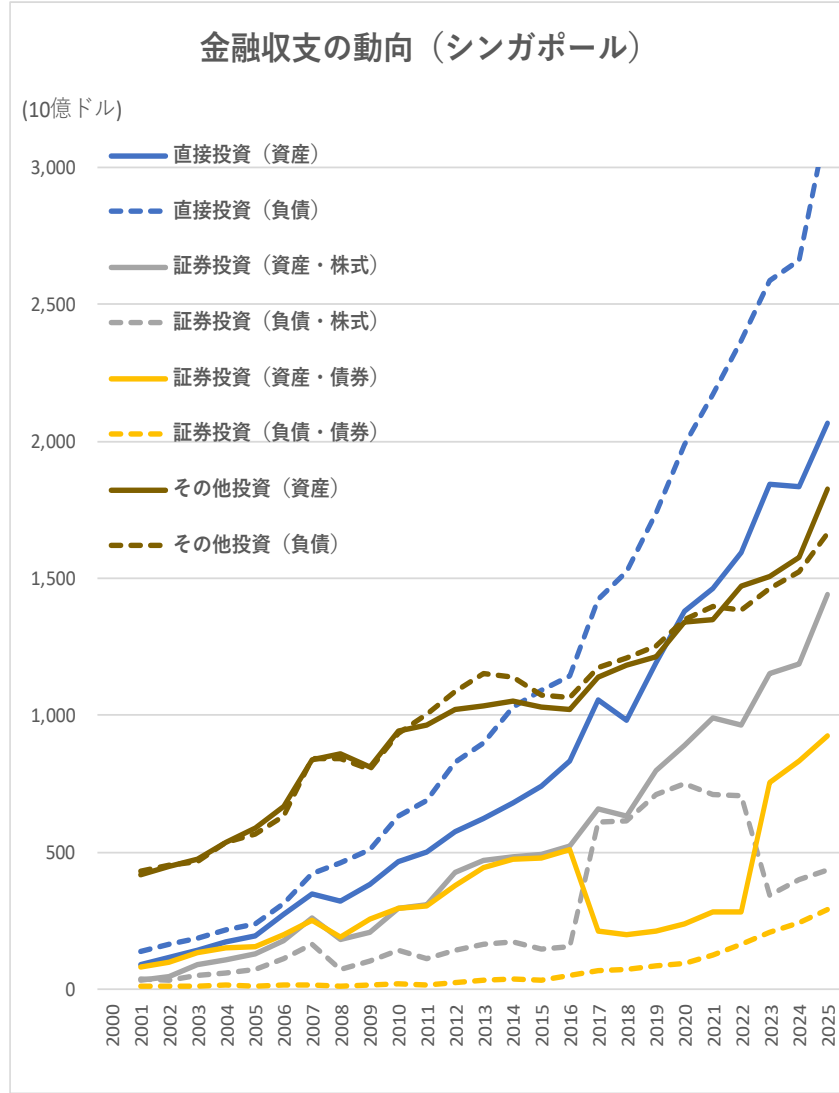
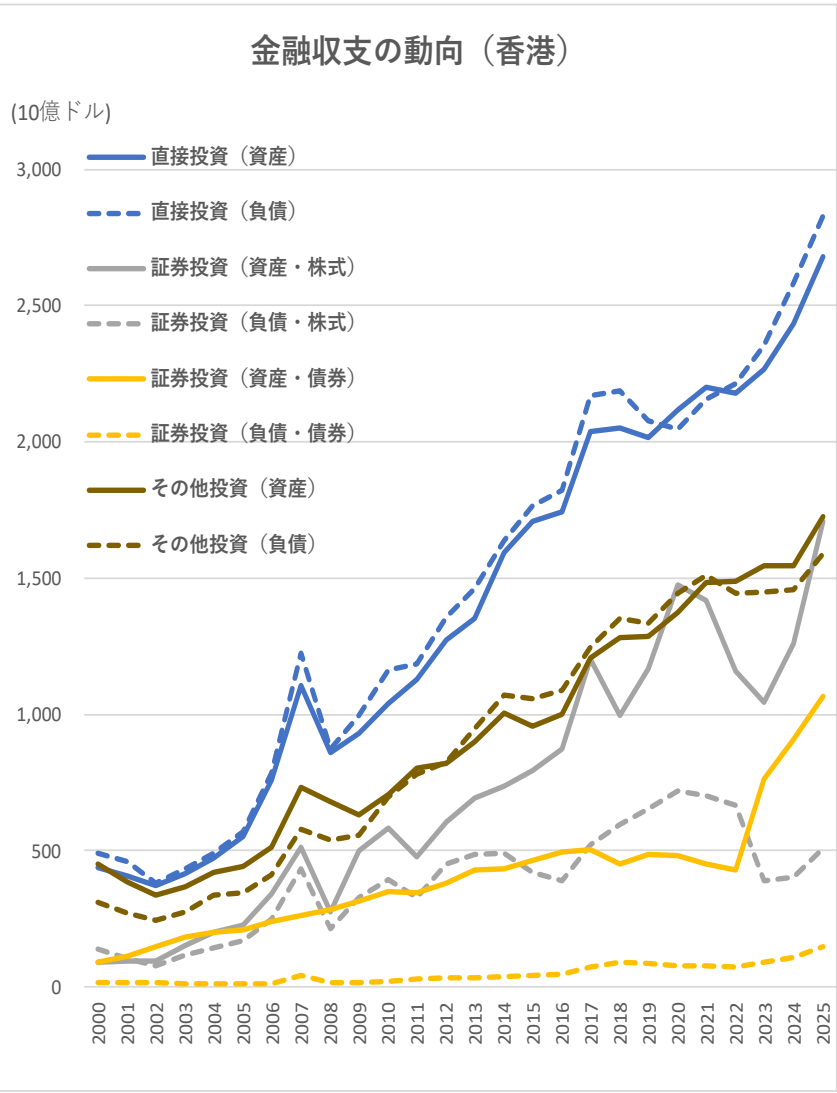
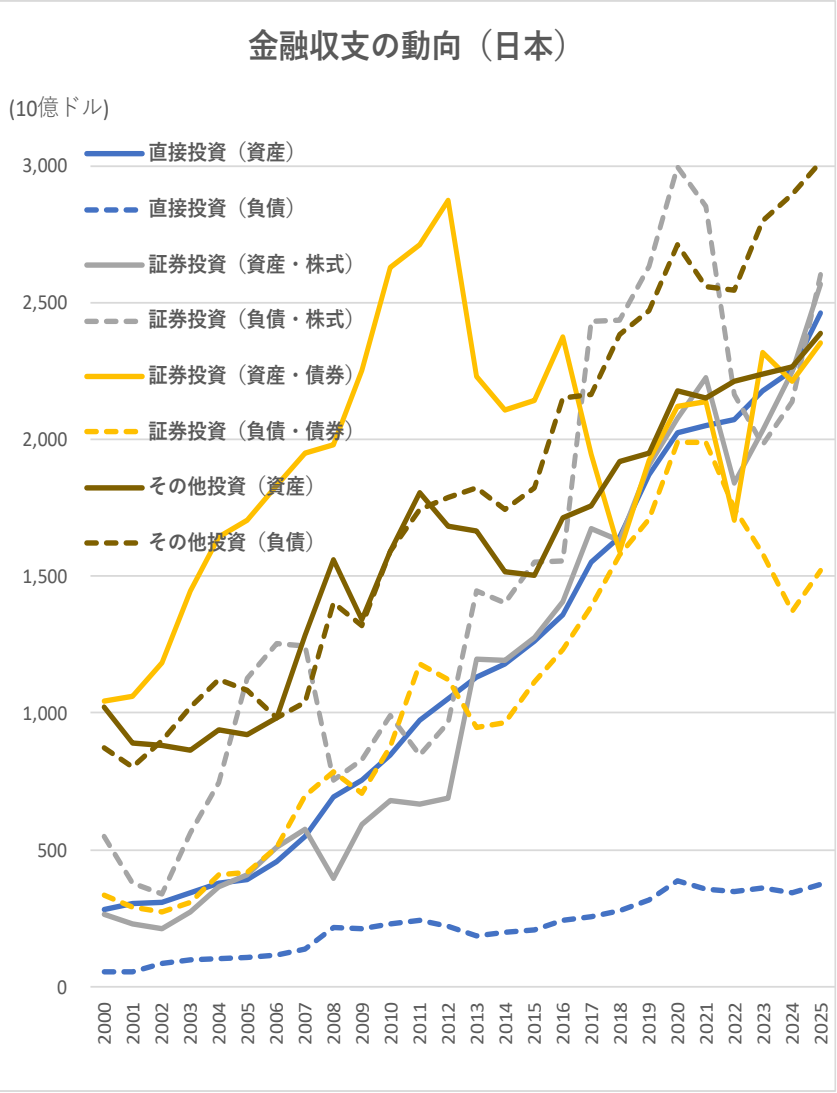


資産負債倍率

	2015年	2025年
日本	6.13	6.42
香港	0.97	0.97
シンガポール	0.68	0.68
中国	0.65	1.26
米国	1.05	0.73
カナダ	1.40	1.57
ドイツ	1.41	1.51
イギリス	1.04	0.74

直接投資残高における資産額（対外）の
負債額（対内）に対する比率

日本・香港・シンガポールの金融収支動向比較

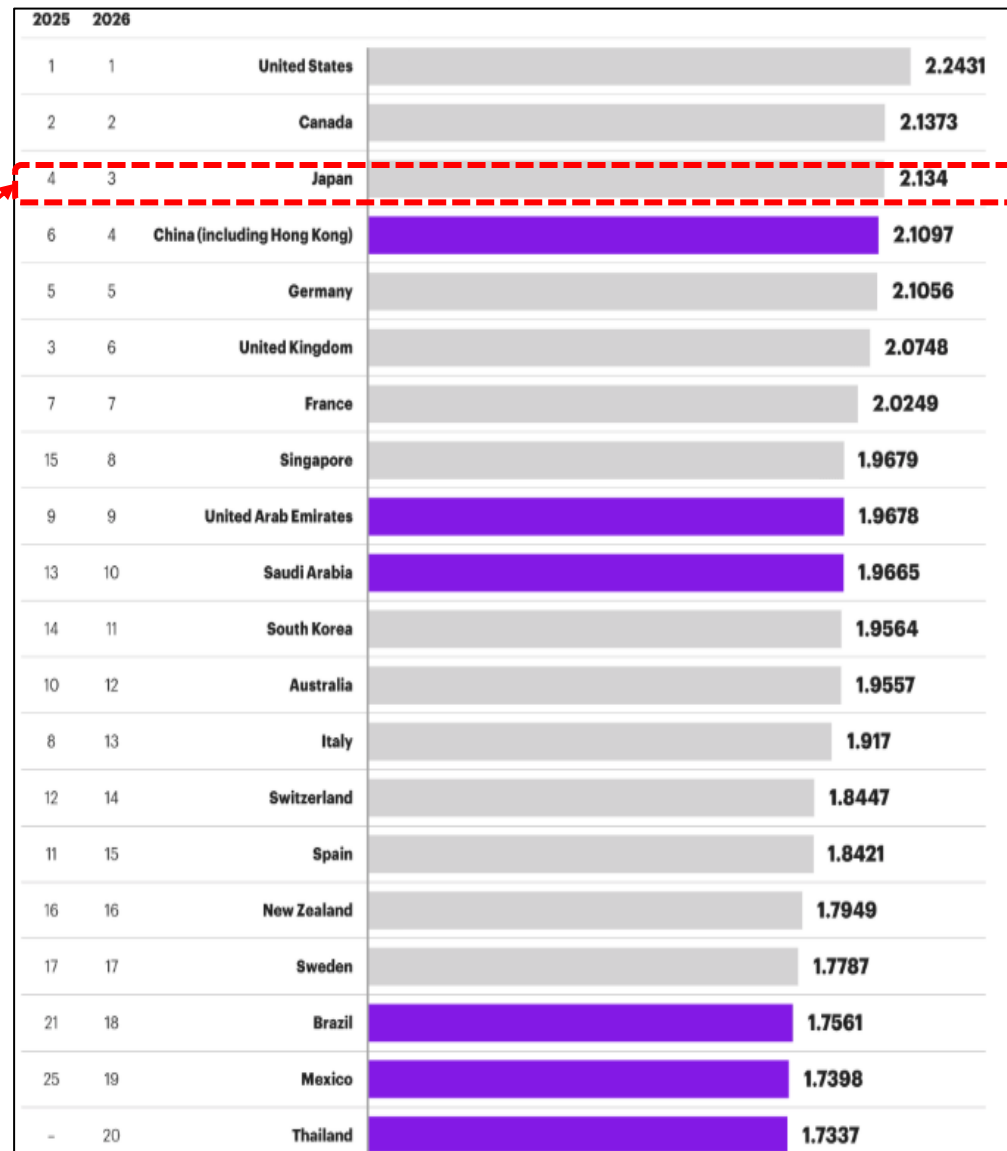
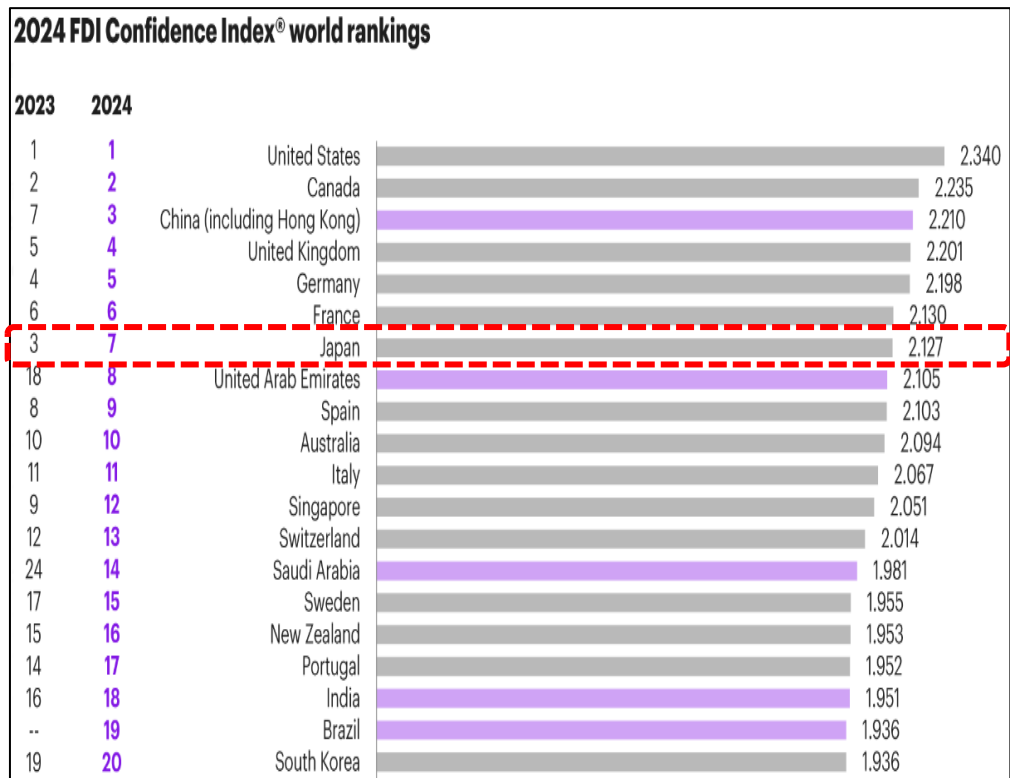


日本の金融収支の特徴と論点

- 金融収支動向における日本の特徴は、対内直接投資残高と対外直接投資残高の差が大きいことである。
 - 円安転換後の2021年以降も、資産負債倍率は改善されていない。
 - 国際金融取引が双方向か一方向かという金融統合の視点では、**日本は直接投資の資産サイド（対外投資）に偏っており、双方向性が不足**している。
- 香港・シンガポールとの違いは、対内直接投資が先行し、かつ2000年代以降急伸しており、対内・対外のバランスが取れている点。
 - こうした事情が、香港・シンガポール市場が東京市場を凌いで成長している源泉となっている。
- 金融収支項目の直接投資・証券投資はともに第一次所得収支の源泉である。
 - 今後、円安で肥大化した第一次所得収支が為替相場の影響を過度に受けないようにするためには、対外投資の資産・負債バランスを整えることは重要。
- 安全保障の観点から、近年先進国において**対内直接投資審査制度**が導入・強化されている。
 - 円安対策の一つとして対内直接投資を促進するためには、規制によるマイナス面に対処する必要がある。

Kearney's FDI confidence index

● Developed markets ● Emerging markets

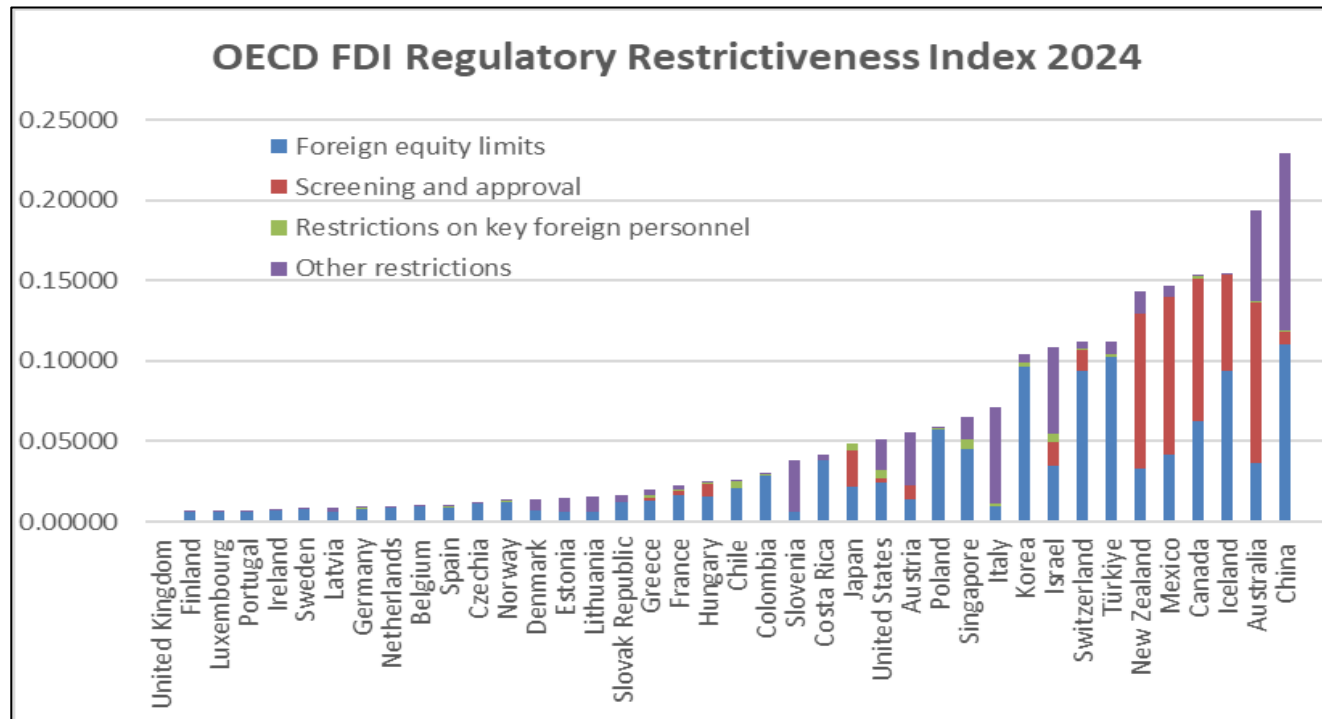


- Kearney FDI Confidence Indexは、「今後3年間にFDIを行いたい国」について世界のビジネスリーダー対象のアンケート調査に基づいて作成された指標である。
 - これによると、米国がトップで、カナダがそれに続いている。
 - 昨年から株価が急上昇している日本は2026年は3位にランクが戻っている。
- 中国は2026年に4位で、近年躍進している。
 - これは、2023年に上海と北京で外国人向け資本規制を緩和し、外資系企業の駐在員関連送金の自由化や外国企業の再投資の外国為替登録免除などによるものである。

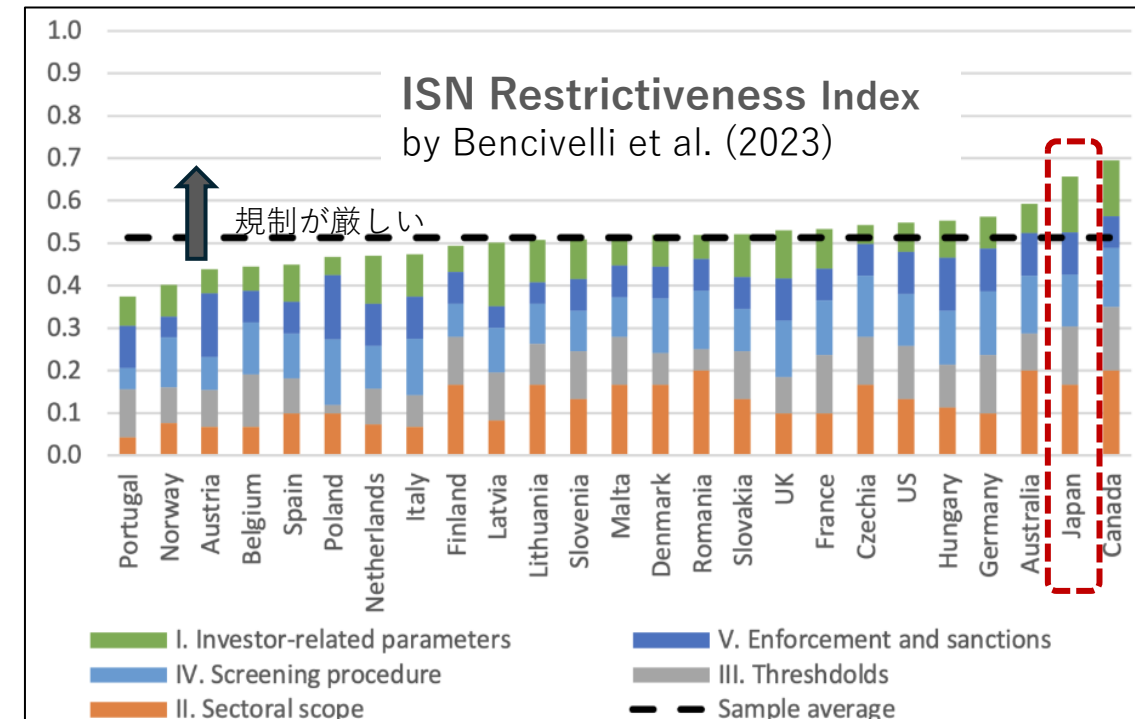
Source: 2024 Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index

対内直接投資に対する規制の強化

- 近年の地政学的緊張の高まりにより、貿易や資本の流れに対する規制の意識が高まって、先進国の多くは既存の投資審査メカニズム（ISM）を採用または強化している。
 - FDI規制の各国比較のデータとしては、OECDのFDI Regulatory Restrictiveness Index（左下図）がある。
 - Bencivelli et al. (2023, Bank of France)が作成した指標は以下 5 つの側面(Investor-related Parameters, Spectral scope and coverage of greenfield investments, Transactions subject to review and thresholds triggering a review, Screening procedure, Enforcement and sanctions for non-compliance)をカバーしており、日本は最も規制が厳しい国の一つとされている（右下図）。



OECD, <https://data.oecd.org/fdi/fdi-restrictiveness.htm>



先行研究：対内直接投資の決定要因

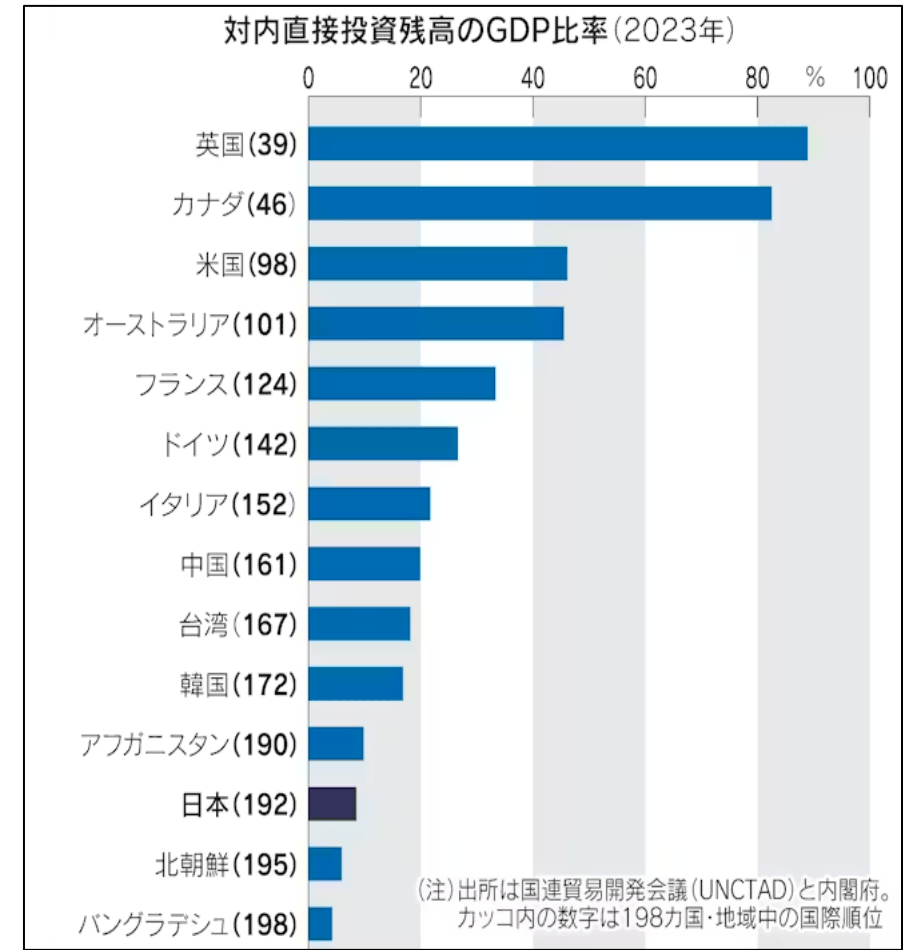
- 海外直接投資は、過去数十年にわたり国際資本移動の主要な形態として成長してきた。特に、hotなポートフォリオ投資よりも安定的なFDIフローは一国の経済成長にとって重要な要素であり、その決定要因が発展途上国を対象として研究されてきた。
 - FDIの決定要因として、**対象国の経済規模、人件費（ULC）、受入国の貿易開放度、人的資本、経済主体への課税傾向、政治的安定性**などが指摘されていた。
- 2010年代以降は、先進国経済の低成長を背景に先進国を対象とした研究も進んでいる。
 - Dellis, et al.(2017, ECB)は、OECD諸国をサンプルとして実証分析を行い、**制度（法の支配、財産権、規制の効率性）と経済構造の質**が先進国へのFDI流入を誘致する上で重要であることを示唆した。
- 米中貿易戦争以降、地政学リスクの高まりとともに国内回帰も含めた研究が進んでいる。
 - Alfaro and Chor (2023, IMF)によれば、米国製造業では**国内回帰（reshoring）**が進んでいるほか、米国の輸入に占める中国のシェアが、2017年の21.6%から2022年には16.5%まで低下し、その代わりに**友好国（friendshoring）**や**近隣国（nearshoring）**が増えている。
- 実質実効為替相場（REER）がFDIに与える影響についての分析はあまり多くない。
 - Bennett, et al. (2008, IMF) OECD16か国（1995-2003）をサンプルとした実証研究では、**日本のREERの減価がFDIのinflowを促進する**という結果を示している。

なぜ日本の対内直接投資は少ないのか？

- 清田教授（RIETI）による指摘
 - 日本企業のマークアップ率が他国企業よりも低い傾向にある
 - 生産年齢人口・労働力の減少（少子高齢化）が影響している
 - 英語や書類作成、商習慣など日本市場に参入するコストの高さ
 - GDPに対する公的債務の大きさが直接投資に負の影響を持つ（IMFの研究）



金融面で、例えば非居住者の東京市場における円資金調達事情を改善することで、日本市場参入の取引コストを下げる余地はあるだろうか？



日本の地域・業種別対内直接投資残高の推移

(億円)

地域・業種	2024年末		2013年末	地域・業種	2024年末		2013年末	地域・業種	2024年末		2013年末
アジア	100,605	289.6%	25,822	北米	94,693	66.8%	56,780	欧州	98,846	18.8%	83,192
製造業	21,165	448.9%	3,856	製造業	11,469	1.4%	11,311	製造業	64,731	33.7%	48,413
一般機械器具	1,286	11.0%	1,159	一般機械器具	323	--	0	一般機械器具	3,226	51.7%	2,126
電気機械器具	7,712	987.7%	709	電気機械器具	1,713	-59.2%	4,197	電気機械器具	11,692	-32.1%	17,212
輸送機械器具	866	72.5%	502	輸送機械器具	454	-30.2%	650	輸送機械器具	27,510	97.9%	13,899
化学・医薬	10,496	1378.3%	710	化学・医薬	4,238	143.0%	1,744	化学・医薬	16,956	51.7%	11,179
その他	805	3.7%	776	その他	4,741	0.4%	4,720	その他	5,347	33.8%	3,997
非製造業	79,440	261.7%	21,965	非製造業	83,223	83.0%	45,469	非製造業	34,115	-1.9%	34,779
金融・保険業	37,605	303.1%	9,329	金融・保険業	48,849	46.1%	33,425	金融・保険業	28,339	39.0%	20,381
通信業	3,240	198.3%	1,086	通信業	9,402	255.6%	2,644	通信業	15,370	842.9%	1,630
サービス業	6,709	221.3%	2,088	サービス業	3,534	319.2%	843	サービス業	2,362	22.4%	1,930
不動産業	5,470	281.2%	1,435	不動産業	547	30.2%	420	不動産業	217	-71.7%	766
卸売・小売業	1,118	-60.2%	2,810	卸売・小売業	14,931	154.7%	5,862	卸売・小売業	△ 15,027	-312.1%	7,085
運輸業	6,232	2063.9%	288	運輸業	5,102	8850.9%	57	運輸業	△ 193	-153.6%	360
その他	19,066	286.8%	4,929	その他	858	-61.3%	2,218	その他	3,047	16.0%	2,627

出所：財務省 財政金融統計月報より作成。カッコ内は2013年末から2024年末までの残高の変化率。

最近の大型投資の特徴

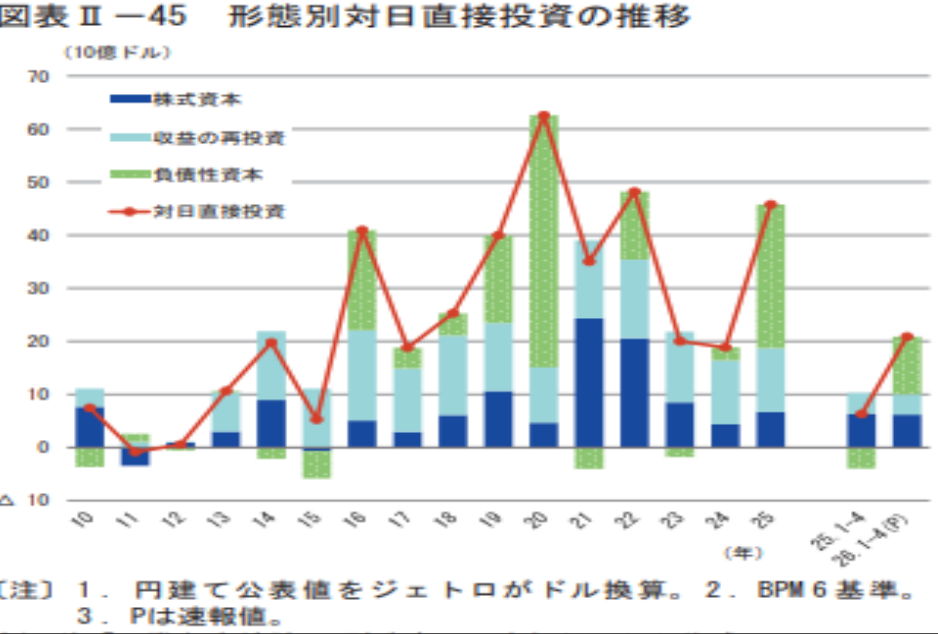
- 2024年・2025年はAI関連の製造業、非製造業のうちサービス業などの投資が増え、2026年もその基調が続いている
- アジア
 - 香港からの投資で2024年に活発な動きがあったのは物流不動産大手のESRグループであり、主に大型の物流施設を開発、国内では首都圏や近畿圏などを中心に展開
 - 台湾は、半導体受託製造で世界最大手の台湾積体電路製造（TSMC）による熊本県での半導体生産拠点を立ち上げ以降、投資額が増加し、2024年は前年比3.4%増と、3年連続で増加
 - シンガポールからは2024年以降、データセンター建設に向けて投資が続き、不動産・インフラ開発大手のケッペルは千葉県に大型データセンターを取得
- 米国
 - 米投資ファンドのベインキャピタルと人材派遣を手掛けるアウトソーシングが共同でMBOを実施
 - ベインは、さらにセブン&アイ・ホールディングスからヨーク・ホールディングスを買収、ヘルスケア分野でも三菱ケミカルグループから田辺三菱製薬を買収
 - 投資ファンドのアポロ・グローバル・マネジメントによるパナソニックホールディングスの車載部品を手掛ける事業会社パナソニックオートモーティブシステムズを買収
- 欧州
 - スウェーデンの投資ファンドEQTとベネッセホールディングスによるMBO
 - 自動車部品大手ボッシュは空調事業を手掛けるジョンソンコントロールズ日立空調（米ジョンソンコントロールズと日立グループの合併企業）を取得
 - 英国系の投資ファンド、CVCキャピタルパートナーズによる全国で調剤薬局を展開する総合メディカルグループの買収
- 2024年・2025年の対日グリーンフィールド投資案件は、AI関連が主軸
 - 投資額が最大の案件は、シンガポール系GLP傘下でデータセンター事業を担うアダ・インフラストラクチャーによるデータセンター着工
 - マイクロンは、次世代メモリー工場を広島に新設
 - ESR（香港）は京都府で最先端のハイパースケールデータセンター着工
 - 自動運転のスタートアップの英ウェイブ・テクノロジーズは、2025年4月に日本に開発拠点を開設し、12月には日産自動車と協業を発表

図表Ⅱ－46 主要国・地域別対日直接投資の推移

(単位：100万ドル、%)

	2024年	2025年	伸び率	2026年	
				1～4月	伸び率
アジア	10,982	14,475	31.8	1,147	△72.4
中国	1,373	652	△52.5	477	—
香港	4,232	2,068	△51.1	△461	—
台湾	1,696	2,278	34.3	352	△40.8
ASEAN	3,033	8,400	177.0	770	△50.0
シンガポール	2,705	8,024	196.6	826	△50.8
北米	△8,816	10,085	—	16,773	408.9
米国	△9,681	12,266	—	16,817	636.0
中南米	△1,484	4,310	—	1,812	206.6
大洋州	3,297	△1,833	—	△919	—
欧州	14,901	18,675	25.3	2,052	—
世界	18,852	45,803	143.0	20,881	230.4

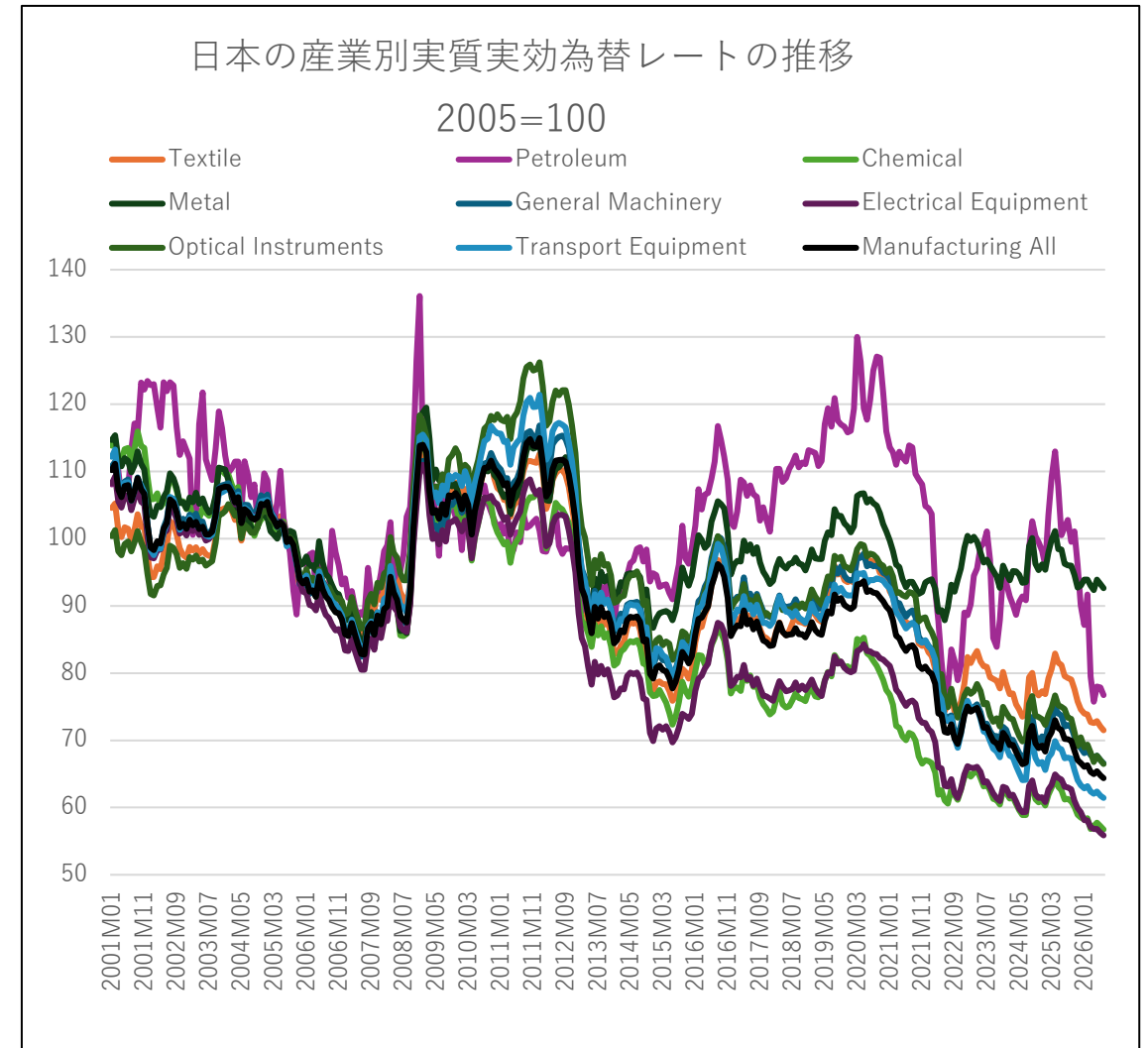
【注】 1. 円建て公表値をジェトロがドル換算。2. Pは速報値。
【出所】「国際収支統計」（財務省、日本銀行）から作成



JETRO世界貿易投資報告2025・2026年より抜粋
負債性資本：親子企業間の資金貸借や債券の取得・処分等を示す
収益の再投資：外資系企業の在日子会社の内部留保の増減に相当する
株式資本：外国資本による株式の取得や資本拠出金を示す

産業別実質実効為替相場の推移

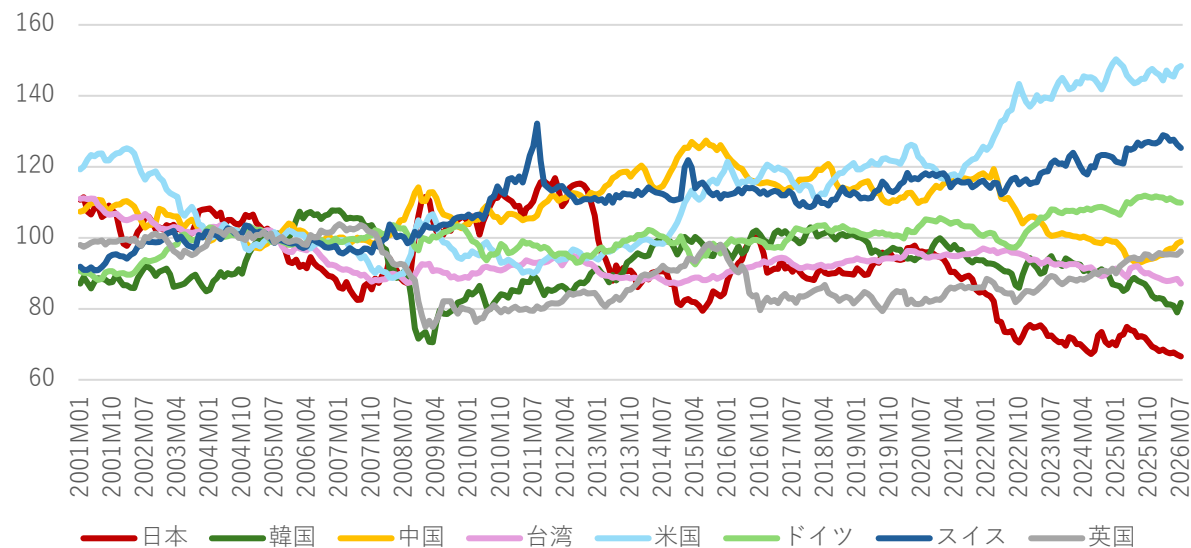
- 産業別実質実効為替相場は、経済産業研究所（RIETI）で2011年より公開されているREERの日次データであり、現在は25か国、13業種のデータを公開している
- 実質実効為替レートは当該国の輸出価格競争力を測る指標として用いられる
 - BISが公表しているREERはCPIをベースに計算されているが、このデータベースの最大の特徴は、アジア・欧州・北米・オセアニア諸国を中心に対象国の**産業別の生産者物価指数**を収集し、実質実効為替レートを産業別に構築している点にある
 - 産業別にみると、REERの形状は異なっており、この動きをもとに、対内直接投資を促す産業を見極めることができる
 - データ構築の詳細はSato, Shimizu, Shrestha and Zhang (2013, 2015)を参照



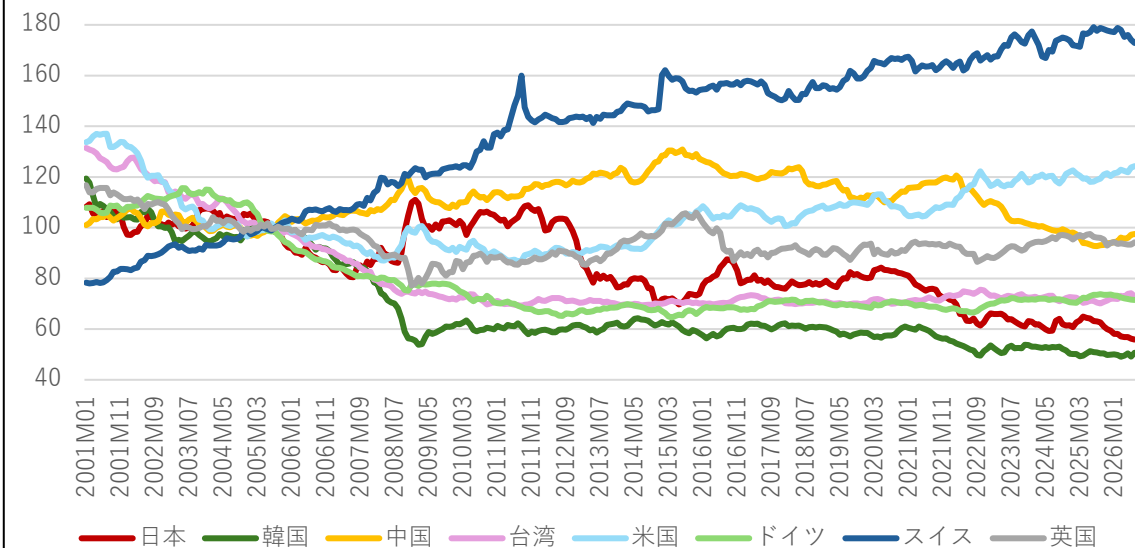
注：数値は2005年=100となる値である。

出所：経済産業研究所（RIETI） <https://www.rieti.go.jp/users/eeri/>

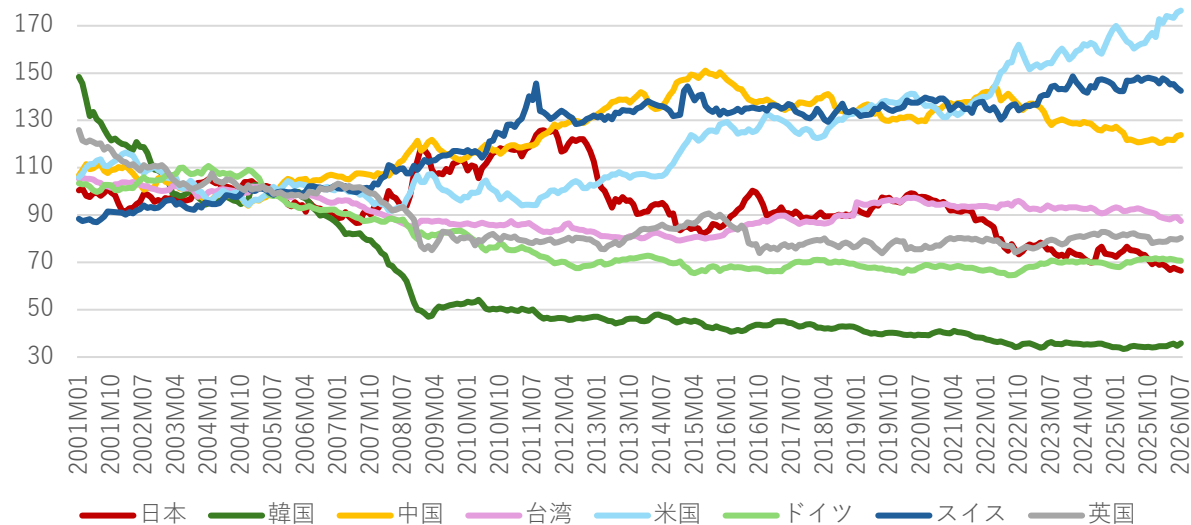
産業別実質実効為替レート《一般機械》



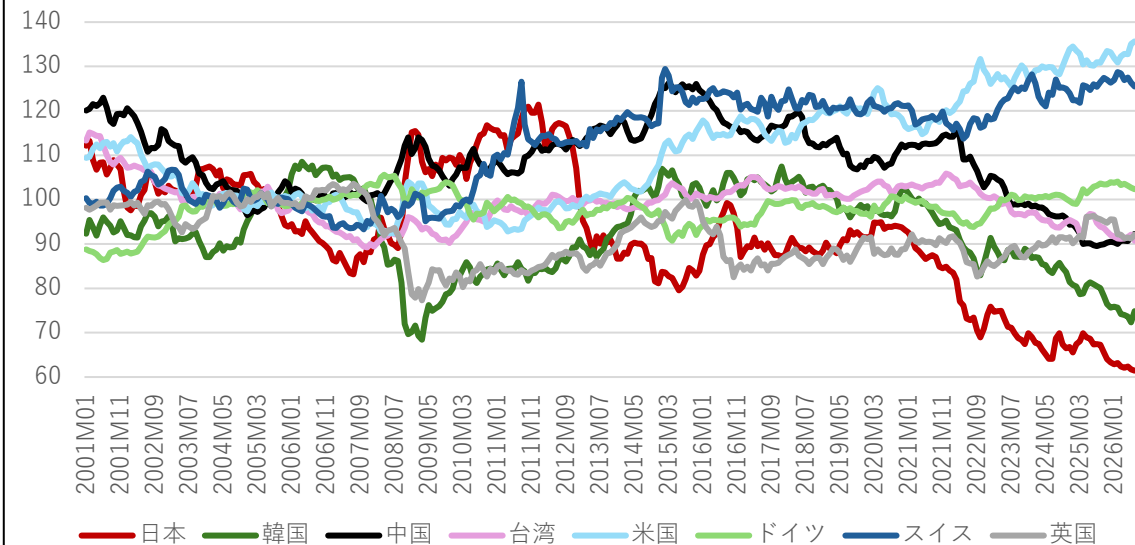
産業別実質実効為替レート《電気機器》



産業別実質実効為替レート《精密機器》



産業別実質実効為替レート《輸送用機器》



注：数値は2005年=100となる値である。出所：経済産業研究所（RIETI）

<https://www.rieti.go.jp/users/eeri/>

産業別実質実効為替相場が示唆する政策

- 4つの代表的な製造業を比較すると、日本が最も価格競争力がある（REERが最も下に位置する）のは一般機械と輸送用機器である。
 - 精密機器や電気機器では日本よりも韓国のほうが価格競争力がある
 - 経済学的見地からは、これらの業種に直接投資を誘致するのが最も効率的。
 - 日本で近年使われなくなった地方の港湾施設などのインフラを整備し、工業団地を作り、中国に展開している外資の一般機械や輸送用機器のサプライチェーンを日本に誘致することはできないか？

日本にお金が還流するため何が必要なのか？

第一次所得収支の多くは再投資に回され、日本に還流していないとの指摘がある。それでは、日本にお金が還流するには何が必要なのか？

- フロー面
 - 対内直投誘致により円を使う需要を高める←円を保有するインセンティブ
 - つまり円建て取引のシェアを上げること
- ストック面
 - 金利のある世界で円を保有するインセンティブを高める
 - 国内の成長率を高め、企業のマークアップ率を上げる
 - 財政規律を高め「安全資産としての円」価値を取り戻す
- これらをバックアップする政策
 - 財政・金融政策の市場への対話の改善
 - 円の為替相場の安定
 - 円のスワップ協定
 - アジアにおける自国通貨利用取組への参加・サポート
 - デジタル決済など円を用いる利便性を高める

アジアにおける新たなデジタル決済の取組

近年デジタルやCBDCを利用した新たなクロスボーダー決済のトライアルがアジアで進行中

mCBDC Bridge (2021年2月に公表、稼働中)

- 香港、タイ、中国、UAE、サウジの中銀の他、各国・地域の計20商業銀行が参加
- mBridge ledgerを使用した、wholesale のmulti - CBDCプロジェクト
各国・地域のCBDCを用いたクロスボーダー送金、2つのCBDCの外為取引でのPvP決済等を実施
- 中銀マネーによるクロスボーダー決済、国際取引での現地通貨使用を促し、**決済のスピード・コストを改善を目指す**
- HKMAを中心に2024年から実証実験を開始し、BIS離脱後も2026年中にクロスボーダーCBDC決済を実施する予定

Project Dunbar (2021年11月に公表、稼働中)

- シンガポール、豪、マレーシアと南アの中央銀行が参加
- 分散型台帳技術 (DLT) を使用しCBDCシステム (プラットフォーム) のプロトタイプを開発すること
- 参加国のCBDC間だとクロスボーダー決済を実施

Project Nexus (2021年7月にBISが公表、稼働中)

- BISが各国の高速決済システムを連携させ、国境を越えた即時決済を可能にする取り組みを開始
- BIS イノベーション・ハブ (シンガポール) は、CBDCを使う形式ではなく、既に世界約60ヶ国で安定的に運用されている高速決済システム (IPS: Instant Payment System) 同士を接続する方法を標準化することで、接続プロセスを容易にし、クロスボーダー決済をスピードアップする取り組み
- インド (UPI)、シンガポール (PayNow/FAST)、マレーシア (DuitNow/RPP)、タイ (PromptPay)、フィリピン (InstaPay/PESONet) に加えて、オブザーバーとしてインドネシア (BI-FAST)、ユーロ圏 (TIPS) が高速決済システムを実験的に接続する

Project Ubin (2019年11月以降、段階的に実証実験を推進中)

- シンガポール (MAS) が開始したプロトタイプの、豪、マレーシアと南アの中央銀行が参加
- 第1～第2段階では、国内決済ネットワークでのシステム構築、第3、第4段階では複数のブロックチェーンプラットフォーム間でDVPやクロスボーダー決済システムを構築、現在第5段階で実証実験を進める
- プロジェクトの最終段階として、シンガポールの投資会社テマセクと米投資銀行のJPモルガンと協力を発表し、決済の効率性向上に取り組む

日本の金融市場の目指すべき将来

- 円安・物価安を背景に対内直接投資の促進を政府・企業一丸となって推進
- 危機時にアジアに米ドルの流動性供給が行えるという立場を最大活用し、円の供給も行える二国間スワップ協定をさらに充実させ、アジアのセーフティーネットとなる
 - FRBとの中央銀行間スワップ取極は利用可能な常設の制度であり、日本の金融機関は国際的な金融危機時にドルの流動性を供給する上で重要な安全弁として機能する
 - 外資系企業が金融危機時にコミットメントラインを引き出し、預金の流出を加速させないために、トランザクションバンキングなどの付帯サービスを提供し、決済性口座を増価させ、流出しにくい預金を増やす取り組みが重要（日銀レビュー、2021-J-12）
- 政府や東京都、および地方都市が進める国際金融都市構想は、それぞれの地域の特徴とそれに合わせた対内直投誘致を生かして推進
 - 福岡は中国・韓国向けなど、それぞれの地方の特色や既存インフラを生かした対内直接投資を誘致し、それに合わせた金融サービスの提供や関連外国銀行との提携・誘致
 - 最近の大型直投案件での円債発行需要に対応すべく、東京は大型M&Aの資金調達がスムーズとなる円債市場を作るなど、大手金融グループを中心に非居住者向け金融サービスを展開
- 豊富な家計金融資産を有する東京が目指すべきはNY型であり、ロンドン型の香港、シンガポール市場と共存する
 - アジアで進展している現地通貨建て利用の促進やデジタル決済に本格的に政府として協力
 - クロスボーダーのデジタル決済技術に取り組み、東京市場で円とアジア通貨の直接取引の利便性を高める

本日の報告のまとめ

日本の金融収支項目において、直接投資は対外、対内のバランスをとることが重要である。地政学リスクの高まりによるオフショアリングの再構築が進んでおり、特に円安や物価安を背景として日本に製造業・サービス業の対内直接投資が進んでいる。



さらなる促進のためには様々な面でのインフラ整備、制度の見直し、そして資金調達面での工夫や改善が必要
対内直投の促進により、国際金融都市としての機能を強化する



- ✓ 産業別REERなどを参考にして、産業の競争力を考慮した政府・自治体サポート
- ✓ 地方に輸出産業として誘致するためには、港湾などのインフラ整備（釜山など近隣港湾との連携）、地方税関での通関の簡素化やAEO制度の拡充などに着手
- ✓ 非居住者による円資金調達のコスト削減など、金融面でのサポートは重要
- ✓ さらにクロスボーダー決済サービスの革新による取引コストの削減が必須
 - ・ アジアではリテール型CBDCやQRコード決済を通じた試験運用が複数の国で進められている
 - ・ 日本がアジアのプロダクションネットワークの製造拠点となるならば、アジア近隣諸国間でのホールセール型デジタル決済を進める推進役となる必要がある

参考①：日本とアジアの二国間スワップ協定

日本が締結しているアジア二国間スワップ協定

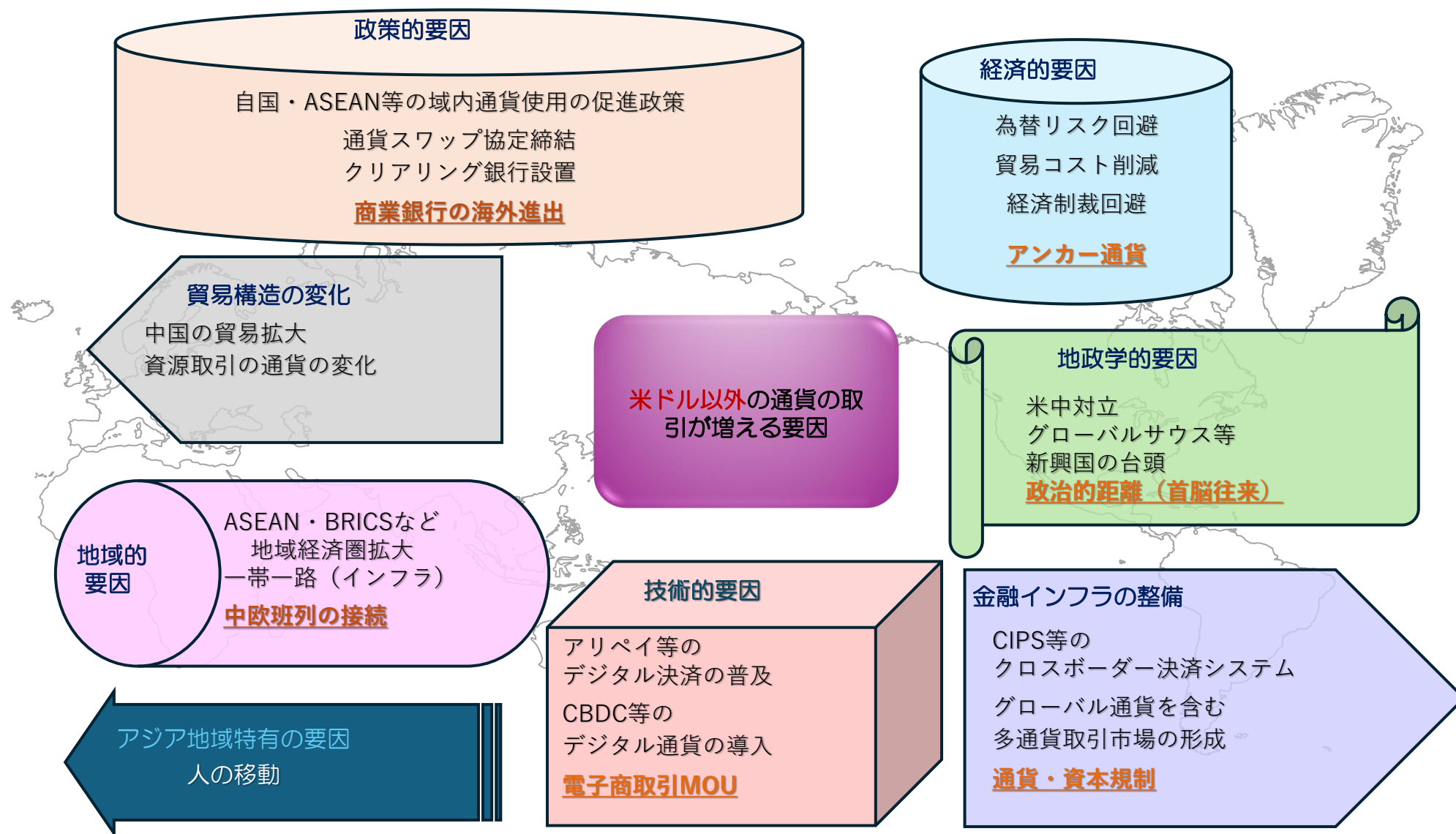
(2026.3.2現在)

- アジア域内での円とアジア通貨の利便性向上のため、日本はJGBを担保としてスワップ協定を結んでいる。
- 東京市場での円とアジア通貨の直接取引の利便性向上のため、これをさらに発展させ、日本がアジア各国の国債を保有することで東京市場でアジア通貨の流動性を供給できるようにする。
- このようなスワップ協定は現地通貨建て取引のバッファーになっている。

	インドネシア	フィリピン	シンガポール	タイ	マレーシア	インド	韓国
契約当事者	日本財務省とインドネシア中央銀行	日本財務省とフィリピン中央銀行	日本財務省とシンガポール通貨監督庁	日本財務省とタイ中央銀行	日本財務省とマレーシア中央銀行	日本財務省とインド準備銀行	日本財務省と韓国銀行
契約日	2024.10.14	2025.1.1	2024.5.21	2024.7.23	2023.9.18	2026.2.28	2023.12.1
双方向/片方向	片方向	双方向	双方向	双方向	双方向	双方向	双方向
使用通貨	米ドル・日本円⇔ルピア	米ドル・日本円⇔ペソ (比要請時) 米ドル⇔日本円 (日本要請時)	米ドル・日本円⇔星ドル (星要請時) 米ドル⇔日本円 (日本要請時)	米ドル・日本円⇔バーツ (泰要請時) 米ドル⇔日本円 (日本要請時)	米ドル・日本円⇔リングギット (馬要請時) 米ドル⇔日本円 (日本要請時)	米ドル⇔ルピー (印要請時) 米ドル⇔日本円 (日本要請時)	米ドル⇔ウォン (韓要請時) 米ドル⇔日本円 (日本要請時)
スワップ額	日→尼 227.6億ドル相当	日→比 120億ドル相当	日→星 30億ドル相当	日→泰 30億ドル相当	日→馬 30億ドル相当	日→印 750億ドル	日→韓 100億ドル
	—	比→日 5億ドル	星→日 10億ドル	泰→日 30億ドル	馬→日 30億ドル	印→日 750億ドル	韓→日 100億ドル

出所：財務省

参考②：ドル以外の通貨の取引が増える要因



参考文献

- Alfaro, Laura & Davin Chor, (2023) "Global Supply Chains: The Looming “Great Reallocation”," NBER Working Papers 31661, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bencivelli, L, V Faubert, F Le Gallo and P Négrin (2023), "Who’s afraid of foreign investment screening", Banque de France Working Paper No. 2023/927.
- Bennett, et al. (2008) Competitiveness in the Southern Euro Area: France, Greece, Italy, Portugal, and Spain, IMF Working Paper WP/08/112 [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08112.pdf](https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08112.pdf)
- Sato, Kiyotaka, Junko Shimizu, Nagendra Shrestha, Shajuan Zhang, 2013. "Industry-specific Real Effective Exchange Rates and Export Price Competitiveness: The Cases of Japan, China, and Korea," *Asian Economic Policy Review*, Vol. 8(2), pp. 298-321.
- Tomizawa, Katsuyuki and Junko Shimizu, 2026, Sustainable expansion of local currency trade invoicing requires well-developed foreign exchange markets and credible bilateral and multilateral policy frameworks.,2026, ADBI Working Paper 1540.
- 宮川 真一(2022)「クロスボーダー決済の課題解決に向けた 国際決済銀行の取り組み」 公益財団法人 国際通貨研究所 [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2022/nl2022.38.pdf](https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2022/nl2022.38.pdf)
- 杉江次郎、鳩貝淳一郎(2022)「分散型台帳技術を活用した決済の改善の取り組み ― 各国のホールセール型CBDCの実証実験を中心に ―」 日銀レビュー22-J-16