

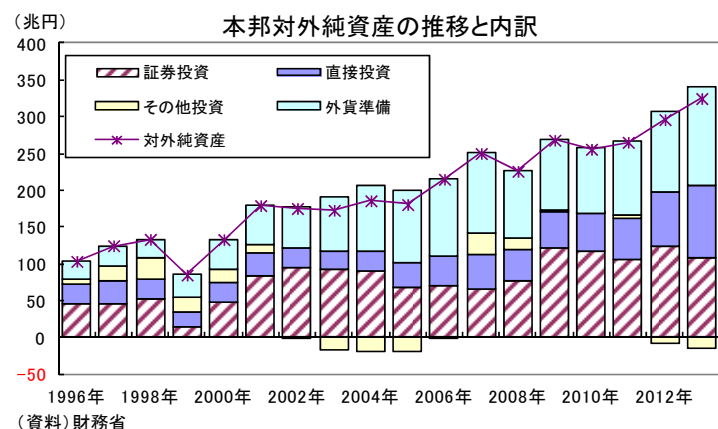
みずほマーケット・トピック(2014 年 5 月 28 日)

2013 年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～

2013 年末時点の対外純資産は前年比 28.7 兆円増の 325 兆円と過去最大を更新。増加は「為替相場変動による調整」でもたらされたもので、殆どが円安効果。商品別に見ると、対外資産の増分で目立ったのは直接投資や邦銀の海外融資等を反映するその他投資。特に、対外純資産に占める直接投資比率はいいよ証券投資の比率に肉薄している。日本の対外純資産構造が大きく変わりつつある兆候であり、縮小する国内市場に見切りをつける企業行動が色濃く出始めていると考えられる。また、通貨構成を見ると対外資産は対外負債よりも外貨部分が大きく、円安が進むほど対外純資産が膨らむのが現状。対外純資産の存在をもって短期的な円相場を説明することは難しいが、少なくともこうした事実を踏まえれば、円の暴落は容易に起きるものではない。

～過去最大の対外純資産:円暴落は簡単に起こり得ず～

昨日は財務省から 2013 年末時点の対外資産負債残高が公表されている。本邦企業、家計、政府が海外に持つ資産から負債を差し引いた対外純資産は前年比 28.7 兆円の 325 兆円と過去最大を更新した(2012 年末は 296.3 兆円)。対外資産が 2012 年末の 661.9 兆円から 797.1 兆円へ 135.2 兆円増加する一方、対外負債が 2012 年末の 365.6 兆円から 472.1 兆円へ 45.6 兆円増加した



結果、対外純資産が 28.7 兆円増加している。対外資産の増分 135.2 兆円のうち、8 割弱に相当する約 105.3 兆円が「為替相場変動による調整」でもたらされたもので、要するに円安による為替差益分である。2012 年末から 2013 年末の為替相場の変化率に関し、ドル/円は 22.1%上昇(86.32 円→105.37 円)しており、ほぼ年初来高値で統計が計測されたことが一段と為替差益を大きいものとしている。なお、ユーロ/円はさらに大きく 27.6%上昇(113.86 円→145.31 円)している。

また、そうした市況変動に係る価格要因ではなく、純粋な取引フロー増減による数量要因だけ見れば、対外資産が 38.9 兆円増加、対外負債が 45.6 兆円増加し、対外純資産が▲6.7 兆円減少する結果となっており、対外純資産の増加はあくまで円安による「値洗い」がもたらしたものである。ちなみに、対外負債が増加した背景には、海外投資家による日本株投資が膨らんだことが効いており、現行統計開始以来で最大の増加幅(71.4 兆円)を記録している。恐らく、今年(2014 年)末の対外純資産に関しては、このような規模での日本株投資がなくなった分、対外負債の減少を通じて押し上げられる部分もありそうだが、円安による対外資産の押し上げも 2013 年に比べれば弱いものに

なると思われ、ほぼ今年から横這いイメージに着地するのではないかな。

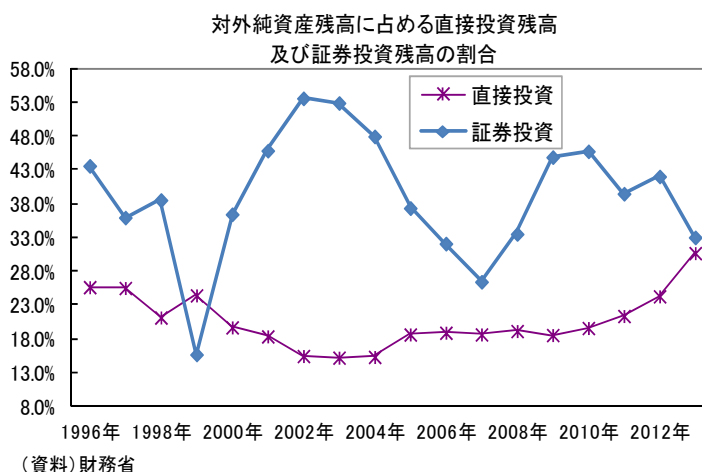
経常収支や貿易収支といった日々のフローに注目していると「円相場のなだらかな下落」というシナリオしか見えてこないが、その一方でこうしたストック(残高)に注目すると、一部で嘸し立てられる円の暴落もそう簡単には起こり得ないことも見えてくるだろう。

～直接投資の比率は過去最高に～

商品別に見ると、対外資産の増分 135.2 兆円の内訳は直接投資が 27.9 兆円、証券投資が 54.1 兆円、金融派生商品が 3.6 兆円、その他投資は 25.5 兆円、外貨準備が 24.0 兆円である。この内、取引フローを背景とする数量要因が目立ったのは直接投資とその他投資であり、前者は 13.2 兆円、後者は 16.0 兆円が数量要因であった。ちなみに、その他投資の増加の殆どは貸付によるものであり邦銀による海外融資などが膨らんだ結果と推測される。また、円相場の見通しを考えるうえでは「日本人による円売り」、要するに対外証券投資が注目されるところだが、54.1 兆円のうち、取引フローは▲6.1 兆円とむしろ減少しており、増分の殆どは為替差益(48.6 兆円)によりもたらされたものである(なお、残額はその他調整として国際収支統計との作成方法の違いから生じる不突合)。

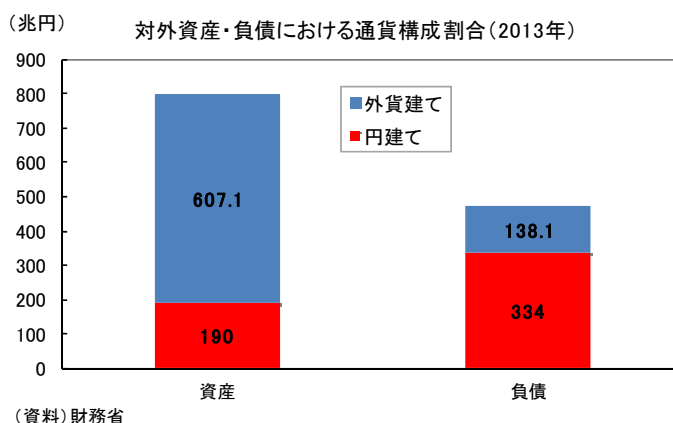
こうした商品別の動向に関し、注目はやはり対外純資産残高に占める直接投資の比率が上昇基調にあることだろう(図)。2004 年以降、同比率は上昇傾向にあるが、金融危機後の円高を背景に一段加速し、2013 年末時点では 30.7% といよいよ証券投資の比率に肉薄している。これは日本の対外純資産の構造が大きく変わりつつある兆候であり、縮小する国内市場に見切りをつける企業行動の影響が色濃く出始めていると考えられよう。

なお、2004～07 年そして 2012 年末以降と、円安基調にあった局面も含めて同比率は上昇しており、対外直接投資はもはや為替に左右されない企業戦略と思われる。



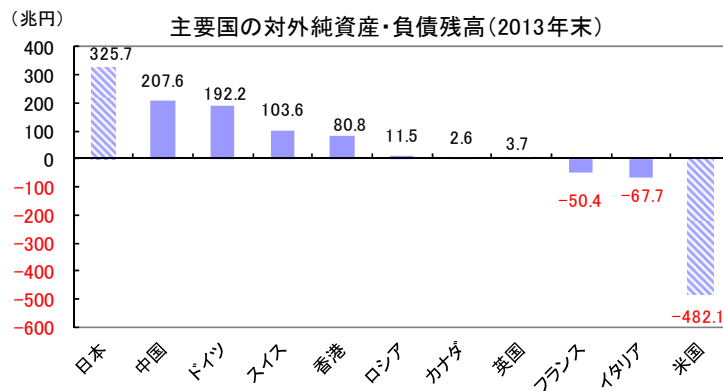
～対外資産・負債の通貨構成割合～

未曾有の金融緩和に対する懸念、その帰結としての将来的な金利上昇そして円の暴落などを懸念する向きは頻繁に見聞きするようになってきているが、そうした際、円安で対外純資産が膨張する点はあまり留意されることがないように思う。対外資産・負債残高の通貨構成に関し詳しく見ると、対外資産 797.1 兆円のうち、外貨建ては 76% 相当の 607.1 兆円、円貨建ては 24%



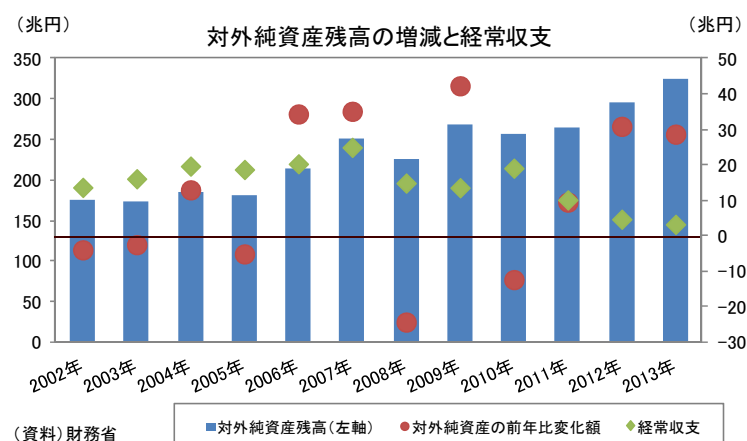
相当の 190.0 兆円となっており、為替差損益が評価額を左右するような通貨構成になっている。片や、対外負債 472.1 兆円は、外貨建てが 30%相当の 138.1 兆円、円貨建ては 70%相当の 334.0 兆円となっており、為替差損益が全体に影響を与え難い通貨構成となっている。この結果、今回見たように、円安が進むほど日本の対外純資産が膨らむという現状である。

一般的に通貨危機に陥る国は恒常的にフロー（経常 or 貿易収支）の赤字を垂れ流し続け、その結果としてストック（残高）も純負債であるケースが多いが、日本はそうした点からは「最も時間稼ぎの出来る国」であり（図）、一足飛びに資本逃避から危機に追い込まれることは考え難い。もちろん、これは「今直ぐにはそうならない」という話であって、そのような懸念を持たれぬように財政再建の姿勢を示し続けることが肝要である。



～円安で貿易黒字が増えなくとも対外純資産は増える～

なお、図は左軸に対外純資産残高を、右軸に対外純資産残高の前年差額及び当該年の経常収支額をプロットしたものである。為替相場の影響等を捨象すれば、経常黒字・赤字に伴い、対外純資産残高も同等のイメージで増減するはずだが、実際はそうならない。図示されるように、2012 年及び 2013 年は経常黒字が激減したものの、円安効果で為替差益が出た分、対外純資産残高は大きく積み上がった。これに対し、殆ど値動きのなかった 2011 年などは経常黒字と対外純資産残高の増分が概ね一致していた。日々のフローがクローズアップされる中で見落とされがちな論点だが、仮に円安で貿易黒字（輸出）が増加しなくとも、それにより対外純資産が増える結果として、危機的状況に対処する時間に余裕が生まれるというのは日本の対外経済部門の強みである。対外純資産の存在をもって短期的な円相場の動きを説明することは難しいが、少なくとも円暴落を否定し得る材料としては留意しておきたい。



以上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～しみ出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躓いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安一輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンナき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)