

みずほマーケット・トピック(2017 年 6 月 1 日)

2016 年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～

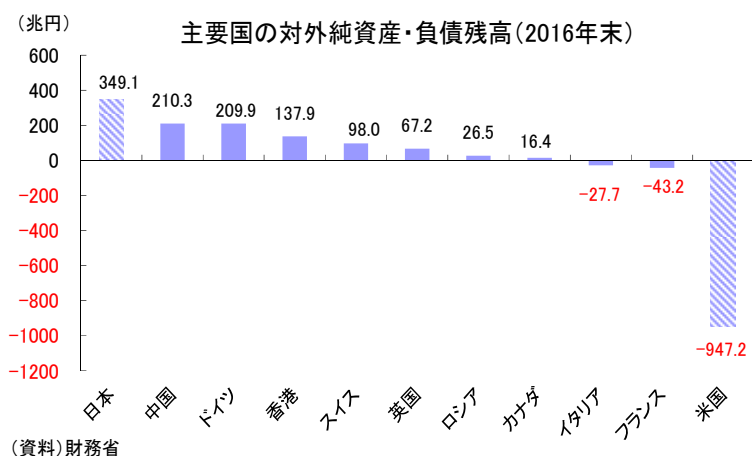
4～5 月にかけては北朝鮮有事に絡めた「リスク回避の円買い」に疑義を呈する議論が盛り上がったが、これに深く関連する論点として先週公表された対外資産・負債残高統計(2016 年末時点)を掘り下げてみたい。対外純資産は前年比+9 兆 8950 億円の 349 兆 1120 億円となり、約 2 年ぶりの増加。純資産額は 26 年連続で世界最大である。近年の対外純資産の積み上げは本邦企業による旺盛な対外直接投資の結果であり、2012 年以降、急激に円安が進んだ状況でもこの流れは継続した。クロスボーダー M&A などでは為替に左右されない重要な企業戦略になっていると考えられよう。危ういムードが高まった時に為替市場で発生する「リスク回避の円買い」を疑問に思う向きは少なくないが、世界最大の対外純資産こそが「リスク回避の円買い」の源泉であり、「日本がギリシャのようになる」、「国債が大暴落する」といった巷の言説を本質的に否定するデータ。早晩、こうした状況が変わる兆候はない。

～やや弱気化したページブック～

昨日の為替相場はドル売り優勢の展開となった。公表された地区連銀経済報告(ページブック)は大部分の地区における景気拡大が引き続き報告されたものの、一部地区で楽観的な見方が後退したとの報告も見られた。ページブックは 6 月 13～14 日の FOMC における討議資料となるだけに看過できず、それゆえに米金利低下とドル売りを促したものと見られる。一方、欧州ではバイマン独連銀総裁やラウテンシュレーガー ECB 理事といったドイツ出身の政策理事会メンバーからタカ派寄りの情報発信が行われ、ユーロ/ドルが上昇したことなどもドル売りに寄与したもののだろう。

～2016 年末の対外純資産:主役は直接投資～

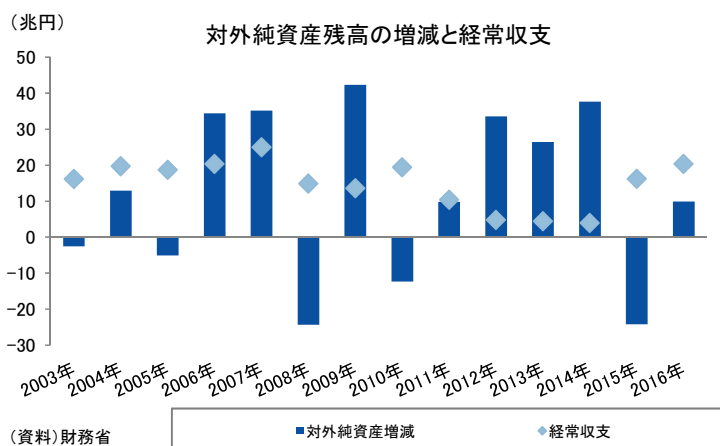
ところで先週 5 月 26 日には財務省から 2016 年末時点の対外資産・負債残高統計が公表されている。4～5 月にかけては北朝鮮有事に絡めた「リスク回避の円買い」に疑義を呈する議論が盛り上がったが、これに深く関連する論点ゆえに取り上げてみたい。日本の政府や企業、個人が海外に保有する資産(対外資産)から、海外勢が日本で保有する資産(対外負債)を差し引いた



対外純資産は前年比+2.9%増(+9 兆 8950 億円)の 349 兆 1120 億円となり、約 2 年ぶりの増加と

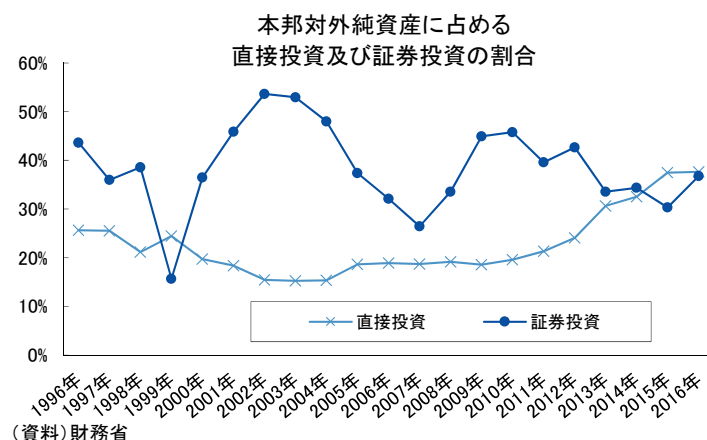
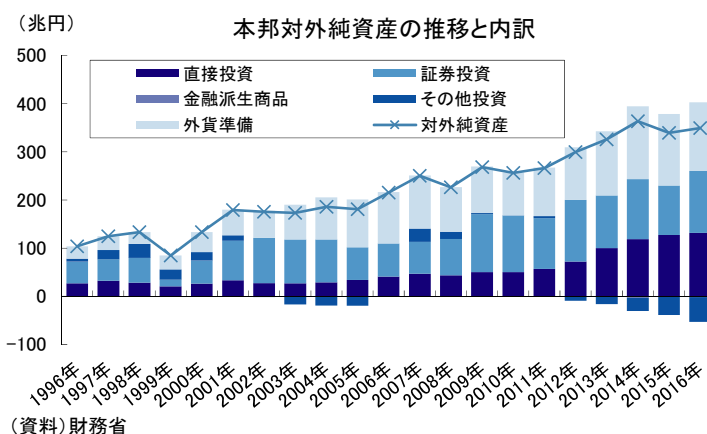
なっている。純資産額は26年連続で世界最大であり、2位の中国(210.3兆円)や3位のドイツ(209.9兆円)とは、まだかなりの距離がある。だが、2016年通年では+20兆円以上の経常黒字が記録されていたことを思えば、前年比+10兆円足らずの増加幅は控えめである。この点、今回の対外資産・負債残高統計を増減要因別に見ると、取引フロー(いわゆる「量」)の要因、端的には経常黒字)では前年比+28兆

6990億円の増加が見られている一方、為替相場変動(いわゆる「価格」)の要因、ここでは円高¹⁾によって▲22兆2640億円の減少が見られていることが分かる。歴史的に見ても、対外純資産の増減額と経常収支の金額が一致することは稀であり(図)、むしろ為替相場の動向に左右されるケースが多い。図示されるように2012～14年にかけて対外純資産は急増しているが、この間の経常収支は小幅黒字ないし均衡といったイメージであった。ストックが巨額であるため、取引フローによる「量」の積み上げよりも「価格」による評価損益の方が全体を左右するのである。



～主役は直接投資～

右図は対外純資産の構成を見たものである。基本的に経常黒字国であるという事実を反映し右肩上がりだが、上述したように、その増減幅自体は為替変動の影響は大きく受けてきた。また、一瞥して分かるように近年の対外純資産の積み上げは本邦企業による旺盛な対外直接投資の結果である。具体的には、過去5年間で対外純資産は約83兆円増加したが、このうち直接投資は約75兆円増加している。2012年以降、急激に円安が進んだ状況でもこの流れは止まっておらず、むしろ加速していることから、クロスボーダーM&Aや投資先国に新たに法人を設立する動き(いわゆるグリーンフィールド投資)は為替に左右されない重要な企業戦略になっていると考えられよう。



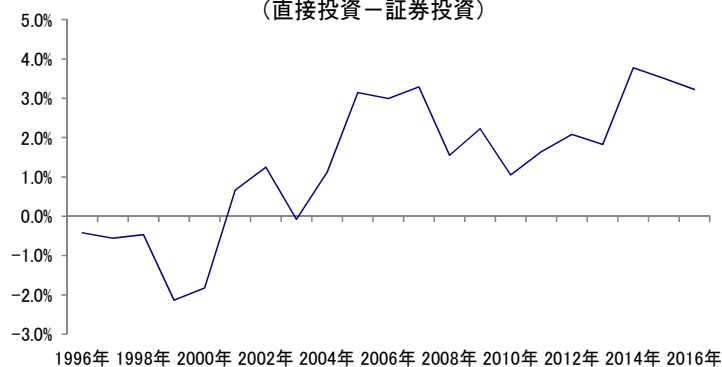
¹ 今回の対外資産・負債残高統計ではドル/円相場に関しては120.42円から117.11円で▲2.7%下落、ユーロ/円相場に関しては131.14円から123.43円で▲5.9%下落との前提に立っている。

縮小する国内市場という制約を考えれば、これは当然の流れである。対外純資産に占める割合で見た場合、2000 年代前半では証券投資が全体の半分以上を占めていたが、2013 年以降は証券投資と直接投資の割合が共に 35%程度で肉薄し、2016 年は 37%で並んでいる(なお、2015 年は証券投資が 30%、直接投資が 37%と逆転していた、前頁図)。

また、世界的な低金利傾向を背景として証券投資の収益率が低下しており、直接投資との収益率格差も 2000 年に入ってから逆転、その後拡大傾向にある(図)。こうした事実を踏まえれば、マクロ経済全体にとってみれば、証券投資よりも直接投資に資源配分が偏っていく動きは望ましいと言えるし、また自然と言える。なお、直接投資収益率(直接投資収益の受取÷直接投資残高)の格差は当然、投資先の国・地域によってバラつきがあるが、2016 年の直接投資残高の国・地域別内訳を見ると、米国が 31%、アジアが 25%(うち中国+香港が 10%)、EU が 22%であった。通貨・通商政策が先鋭化している米国に対しては、依然アジアを差し置いて米国が最大の直接投資先であるという事実は日米経済対話などの場でアピールしたいところである。と

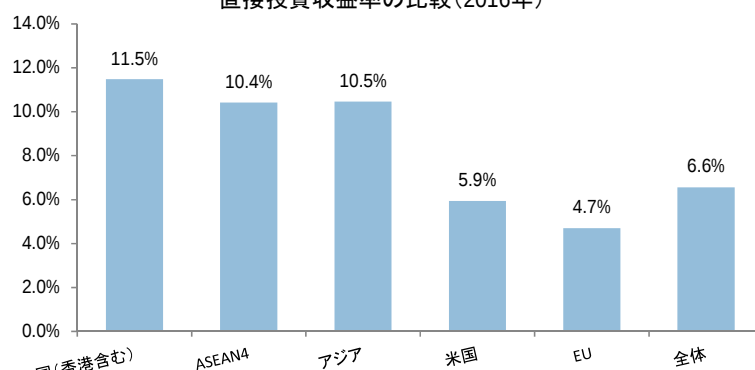
はいえ、収益率の序列を見ればアジア、米国、EU であり、欧米は全体平均を下回る(図)。トランプ政権にとっては愉快ではないだろうが、趨勢として近接したアジアを中心とする新興国への直接投資が増えていくことは必然だろう。

直接投資と証券投資の収益率格差
(直接投資－証券投資)



(資料)INDB

直接投資収益率の比較(2016年)



(資料)日本銀行

～26 年連続で世界最大:「リスク回避の円買い」の源泉～

危ういムードが高まった時に為替市場で発生する「リスク回避の円買い」に疑義を呈する向きは多いが、以上のような世界最大の対外純資産こそが「リスク回避の円買い」の源泉であり、「日本がギリシャのようになる」、「国債が大暴落する」といった巷の言説を本質的に否定するデータと言える。そうした非常事態は円建て資産の叩き売りを背景に極まってくと考えられるが、それが「世界で最も外貨建ての資産を抱える国」で一夜にして起きる可能性はやはり低いだろう。もちろん、対外純資産があるからといって累増する政府債務を放置して良いという話にはならないが、大きな対外純資産は相応の時間稼ぎを可能にするための原資であるということは間違いない。

裏を返せば、円が有事の際の世界最強通貨であるという事実は、現在の対外純資産に関する主要国間の序列が明確に変わった時に修正を迫られる可能性はある。仮に、世界最大の経常黒字

を毎年積み上げているドイツが将来的に日本を追い抜くようなことがあれば、円に対する見方も大分変わってくる可能性があるだろう。この点、後述するように、日本が暦年で経常赤字に陥るような状況に至った場合は、円に対する見方が根本的に変わる契機になるかもしれない。

とはいえ、既に見たように、対外純資産の総額は円安によって極端に膨らむ傾向がある。とすれば、対外純資産が著しく減少していく展開があるとすれば、円高が定着した上で、経常収支も赤字が常態化し、価格・量の双方から減少する経路だろうか。しかし、理解が難しいのは、円高それ自体は通貨の信認が高まっていくことを意味しているはずであり、それに起因する対外純資産の減少が果たして「リスク回避の円買い」の否定に繋がるのかという論点である。また、円高が定着する局面では政府・日銀による円売り・ドル買い介入が行われ、外貨準備の積み上げを通じて対外純資産は増える可能性もあろう。対外純資産が趨勢的に減少して、それが円の信認低下という意味での円安に繋がる経路があるとすれば、相当規模の経常赤字が定着し対外純資産がコンスタントに削られる状況がまず必要である。その上で為替相場では円安が進みきっているということも条件になろう(前年比での円安が進むと対外純資産は増えるため)。

しかし、現状の経常黒字は第一次所得収支が殆どであり、これは巨大な対外純資産からの見返りに由来している。既に見たように、現状の対外純資産の70%は証券投資と直接投資で半々(各35%)となっているが、後者の直接投資は簡単に国内回帰する性質のフローではない。とすれば、まず日本から海外へ投資されている証券投資が巻き戻され、対外証券投資の残高が著しく減少するような動きがなければ、第一次所得収支ひいては経常収支の赤字化には繋がらないだろう。だが、現在の悲惨な円金利環境を踏まえると、対外証券投資残高が早晚、取り崩されて日本へ回帰してくるという展開は想像が難しいと言わざるを得ない。そうなるとしたら、投資機会に関し海外よりも国内の方が圧倒的に魅力的になった場合や国内機関投資家の経営体力が著しく衰え、対外資産を処分する動きが加速した時だろうか。いずれにせよ早晚想定されるような事態ではない。

想定できるケースはほかにも無数にあるが、「リスク回避の円買い」の源泉となっている巨大な対外純資産が著しく減少するような事態は早晚考えにくく、また、2位以下の国がこれに追いつくのも相当の時間がかかりそうである。当面は直観的に疑義を覚える向きが少ないながらも、為替市場における「リスク回避の円買い」は継続することになりそうである。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか?～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燦る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベネシスワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小=ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレインードからカシカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず?～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCの前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポ)～対米資本フローに表れる不信感～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか?～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸?～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか?
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー