

みずほマーケット・トピック(2018 年 5 月 30 日)

17 年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～

2017 年末の本邦対外資産負債残高の状況によれば日本の対外純資産残高は 328 兆 4470 億円と 27 年連続で世界最大に。「安全資産としての円」の地位が揺らいでいないのはこうした対外債権国としての盤石のステータスが評価されているからにほかならず、まさに本領発揮とも言える計数。純資産残高に占めるシェアで見れば直接投資の 44.5%に対して証券投資は 26.1%に止まっており、これで 3 年連続、直接投資が最大の対外純資産項目となる。「世界最大の対外債権国」というステータスこそ 27 年間不変だが、その中身は確実に「証券投資から企業買収へ」という構造変化が起きている。また、主要国の対外純資産残高を比較すると近年、ドイツの猛追が顕著である。円が安全資産としての需要を引きつける理由が「世界最大の対外純資産国」としてのステータスにあるとすれば、本来、ドイツも同様の文脈で議論できるはずだが、共通通貨ゆえの特殊事情からそうならない。この不均衡は如何にして解消されるのか興味深い。

～ECB の政策がなかりせば・・・～

昨日の金融市場もイタリア政局不安で大揺れとなった。為替市場では円、スイスフラン、ドルの逃避 3 通貨が買われる一方、ユーロ相場は急落している。具体的にユーロは対ドルで一時 1.1510 と約 10 か月ぶりの安値をつけているほか、対円でも 124.62 円と約 11 か月ぶりの安値をつけている。高ウェイトを占めるユーロがこうした動きになったことでドルインデックスは急騰し、終値は 94.82 と約 6 か月ぶりの高値まで買われている。なお、イタリア債券市場也大荒れとなっており、10 年金利は一時 3.4% 超えまで急騰、月初からの上げ幅は約 140bps に及んでいる。ECB の拡大資産購入プログラム(APP)なかりせば、金利はもっと上がっていたであろう。かかる状況下、既定路線と化していた APP の年内終了はもちろん、来年の利上げ着手もかなり遠い話となってしまった感がある。

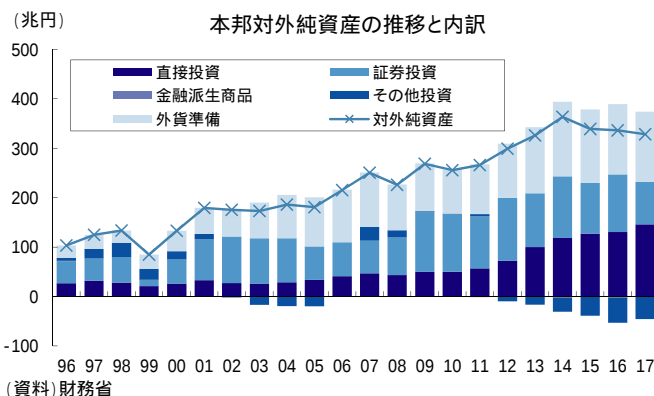
～27 年連続で世界最大の対外債権国～

ところで、現状がまさにその通りであるように、引き続き「安全資産としての円」という地位は健在である。この論点に関しては賛否から色々な議論があり得るが、最も説得的なデータが先週 25 日、財務省から発表されているので取り上げておきたい。財務省が明らかにした 2017 年末の「本邦対外資産負債残高の状況」によれば、日本の企業や政府、個人が海外に持つ資産から負債を引いた対外純資産残高は前年比▲2.3%の 328 兆 4470 億円と 3 年連続で減少したが、27 年連続で世界最大の対外債権国という座を維持している。海外投資家による対内証券投資が急増したことで負債項目が膨らんだことが純資産を押し下げたが、資産側もクロスボーダー M&A や海外株式投資を中心として対外直接投資や対外証券投資が前年比で大きく増加している。政府債務が先進国中最悪の状況にあっても「安全資産としての円」の地位が揺らいでいないのはこうした対外債権国としての盤石のステータスが評価されているからにほかならず、まさに本領発揮とも言える計数である。

だが、日本の抱える対外純資産を巡ってはそれを構成する項目と主要国と比較した際の相対的地位に近年大きな動きが見られるので、この点を詳しく議論してみたい。

～変わる対外純資産の構造～

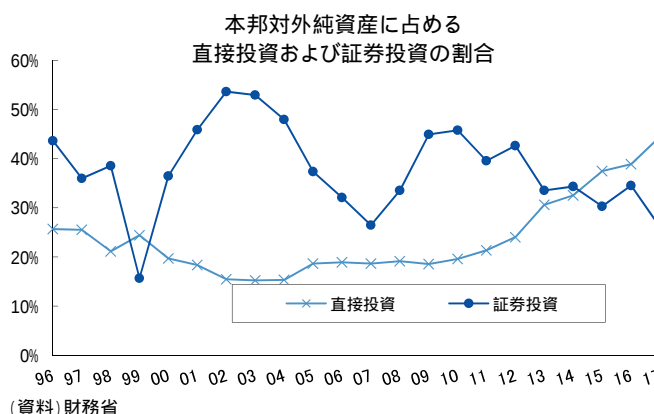
項目別に見れば、対外資産残高は前年比+2.7%の 1012 兆 4310 億円だった。本邦企業によるクロスボーダーM&A が旺盛な勢いにあるのは周知の通りであり、直接投資は同+10.0%の 174 兆 6990 億円へと増加した。これに次いで証券投資が同+5.0%の 463 兆 4170 億円と増加しており、これは特に株式・投資ファンド持分の増加にけん引された動きであった（一方、債券は同▲



1.1%とむしろ減少しており、これは為替要因、即ち円高に引きずられた模様である）。後述するように、純資産ベースでは直接投資の存在感が近年増しているが、対外資産残高だけに着目すれば最も大きいのは引き続き証券投資であることには注意されたい。これは単純に為替市場で頻繁に指摘される「本邦勢によるレパトリ」を念頭に置いた場合、余地が大きいのは依然として直接投資よりも証券投資という事実を示唆している。とはいえ、上述したように 2017 年は直接投資が証券投資の倍のペースで増加しており、その勢いの差は感じられる。

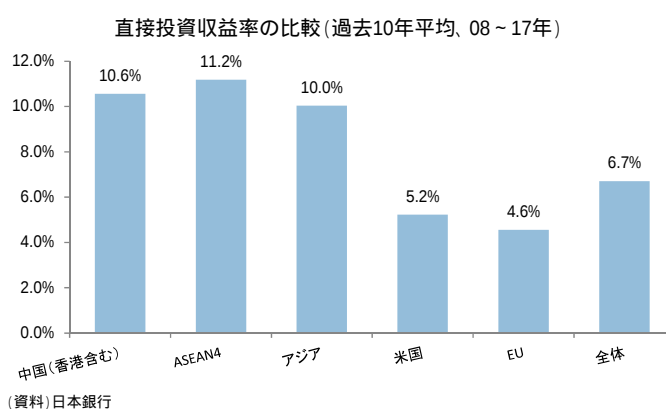
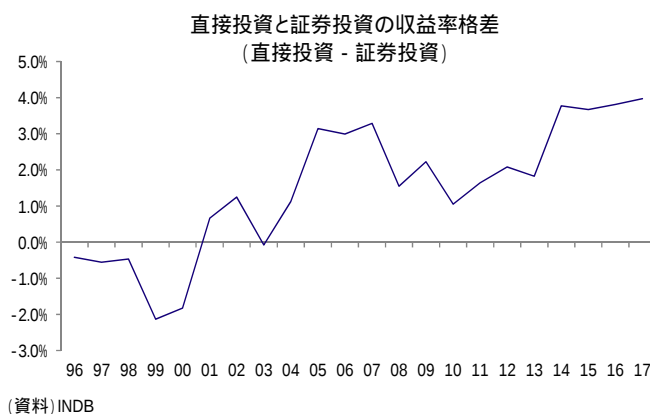
片や、海外から日本への投資などを示す対外負債残高は同+5.2%の 683 兆 9840 億円だった。こちらは主に海外投資家による対内証券投資にけん引されたものであり、同+16.1%の 377 兆 6870 億円と対外負債残高の過半を占めている。とりわけ債券への投資が膨らんでおり、中長期債を中心として同+9.9%の 157 兆 8460 億円まで積み上がっている（この殆どが取引要因であり新規投資がそれだけ増えたものと理解される）。ちなみに対外資産残高において大きな存在感を誇った直接投資はわずか 28 兆 5550 億円であり、残高で見れば証券投資とは比較にならない。海外企業が日系企業に食指を動かすような動きは相変わらず盛り上がっていない。

以上を差し引きした結果である対外純資産残高は直接投資が同+11.9%増の 146 兆 1440 億円、証券投資が同▲26.2%増の 85.7 兆円であり、ネットで見れば直接投資の存在感が際立っている。純資産残高に占めるシェアで見れば直接投資の 44.5%に対して証券投資は 26.1%に止まっており、これで 3 年連続、直接投資が最大の対外純資産項目という構図になる(図)。また、両者の差がここまで拡大したのも初めてであり、「世界最大の対外債権国」というステータスこそ 27 年間不変だが、その中身は確実に「証券投資から企業買収へ」という構造変化が起きている。



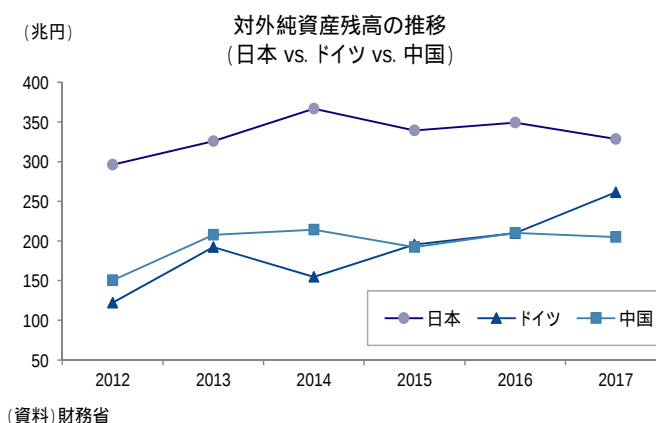
～証券投資よりも「儲かる」直接投資～

こうした構造変化の背景には世界的な低金利傾向を受けて「証券投資に勤しむよりも事業機会を拓けるべく企業買収に注力した方が高い収益率を実現できる」という事実があるのだろう(右図・上)。実際にそれを裏付けるデータもある。直接投資の収益率に関しては「直接投資収益(受取)÷対外直接投資残高」で、証券投資の収益率に関しては「証券投資収益(受取)÷対外証券投資残高」で試算したものを過去 10 年間について平均した場合、証券投資の約+4.2%に対し直接投資は約+6.7%であった。先進国の潜在成長率がもはや危機前を回復できないと仮定した場合、これと平仄が合う各国の政策金利も恐らく高まらないことが想定され、必然的に両者の収益率格差も埋まるのが難しいと推測される。なお、直接投資の収益率を国・地域別に見ると(右図・下)、やはり中国や ASEAN などアジアを対象とした投資の収益率が欧米のそれを凌駕しており、全体平均も上回っている。一方、証券投資に関して同様の視点で見ると、むしろアジアよりも欧米を対象とした投資の方が高い収益率を稼いでいることが分かる。



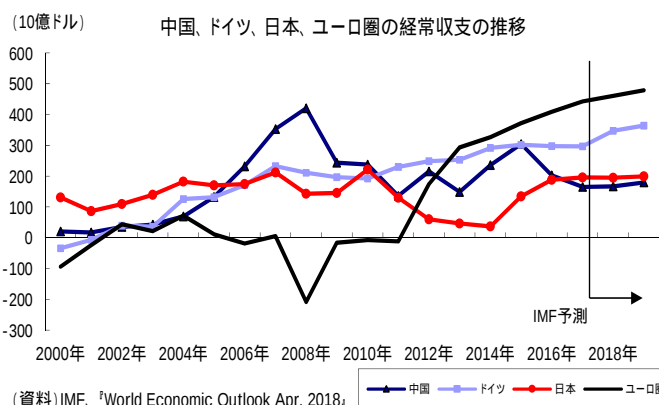
～近年著しいドイツの猛追～

また、対外純資産残高に関し主要国比較をすると、日本に次いで大きいのがドイツの 261 兆円 1848 億円、中国の 204 兆 8135 億円であった(図)。この上位 3 か国の顔ぶれは例年通りだが、ドイツと中国の差は 2015 年にかけてほぼ消滅し、2016 年もほぼ同じとなった後、2017 年はかなり開いている。さらに日本との比較で見ても、2014 年以降、ドイツの対外純資産残高は日本に徐々に、しかし確実に肉薄していることが分かる。



2014 年といえば、ECB がマイナス金利導入に踏み切った年であり、これに応じて一方的なユーロ安が(昨年 4 月まで)続く端緒となった年だ。そうしてもたらされた「永遠の割安通貨」を背景にドイツの経常黒字は 2011 年から 2014 年まで 4 年連続で世界最大を記録した後、2015 年に僅かながら中国を下回り世界 2 位となったが、2016 年から 2017 年にかけてはやはり 2 年連続で世界最大を

記録している(しかも IMF 予測に従えば、両国の差は徐々に広がっていく見通し)。日本と比較した場合はよりドイツの優位が鮮明であり、2011 年以降、7 年連続でドイツの経常黒字が日本のそれを凌駕しており、しかもその差は常に 1000～2000 億ドルと大きい(図)。このような経常収支に基づく「フロー」の差は自ずと「ストック」である対外純資産の差へと繋がることになり、実際にドイツの対外純資産残高の増加は著しいものがある。



円が安全資産としての需要を引きつける理由が「世界最大の対外純資産国」としてのステータスにあるとすれば、本来、ドイツが保有する通貨も同種の需要を引きつけなければなるまい。今後、そうした文脈に即して「リスク回避のユーロ買い」が出てくることもあるかもしれない。しかし、足許の相場状況からも明らかのように、ユーロがドイツのファンダメンタルズを反映して強くなることは今後もあり得ない。対外純資産残高と足許の相場の現状を照らし合わせ浮かび上がってくる事実は「共通通貨ユーロのおかげでドイツは不意の通貨高を食らわないで済んでいる」という僥倖であろう。

しかし、過去の本欄でも議論した論点だが、本来修正されるべき不均衡が一方向に拡大し続けることが果たして可能なかどうかは大いに議論の余地がある。ドイツの不動産価格は世界的に見ても騰勢が目立つという指摘は多く、例えば 2016 年から 2017 年にかけて不動産価格が最も高騰した世界の 10 都市のうちトップのベルリンを含む 4 都市(ベルリン、ハンブルク、ミュンヘン、フランクフルト)がドイツの都市だったという¹。ECB がこうしたシステミックリスクの芽を如何にして摘んでいくのかは非常に興味深いテーマである。日本は「世界最大の対外純資産国」というステータスと引き換えに慢性的な通貨高に病むようになり、そのたびに景気が減速した。そのステータスに手がかかりつつあるドイツは為替レートの調整機能が働かない代わりに、どのような展開を辿るのだろうか。不動産価格に象徴される資産価格のブーム&バーストだとしたら、その根は非常に深いものである。この点については別途、機会を設けて論じてみたい。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

¹ Forbes 『不動産価格が高騰する世界の都市トップ 10、目立つドイツの地名』2018 年 4 月 18 日

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
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見る各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足をを受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を讀み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株値急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう讀むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルスステバリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版