

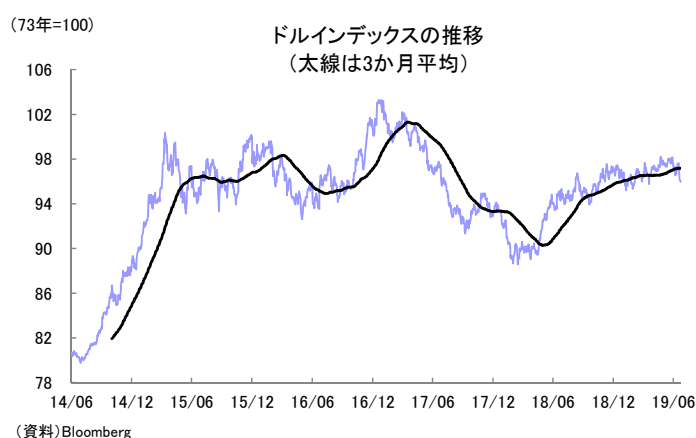
みずほマーケット・トピック(2019 年 6 月 25 日)

対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～

米金融政策のハト派傾斜に加え、地政学リスクを意識したドル全面安が進んでいる。しかし、それに見合った円高が進んでいるとは言いがたい。この点、「安全資産としての円買い」が衰えているとの指摘が巷でよく見られ始めている。だが、「リスクオフの円買い」が抑制されていることは必ずしも「安全資産としての円買い」が衰えているということの意味しない。この点、本欄では本邦の対外純資産構造が変化していることに着目してきた。円が安全資産と呼ばれる理由に関しては、長らく、「日本が世界最大の対外純資産国だから」という解説がなされてきた。この事実は今も変わっていない。しかし、対外債権構造は明らかに変化しており、「リスクオフの円買い」を誘発する経路が遮断されつつあるという事実は疑われる。こうした議論について先月 5 月 25 日に財務省が公表した『対外資産負債残高の状況(2018 年末時点)』を用いて改めて確認しておきたい。平成から令和に時代が進むにあたって、円が経験する最大の変化かもしれない。

～調整は始まったばかりという印象～

為替市場では米国とイランの対立激化から原油価格が上昇しており、資源国通貨が全般的に買われている。また、極めて低い可能性ながらもイランとの開戦が意識されていることでドル売りが加速しており、ドルインデックスは 3 か月ぶりの安値まで落ち込んでいる。とはいえ、過去 5 年続いてきたドル高トレンドから見ればまだ調整にすらなっていないという印象である(図、ただし 3 か月平均をはっきり割り込み



始めている点は特筆される)。FRB のハト派傾斜に加え、米国を当事者とする地政学リスクも相まって、当面はこの相場が続き、その中でユーロおよび円が騰勢を強める展開を予想したい。

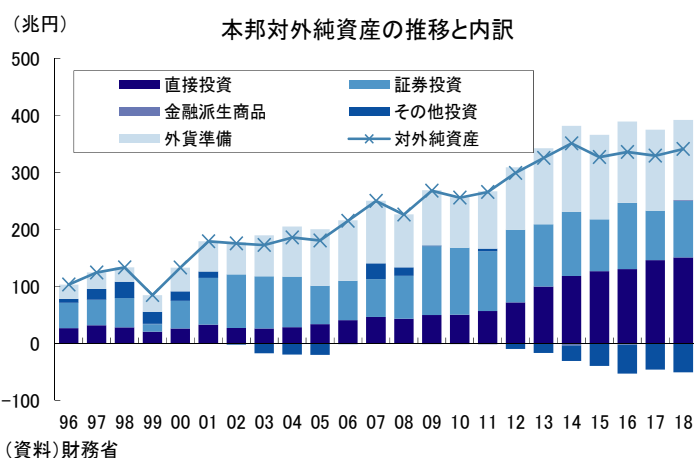
～28 年連続で世界最大の対外債権国～

とはいえ、これほどドルが手放されても円高の進行は限定的である。本欄では繰り返し論じているが、こうした背景には本邦の対外資産・負債残高の構造が変化していることが挙げられるように思える。具体的には日本の対外債権構造において、外貨から円に転じられにくい性質のものが増えていることが、「リスクオフの円買い」を抑制しているという議論である。ここで重要なことは「リスクオフの円買い」が抑制されていることは必ずしも「安全資産としての円買い」が衰えているということの意味しないということである。後述するように、円が安全資産である条件は今も変わっていない。た

だ、安全資産としての地位は変わらないながらも、その構造が変わっているため、「リスクオフの円買い」として顕現化する経路が遮断されつつあるという事実があると考えられる。

この点、5月25日に財務省が公表した

『本邦対外資産負債残高の状況(2018年末時点)』を用いて改めて確認しておきたい。これ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で約+12.3兆円の341兆5560億円と2年ぶりに増加しており、日本は28年連続で世界最大の対外債権国の座を維持している。対外純資産の水準としては過去2番目の大きさである。2018年に見られた対外純資産



残高の増加は対外負債の減少と対外資産の増加の両面に押し上げられた結果である。まず、対外負債残高は前年比▲1.1%の676兆4820億円となっている。対外負債残高が前年を割り込んだのは2009年以来、9年ぶりである。これは有価証券が前年比で約▲25兆円となったことに起因している。これを株式と債券の別に分けて見ると、前者が約▲43兆円、後者が約+18兆円となっており、株式の減少が主導した動きである。さらにその変動要因について「取引フロー」、「為替」、「その他調整(価格変動)」の別に分解すると、株式は「その他調整」が約▲39兆円となっており、これが対外負債の減少に効いたことが良く分かる。要するに、2018年を通じた対外負債残高の減少は海外投資家の保有する日本株の時価が下落したことによる部分が大きかったという話になる。

一方、対外資産残高は、前年比で約+4.7兆円の1018兆380億円と7年連続で過去最大を更新した。証券投資は約▲12.8兆円と大幅に減少しているが(なお、これは「為替」および「その他調整」に起因)、直接投資が約+6.6兆円、その他投資が約+14.7兆円と拡大したことが全体をけん引している。なお、その他投資は注目されることの少ない項目だが、定義上、「直接投資、証券投資、金融派生商品及び外貨準備のいずれにも該当しない金融取引」を指す。これをさらにブレイクダウンすると、とりわけ「貸付(銀行の本支店取引など)」や「その他資産(未収金)」に類する項目がけん引したことが分かり、この2項目だけで約+11兆円となる。直接投資の隆盛に代表されるように海外に販路を求める潮流が勢いづく中、本支店間の取引が活発化していることの証左かもしれない。

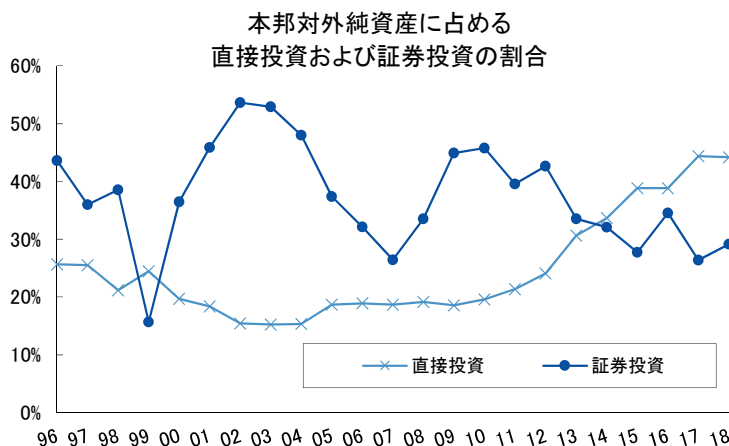
以上を差し引きした対外純資産残高は証券投資が前年比で約+12.7兆円、直接投資残高が約+4.8兆円と証券投資の膨らみがやはり大きいことが分かる。上述の通り、海外投資家の保有する株式の価格が下落したことに起因する部分が大きく、本邦勢による対外資産の積み上げが増えたわけではない。だが、対外純資産が世界最大という事実是不変である。政府債務が先進国中で最悪の状況にあっても「安全資産としての円」の地位が揺らいでいない背景には対外債権国としての盤石のステータスが評価されているからであって、これは金融危機前後で共通している事実である。

ゆえに、冒頭でも述べたように、リスク回避ムードと共に円高が進まない近況を捉え「もはや円は安全資産として見なされなくなった」という論調に筆者は同意しかねる。あくまで「安全資産としての資質があるかどうか」は「リスクオフの円買いが出るかどうか」とは別の問題である。現在の日本円に

ついて考えるべきことは「資質はあってもレパトリの円買いが出にくい」という構造に変化しつつあるという論点である。以下、これをもう少し具体的に見て行きたい。

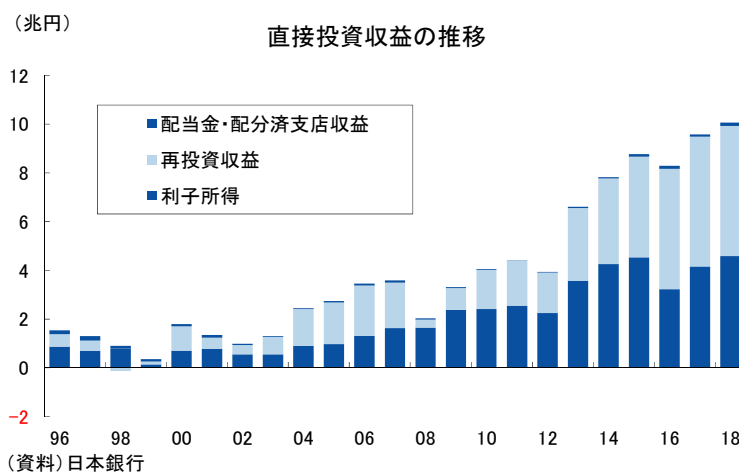
～変わる対外純資産の構造～

繰り返しになるが、28 年連続で世界最大の対外純資産国という地位は変わっていない。しかし、その中身ははっきりと変わっている。図示されるように 2000 年代前半、日本の対外純資産の半分以上は証券投資が占めており、直接投資は 20% にも満たないものだった。ちなみにこの証券投資の中身は 2000 年代前半において 8 割前後が債券であったが、現在は 6 割前後までその比率が落ちている。世界的に金利が消滅する傾向にある中、債券の保有自体が忌避されていることも証券投資の割合低下に効いているのだろう。こうした傾向の結果、2018 年末時点の対外純資産残高における証券投資の割合は 29.2% であり、過去 10 年平均 (35.6%) から 6% ポイント以上、低下している。片や、直接投資の割合を見ると 2018 年末時点では 44.2% となっており、過去 10 年平均 (31.4%) から 12% ポイント以上、上昇している。2014 年に直接投資の割合が証券投資のそれを逆転してから 5 年連続でその関係が続いており、しかもその差は広がる傾向にある。



～令和が経験する大きな変化～

為替市場への影響、厳密には「リスク回避の円買い」を考える上では「有価証券の流動性は直接投資のそれよりも高そう」ということが重要になる。リスク回避ムードが高まった時に保有している有価証券を手放す向きはあっても、買収した海外企業を手放す向きは多くないだろう。そもそも、日本の直接投資収益の半分以上が再投資収益であり、外貨のまま現地に滞留するフローであり、円転の見込みは立たないものだ。冒頭



述べた「安全資産としての資質はあってもレパトリの円買いが出にくい」という事実はまさにこうした変化の結果である。日本の対外資産はかつての「海外債券(主に米債)の購入」から「海外企業の買収」という形へ変わっており、その結果として「売ったまま戻ってこない円」が増えているという実情が透けて見える。直接投資が増えてきた主な背景が少子高齢化を捉えた本邦市場の縮小にあるの

だとすれば、今後はこの構造変化が進む可能性が高いだろう。平成から令和に進むにあたって、円が経験する最大の変化かもしれない。

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。

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
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行方現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」