みずほマーケット・トピック（2020 年 6 月 15 日）

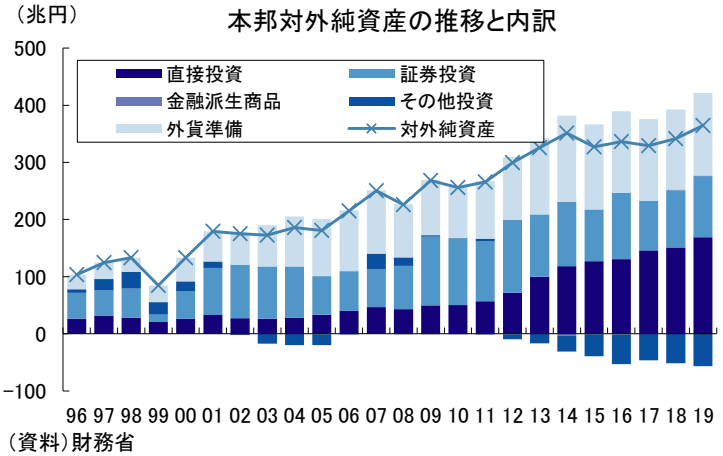
29 年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方

金利や物価の格差が概ね消滅する世界では需給に焦点を当てて分析することが相対的な重要性を帯びる。この点、5 月末に財務省から公表された『本邦対外資産負債残高の状況（19 年末時点）』は重要な資料。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+23 兆円の 364 兆 5250 億円と 2 年連続で増加しており、日本は 29 年連続で世界最大の対外債権国の座を維持。対外純資産の変化を項目別に分析すると、前年比で増加した+23 兆円のうち+17.8 兆円が直接投資であり、これが大勢を決している。残高に占める割合は直接投資が前年比+2.1%ポイントの 46.4%と過去最高になる一方、証券投資はほぼ横ばいの 29.3%にとどまった。過去 10 年間で日本の対外経済部門は人口動態の変化などを通じて劇的な構造変化を経験している。当然、こうした動きは円相場の分析に重要な意味を持つ。

～29 年連続世界最大をけん引した株高と金利低下～

先週 12 日の米株価の持ち直しを受けて続落してきたドル/円相場も反発が見られている。過去 1 週間を振り返ると、経済を再開している米国の一部の地域（カリフォルニア州やテキサス州）で新型コロナウイルスの感染者が再び拡大しているとの報道を受け、高止まりしていた株価が調整を強いられ、これに応じて米金利が低下するという地合いだった。いわゆる第二波懸念だが、第二波それ自体よりもこれに伴う「経済活動の停止」に懸念が強く、「今度こそ経済が耐えられない」という不安は根強いものがありそうである。今後も先週と類似した相場展開は大いに警戒すべきだろう。

ところで、先週見られたドル/円相場の軟化は米金利低下と平仄が合う動きだが、既に日米金利差について限界的な縮小余地は殆どないため、米金利を理由にドル/円相場が新安値を試すような展開は難しいと考えられる。この点、本欄では「金利差なき世界」（それ中長期的には物価差なき世界でもある）においては、消去法的に需給に焦点を当てた分析が相対的に重要になるとの基本認識を示してきた。この点、5 月 26 日に財務省から公表されている『本邦対外資産負債残高の状況（2019 年末時点）』は重要な資料として注目する価値がある。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+23 兆円の 364 兆 5250 億円と 2 年連続で増加しており、日本は 29 年連続で世界最大の対外債権国の座を維持している（以下、特に断らない限り前年比で議論する）。なお、対



（資料）財務省

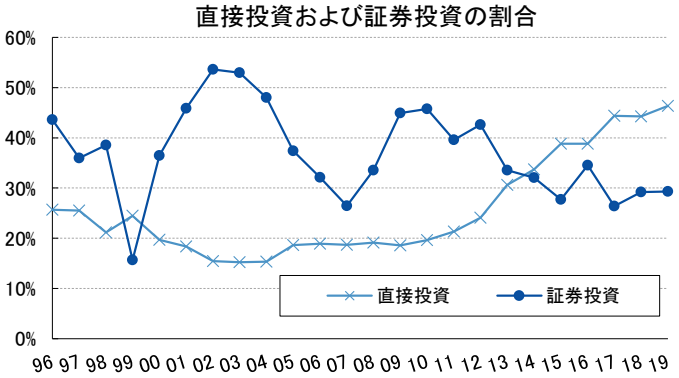
外純資産の水準としては 5 年ぶりに過去最高を更新している。

こうした対外純資産残高の増加は対外資産が対外負債の増加を上回った結果だ。具体的には対外負債残高は+56.6 兆円と増加した一方、対外資産残高が同+79.7 兆円とさらに大きな増加幅となったことで対外純資産が押し上げられている。対外資産残高の増加(+79.7 兆円)のうち+52.2 兆円は証券投資である。なお、この+52.2 兆円を 3 つの変動要因、①「取引フロー」、②「為替」、③「その他調整(≒価格変動)」に分解すると、①で+20.1 兆円、②で▲5.3 兆円、③で+37.4 兆円となっている。若干の円高で評価損が生じたものの、有価証券の値上がり(評価益)で取り返したという構図だ。さらに、この評価益部分である③を商品別に見ると、株式・投資ファンド持分で+25.6 兆円、債券で+11.8 兆円という内訳になっている。動かない為替市場の下、株高と金利低下(債券高)が日本の対外純資産を押し上げた側面が大きい・・・という整理になる。ちなみに、①の+20.1 兆円のうち+17.2 兆円は債券だった。すなわち、債券に関して言えば、評価益のような「価格」要因のみならず、取引を伴う「数量」要因でも残高が積み上げられていたことが分かる。

～明確に進む構造変化～

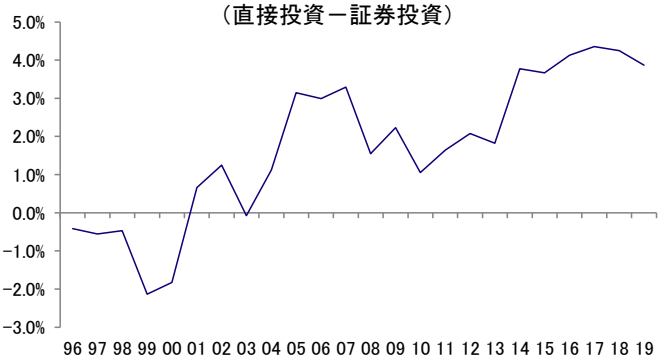
対外純資産を項目別の変化から分析してみると、前年比で増加した+23 兆円のうち+17.8 兆円が直接投資であり、これが大勢を決したことが分かる。そのほかには証券投資が+7.1 兆円、金融派生商品やその他投資が▲6.0 兆円、外貨準備が+4.2 兆円だった。対外純資産に占める各項目の割合は直接投資が前年比+2.1%ポイントの 46.4%と過去最高を記録する一方、証券投資は同+0.1%ポイントとほぼ横ばいの 29.3%にとどまった。2000～2010 年平均で見ると、証券投資は 41.6%、直接投資は 18.0%と圧倒的に証券投資が幅を利かせていた。しかし、2011～2019 年平均で見ると、証券投資は 32.8%、直接投資は 35.8%と両者の比率が接近した上で逆転している(右図・上)。金融危機後、世界全体で金利が低下したことで収益率の観点から証券投資が直接投資に劣後するようになったという実情もあろうが(右図・下)、後述するように、本邦の企業部門からすれば縮小する国内市場に留まる理由はないという判断もあったのではないか。いずれにせよ過去 10 年間を通じて、日本の対外経済部門が劇的な構造変化を経験していることには間違いなく、これが円相場を分析する際に無視できない要因になっている可能性は高い。

本邦対外純資産に占める
直接投資および証券投資の割合



(資料)財務省

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

～「世界最大の対外純資産国」とは「失われた 20 年」の産物～

「世界最大の対外純資産国」というステータスはその響きほど良いものではない。対外純資産というストックは毎年の経常黒字というフローが蓄積された結果である。そして理論的には経常黒字は国内の貯蓄過剰（貯蓄＞投資）の結果だ。国内から国外への証券投資や直接投資（端的にはクロスボーダーM&A）が旺盛だということは、それは国内への投資機会が乏しいという事実も含んでいる。日本経済の 1990～2010 年が「失われた 20 年」と呼ばれて久しいが、その意味で「世界最大の対外純資産国」とは「失われた 20 年」の産物であると見ることもできる。

ちなみに上述した直接投資の急増は「失われた 20 年」を経て、最近 10 年弱かけて進んでいるトレンドである。直接投資がこれほどの勢いをもって行われているということは多くの日本企業が「国内市場には期待収益の高い投資機会はない」と判断した結果だろう。より厳しい言い方をすれば、縮小し続ける国内市場に投資をするよりも海外企業への買収や出資を通じて時間や市場を買った方が中長期的な成長に繋がると判断した結果だったとも言える。将来的に「失われた 30 年（1990～2020 年）」というフレーズが流布されるとしたら、2010 年以降の 10 年間は日本の企業部門が日本という国を見限り始めた期間だったという解釈もあり得る。

～円相場への含意～

円相場を展望する観点からはやはり「円高になりにくい体質変化」が起きているように思われる。「世界最大の対外純資産国」というステータスは紛れもなく通貨高要因である。実際、未だに金融市場でボラティリティが高まりリスク回避姿勢が強まると、かつてほどではないものの、円は買われる傾向にある。そもそも単純に需給面から考察した場合、巨大な対外資産と対外負債の差額を円高以外の何で説明できるというのか。「世界最大の対外純資産国」というステータスは円の価値を考える上で最も重要な要因の 1 つに違いなく、それは円高材料という位置付けになる。

但し、上で見てきたように、日本の対外純資産構造は明らかに大きな変化の途上にある。2000 年代に入ってからしばらくの間、日本の対外純資産と言えばそれは証券投資、とりわけ米国債を中心とする外国債券が過半を占めてきた。市場でボラティリティが高まり、リスク回避ムードが強まった際、「外国債券（外貨）を手放して、円建て資産に戻す」という動きが出ることに違和感はない。いわゆる「リスクオフの円買い」である。しかし、既に見てきたように、今や日本の対外純資産の半分近くは直接投資だ。リスク回避ムードが強まった際、「買収した外国企業を手放して、円建て資産に戻す」という動きが出るだろうか。直感的には想像し難い動きだろう。「リスクオフの円買い」が発生しにくくなっているのは、過去 10 年で対外純資産構造がはっきりと変わったからという事情はあろう。

なお、為替市場では「リスクオフの円買い」と「安全資産としての円買い」は同義に使われることが多いが、それは正しくないと筆者は思っている。上で述べたように、対外純資産構造の変化を受けて「リスクオフの円買い」は弱まったものの、それは「安全資産としての円買い」が弱まったことを意味しない。「世界最大の対外純資産国」というステータスがある限り、円が安全資産であることに疑いはない。フローの性質として「リスクオフの円買い」が出にくくなったという話と「円の安全性」が失われたという話は別の議論である。この点、筆者がやや懸念しているのは、「世界最大の対外純資産国」というステータスを失った時に円相場は今のように「安全な逃避先」として見て貰えるだろうかという論点である。この点は諸外国（とりわけドイツ）との比較が重要になる話ではないかと筆者は考

えているが、長くなるゆえ、議論は別の機会に譲りたいと思う。

市場営業部兼金融市場部
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に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
2020年6月12日	週末版（EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～）
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版（ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～）
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～）
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版（EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～）
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年4月分）
	コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版（マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～）
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版（ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～）
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版（原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～）
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年3月分）
2020年4月17日	週末版（「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～）
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版（明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～）
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版（「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～）
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版（EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～）
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年2月分）
	リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版（踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか？～）
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版（メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～）
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版（忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～）
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年1月分）
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版（上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～）
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	ポンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版（ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～）
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年12月分）
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版（「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～）
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？