

みずほマーケット・トピック(2020 年 5 月 26 日)

30 年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり

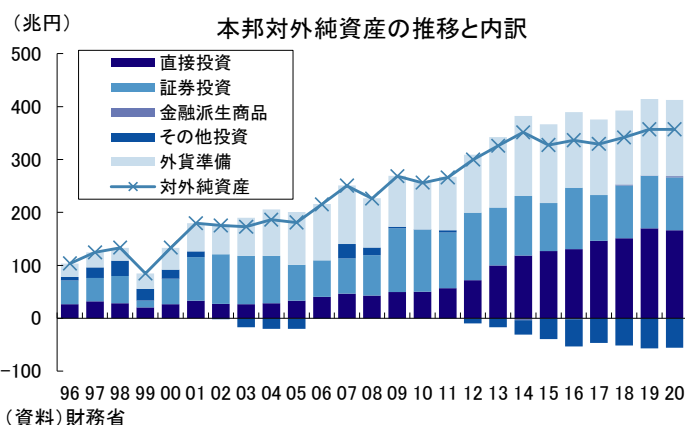
財務省から公表された『本邦対外資産負債残高の状況(2020 年末時点)』は引き続き「安全資産としての円」を確認する内容だった。対外純資産残高は 356 兆 9700 億円を記録し、30 年連続で「世界最大の対外純資産国」のステータスを維持。構造に目をやると、日本企業から海外への直接投資(≡海外企業買収)の存在感が増している構図は不変。これが近年における「リスク回避の円買い」の迫力を減じているというのが筆者の仮説。2020 年はコロナ禍で動きが止まっていたが、日本経済の現状と展望を踏まえれば、この動きは今後も継続するはず。なお、今後の日本経済や為替を展望する上では円が安全資産としての魅力を失い「極端な円安」がテーマ視されるような状況に少しずつ想像を巡らせていきたい。30 年間も維持してきた「世界最大の対外純資産国」というステータスが失われた時、為替市場は冷静でいられるだろうか。日本の背後にはドイツが迫っている。2020 年末時点で両国の差は過去最小の 34 兆円まで縮小。相場次第ではいつ「世界最大の対外純資産国」のステータスが奪われても不思議ではない。

～円高で目減りも 30 年連続世界最大～

これまでも論じてきたように、今年の為替相場見通しに関しては、米経済の正常化とこれに伴う米金利上昇に連れる格好でドル相場が堅調になるというのが筆者の基本認識である。一方、そのような金利の動向が期待できない世界、いわゆる「金利なき世界」では経常収支やその結果としての対外債権構造などの需給に焦点を当てた分析が相対的な重要性を増すとの基本認識も従前より示してきた。例えば今後、ウイルスが変異を重ね、既存のワクチンが無効化されるような展開に入れば、再び需給が注目される地合いになるだろう。それはちょうど昨年のような局面である。

この点、財務省から昨日公表された『本邦対外資産負債残高の状況(2020 年末時点)』は引き続き、リスク回避ムードが強まる際には「安全資産としての円」という目線が生き続けるだろうことを示すものだった。後述するように、巨大な対外純資産はそれだけ国内への投資機会が乏しかった(魅力がなかった)ことの結果でもあるため、必ずしも喜ばしい話ではない。しかし、政治・経済の弱体化が指摘される現状に及んでも円が安全資産と呼んで貰える最大の理由もここにあることは知っておきたい。

具体的に数字を見ると、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▲450 億円の 356 兆 9700 億円と 3 年ぶりに前年比減少となったものの、30 年

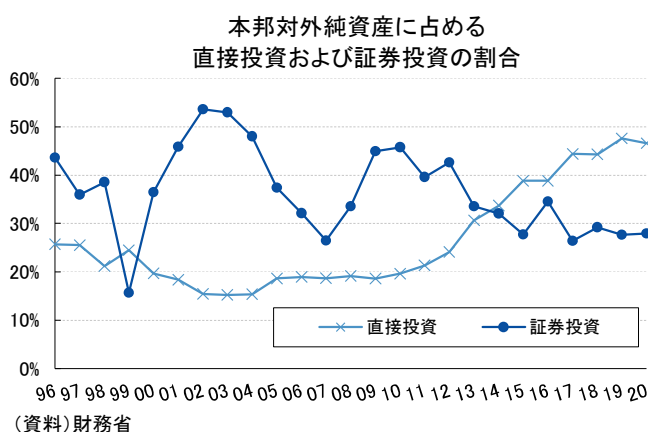


連続で「世界最大の対外純資産国」のステータスを維持している（以下、特に断らない限り前年比で議論する）。前年比減少とはいえ、2020 年を通じてドル/円相場が 5% 程度下落したことも踏まえれば、「概ね横ばい」というのがフェアな評価だろう。2019 年末の対外純資産は 357 兆円であり、この 5% は 17.9 兆円である。これは 2020 年末の対外純資産に本来乗ってくるはずだった 2020 年の経常黒字(+17.5 兆円)と同額である。要するに、為替変動による価格効果で対外純資産の水準が横ばいになったのであり、国として対外純資産を積み上げる続ける姿が変わったわけではない。

対外資産と対外負債の増減を別に見ても、共に前年比+55.6 兆円でほぼ同額増加している。この変化幅を要因分解すると資産価格の騰勢に沸いた昨年の特色がよく出ていることが分かる。対外資産・負債の変動要因は主に①「取引フロー」、②「為替」、③「その他調整(≡資産価格の変動)」の 3 つがある。対外資産は①で▲13.2 兆円、②で▲31.8 兆円、③で+100.6 兆円となっている。資産そのものの売却(①の要因)や円高による評価損(②の要因)で資産残高が減った一方、金融商品の値上がり(③の要因)で十二分に取り返したという構図である。昨年の凄まじいリスク資産価格の急騰を思えば想像に難くない動きだろう。さらに、この金融商品の値上がり部分を商品別に見ると、株式・投資ファンド持分で+17.9 兆円、債券で+10.7 兆円という内訳になっており、実は株や債券といった伝統的な金融資産の評価益だけでは説明できないことが分かる。大きかったのは金融派生商品(デリバティブ)などを含む項目でこれが+77.5 兆円を占める。対外負債を見ても似たような結果で①で▲28.6 兆円、②で▲8.9 兆円、③で+93.1 兆円となっている。資産も負債も取引を伴う「数量」要因ではなく評価益に類する「価格」要因で残高が増えていたことが分かる。

～「リスクオフの円買い」を削ぐ直接投資～

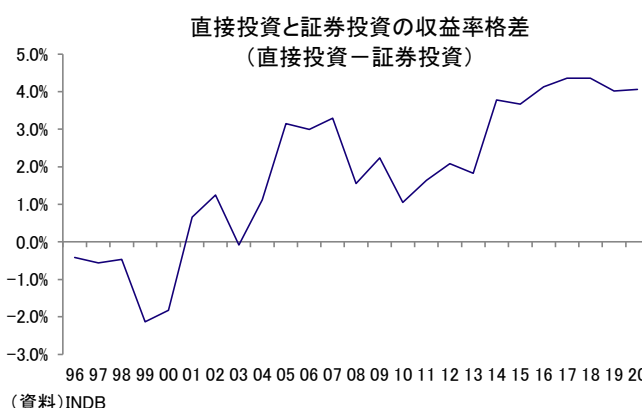
筆者は近年、日本の対外純資産構造が変化しており、それが「リスク回避の円買い」の迫力を減じているとの見方を示してきた。過去 10 年、日本の対外純資産構造を見ると、かつての海外有価証券ではなく、日本企業から海外への直接投資(≡海外企業買収)の存在感が増している。右図に示すように、過去 10 年間で日本の対外純資産における証券投資と直接投資の比率は逆転し、その後拡大してきた。近年、「リスクオフの円買い」が迫力を失っ



ているのは恐らくここに一因があるというのが筆者の仮説だ。リスク回避ムードが強まった際、流動性の高い海外有価証券を手放して円貨に換えることはあっても、買収した海外企業を容易に手放すことは考えにくい。海外企業買収の隆盛は「リスクオフの円買い」の勢いを削ぐものだと筆者は考えている。2020 年はコロナ禍の影響もあり、対外純資産に占める直接投資は前年比▲3.5 兆円と実に 12 年ぶりに減少したのだが、これは昨年の状況を思えば不可抗力だろう。

収益率を見ても直接投資の方が証券投資よりも明らかに優れており(次頁図)、両者の比率が逆転し続けることは合理的な結果と言える。繰り返しになるが、「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。直接投資の増加に関して言えば、日本企業が「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。1990 年

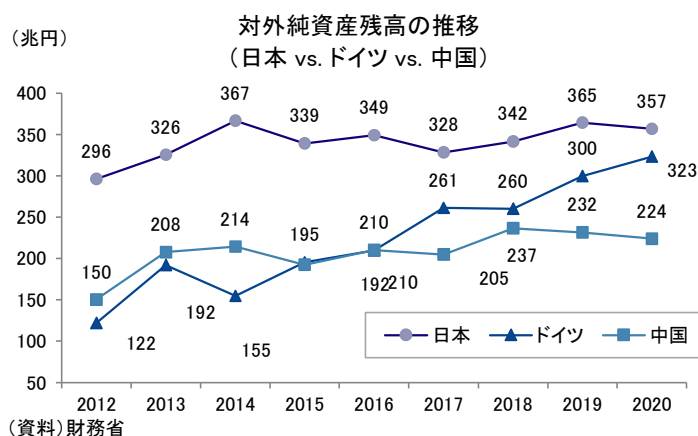


以降の日本経済を指して「失われた 20 年」ないし「失われた 30 年」というフレーズが使われるが、「世界最大の対外純資産国」とはそうした「失われた時代」の副産物だったという見方は可能である。

～背後に迫るドイツ、「世界最大の対外純資産国」を失う怖さ～

「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 つに違はなく、それは円高材料という位置付けになる。しかし、上述したように、海外企業買収に使用された円は「売られたまま返ってこない円」になりやすい。対外純資産における直接投資の割合が増える現状は、徐々にしかし確実に「円高になりにくくなっている」という状況が強まっていることを意味する。日本は未だに極端な円高に怯える風潮が強いが、資源輸入国としては極端な円安も警戒対象である。そもそも(政治的に可能かどうかは別の話として)理論上は自国通貨売り・外貨買いは無限にできるが、外貨売り・自国通貨買いは外貨準備分しかできない。要する「極端な円安」を抑止する弾薬は有限である。本当に制御不能になった場合、怖いのは円高よりも円安である。

かかる状況下、今後の日本経済や為替を展望する上では円が安全資産としての魅力を失い「極端な円安」がテーマ視されるような状況に少しずつ想像を巡らせていかねばならないと考える。30 年間も維持してきたステータスだからこそ、それを失った場合、直情的な為替市場は騒ぐ可能性がある。この点、筆者は諸外国、とりわけドイツとの比較を気にしている。図に示すように、「永遠の割安通貨」を武器にドイツは貿易黒字を荒稼ぎし続けており、「世界最大の経常黒字国」としてのステータスを保持している(2020 年は中国がコロナ特需の恩恵でかろうじて世界最大の黒字国となったが、それでも 2 位のドイツとは大差なかった)。どんなに経常・貿易黒字を積み上げても通貨ユーロがドイツの競争力を貶めるほど強くなることはないので、ドイツは延々とこのペースで対外純資産を積み上げ続けるはずである。



2020 年末時点で日本とドイツの差は過去最小の 34 兆円まで縮まっている。ここまできると相場次第ではいつ「世界最大の対外純資産国」のステータスが奪われても不思議ではない。ドイツの経

常・貿易黒字は基本的に高止まりを所与とすれば、今年の日本の貿易黒字が振るわなければ 2021 年末時点でいよいよその座を失う可能性も出てきているのではないだろうか。その際、円相場は冷静な反応で居られるだろうか。毎年ニュースにはなっても相場の取引材料になることはなかったが、来年以降、毎年 5 月公表の『本邦対外資産負債残高の状況』は緊張感を持って注目することにしたいと思う。

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
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングに必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが見せる新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下らない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～一過性のまやかかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)