

みずほマーケット・トピック(2022 年 5 月 31 日)

31 年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方

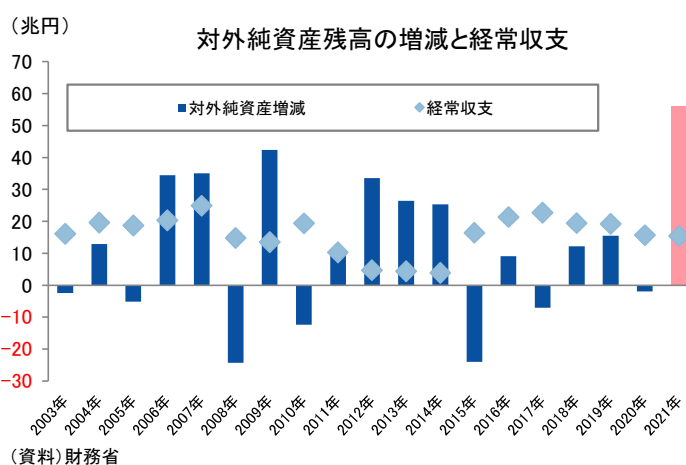
財務省公表の『本邦対外資産負債残高の状況(21 年末時点)』によると、日本の企業や政府、個人が海外に持つ資産から負債を引いた対外純資産残高は前年比+56.1 兆円の 411 兆 1841 億円と 2 年ぶりに増加。年間の増加幅としては過去最大を更新。2 位のドイツとの差は 100 兆円近くまでに拡大しており、31 年連続で「世界最大の対外純資産国」のステータスを維持。しかし、+56.1 兆円の増分を要因分解すると純粋に数量(取引フロー)要因で増えたのが+10.8 兆円で、残りは価格要因。価格要因は為替要因(為替相場の変動)とその他調整(資産価格の変動)に分けられ、前者が+62.2 兆円、後者が▲16.8 兆円だった。要するに、21 年の対外純資産の増加は殆ど円安に起因。また、21 年の経常黒字は過去 7 年間で最小であり、対外純資産残高の著しい伸びとの乖離が際立つ。経常黒字を通じて外貨を稼ぐ能力は衰えているのが実情。対外純資産の半分は直接投資であり、「売られたまま戻ってこない円」と見なせる。対外純資産の規模は引き続き大きいですが、円安抑止という実需の観点に照らせば「張り子の虎」の様相は強い。

～円安で急伸、31 年連続で世界最大～

先週 27 日、財務省から『本邦対外資産負債残高の状況(2021 年末時点)』が公表されている。円の信認に注目が集まりやすい昨今、「世界最大の対外純資産国」というステータスが「安全資産としての円」の拠り所になっているのは間違いない。その意味で年 1 度の対外資産負債残高統計の状況は丁寧にチェックする価値がある。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この期に及んでも円の価値が底割れしない理由もここにあるだろう。

具体的な数字を見ると、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+56.1 兆円の 411 兆 1841 億円と 2 年ぶりに増加している。これは年間の増加幅としては過去最大である。2 位のドイツ(315.7 兆円)との差は 100 兆円近くまでに拡大しており、これで 31 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たことになる(以下、特に断らない限り前年比で議論する)。しかし、+56.1

兆円の増分を要因分解すると若干不安な思いも去来する。純粋に数量(取引フロー)要因で増えたのが+10.8 兆円で、残りは価格要因であった。価格要因は為替要因(為替相場の変動)とその他

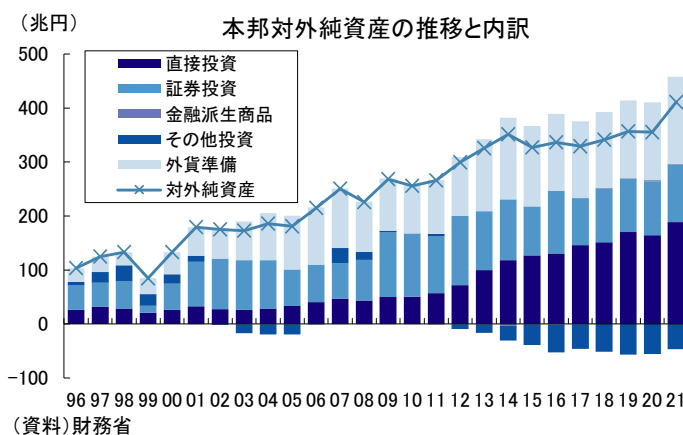


調整(資産価格の変動)に分けられ、前者が+62.2 兆円、後者が▲16.8 兆円だった。後者が大幅なマイナスとなっているのは金利上昇により外国債券の評価損が膨らんだことに加え、外国から日本への株式もしくは金融派生商品への投資が膨らんだことに由来している。

要するに、2021 年の対外純資産の増加は殆ど円安に起因している。今回の発表ではドル/円相場が+11.4%、ユーロ/円相場が+2.9%上昇したことになる。日本が対外資産(ネットではなくグロス)として保有する証券投資残高は 578.3 兆円で、そのうち 53.5% (309.4 兆円) がドル、13.1% (76.3 兆円) がユーロであることが分かっている。ということは、円安・ドル高が 10%進めば証券投資残高(グロス)は 60 兆円弱(≒578.3 兆円×0.1)増える計算になる。今回の結果と概ね平仄が合うだろう。前頁図に見るように、2021 年の経常黒字(15.5 兆円)は過去 7 年間で最小であり、対外純資産残高の著しい伸びとの乖離が際立っている。経常黒字を通じて外貨を稼いで積み上げる能力(フロー要因による増加余地)は衰えていると言わざるを得ない。

～対外直接投資主体の構成は定着～

対外純資産残高を保有資産別に見ると、最大項目は引き続き直接投資で 45.8%を占めている。これに外貨準備(39.3%)、証券投資(26.1%)が続く。日本の対外純資産残高と言えば歴史的には証券投資であったが、これは近年ですっかり様変わりしている。例えば 2012 年から 2021 年までの 10 年平均で見ると証券投資のシェアは 30.8%だが、その前の 10 年平均(2002～2011 年)では 41.4%であった。片や、直接投資のシェアは同じ期間で 18%から 39%へ約 2 倍に膨らんでいる。証券投資も直接投資も 10 年平均と直近値の乖離が大きいことから分かるように、特に最近数年の変化が著しい(図)。



過去の本文で繰り返し論じてきたように、こうして対外純資産残高に占めるシェアが直接投資主体となったことでリスク回避ムードが高まった時に本国回帰されてくる(≒端的にはリスクオフの円買いとなって現れてくる)資本フローが細った疑いがある。危うさを覚えた時、米国株や米国債など海外の有価証券を売却して円に戻す動きは想像が容易いが、買収した海外企業を逐一売却する動きが多発することは考えにくい。「リスクオフの円買い」が退潮となっている背景には、このように「売られたまま戻ってこない円」が効いているのではないかと筆者は常々感じている。誤解を恐れずに言えば、それは日本企業の資本逃避の結果でもある。その背景としては法人税や電気料金、硬直的な雇用法制など様々指摘されるが、究極的には少子高齢化により市場が縮小しているという事実が決定的だろう。コロナ禍で明らかになったように、政治は人口動態上の強者である高齢者に寄り添う意思決定に注力しており、日本国内に投資する誘因は決して高いとは言えない現状がある。

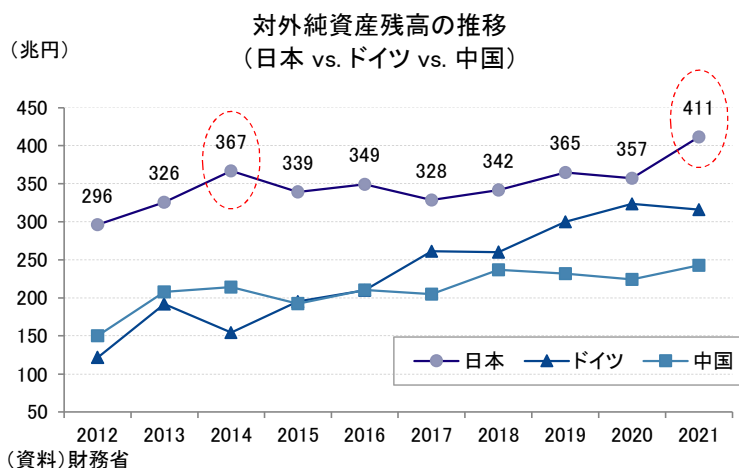
～ドイツとの差も円安次第～

2021 年の円安局面は 9 月頃から始まり、前年比で見れば+10%程度の円安・ドル高だった。仮

に、2022 年が現状(127 円近辺)で終わるとすれば、今年も前年比+10%以上の円安・ドル高になり、為替要因だけで再び 60 兆円近くの押し上げになる可能性がある。しかし、2022 年は 2021 年と比較して大きく違う点が 2 つある。それは経常黒字と資産価格の動向だ。例えば 1～3 月期の経常黒字を見ると、2021 年の 5.8 兆円に対して 2022 年は 3.0 兆円と概ね半減している。経常黒字による対外純資産残高の押し上げは 2021 年よりも限定的だろう。また、米金利の上昇(=米国債価格の下落)および米国株式市場の下落に象徴されるように、今年の対外証券投資残高は「その他調整」に類する部分、即ち資産価格の変動により押し下げられる可能性がある。それでも円安による押し上げの方が大きいと推測するが、2021 年のような顕著な増加に至らない可能性はある。最近の円相場に見られたように、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。30 年以上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のではないかな。

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きた。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。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。2020 年末時点で日本とドイツの差

は過去最小の 34 兆円まで縮まったが、極端な円安の結果、2021 年末時点では 100 兆円近くまでその差は開いた。両国の差に関し、日本がこれほどドイツに水を空けた年として直近では 2014 年(前年比+78.7 兆円)がある(赤、点線丸部分)。この年もドル/円相場が前年比+13.7%と 2021 年以上に上昇している。過去 10 年程度の両国の動向を踏まえる限り、「為替変動がなければドイツとの差は詰まる」というのが実情だろう。もちろん、「世界第二位の対外純資産国」のステータスも安全資産と言い張るには相応の材料と言えるが、上述してきたように、その半分近くは「売られたまま戻ってこない円」であることにも留意したいところである。円を安全資産と評価する上で最後の「お守り」のような位置づけにある対外純資産はかつてのような対外証券投資主体ではなくっており、その意味で円安抑止という実需の観点に照らせば「張り子の虎」の様相を強めつつあるのかもしれない。



市場営業部
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
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分) 週末版(円安相場は終わりののか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のブレイクが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか?
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分) 表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本邦に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分) 「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか?
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は?～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か?
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク