

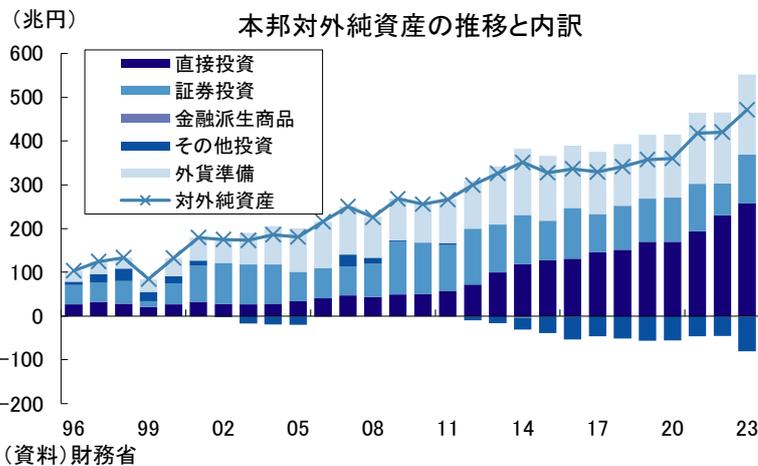
みずほマーケット・トピック(2024年5月29日)

虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き

23年末時点の日本の対外純資産残高は471兆3061億円と33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。対外資産側の増加を要因別に見ると増分の半分(+75兆6510億円)が為替要因であった。「世界最大の対外純資産国」という肩書きは、その構成比率の過半が証券投資で構成されていた時代であれば「リスクオフの円買い」ないし「安全資産としての円買い」という相場現象と密接にリンクしており、確かにポジティブな意味合いも含まれていた。しかし、足許の為替市場に目をやればドル/円相場は34年ぶりの円安水準、実質実効為替相場では「半世紀ぶりの円安」が嘆かれる状況。33年連続「世界最大の対外純資産国」という肩書きは虚しく響く。毎年のように過去最高を更新する世界最大の対外純資産が示すのは「日本に期待収益率の高い投資機会が乏しかった」という歴史的な事実。「戻らぬ円」である直接投資が過半を占める中、もはやネガティブな印象が抱かれる。もちろん、対外純債務国よりも救いはあるが、それは対外資産に関し、還流させるだけの勝算があつて初めて言えることでもある。

～33年連続世界最大の対外純資産～

昨日は財務省から2023年末時点の「本邦対外資産負債残高」が公表されている。常に需給要因を円相場分析の中心に据える本欄にとっては極めて重要な統計であり、毎年定点的にチェックしている。2023年末時点の日本の対外純資産残高は471兆3061億円と5年連続で過去最大を更新し、33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。資産・負債の別に見ると、



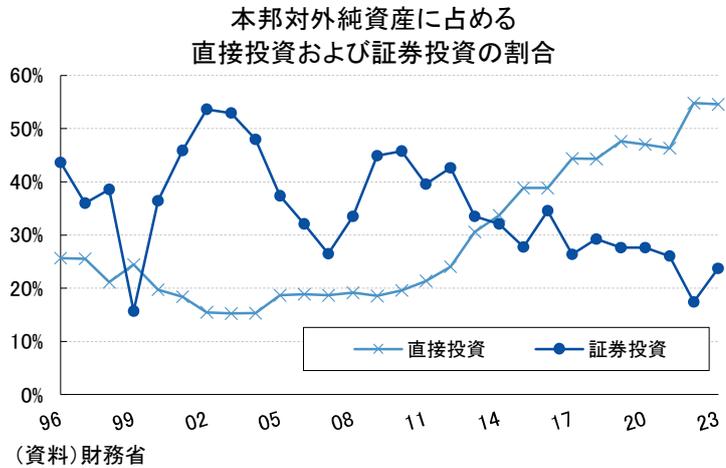
対外資産残高は前年比+11.1%の1488兆3425億円、対外負債残高は+10.6%の1017兆364億円であった。資産の相対的な増加幅が大きく純資産が押し上げられている。対外資産の増加を要因別に見ると前年差(+148兆8342億円)のうち、半分に相当する+75兆6510億円が為替要因(即ち円安による評価益)である。それ以外では資産価格の変動を反映するその他要因が+121兆4360億円、売買取引の変動を反映する取引要因が▲48兆4110億円であった。取引要因でマイナスが目立っているのは株式や金融派生商品が中心であり、円安や株価上昇で評価益が出たところ、利益確定的に売却された対外資産が多かった可能性などが推測される。

「数量として減少しているが、評価益として増えている」という状況が続くことは、日本が保有する対外資産1単位当たりの金額が膨らんでいる状況を示唆する。このような変化が続くと対外資産の

流動性は直感的に欠けてくるようにも思われ、来年以降の動きを見る上での注目点としたい。

～虚しく響く「世界最大の対外純資産」の肩書き～

過去1年、本欄では経常収支の構造変化を念頭に、執拗な円安相場の真因を探ってきた。その特徴の1つとして巨額の黒字を記録しつつ、CFベースでは円に戻ってこない第一次所得収支の存在に焦点を当ててきた。より具体的には、第一次所得収支における直接投資収益、厳密にはそれを構成する再投資収益が増えていることが「統計上の黒字」をかさ上げしており、実際の円買いに繋がるCFを目減りさせている可能性



を指摘してきた。言うまでもなく、フロー(国際収支)の構造が変われば、その蓄積であるストック(対外純資産)の構造も変わっている。再投資収益を含む直接投資収益増加の背景には、それを生み出す直接投資残高の増加があり、実際にそうなっている。対外純資産の項目別構成比率を見ると、2014年を境に直接投資が証券投資を逆転しており、両者の差は拡大傾向にある(図)。

「世界最大の対外純資産国」という肩書きは、その構成比率の過半が証券投資で構成されていた時代は「リスクオフの円買い」ないし「安全資産としての円買い」という相場現象と密接にリンクしていたので、ポジティブな意味合いも含まれていた(もっとも当の日本人は円高を忌避していたが)。しかし、足許の為替市場で起きていることはドル/円相場では34年ぶりの円安水準、実質実効為替相場では「半世紀ぶりの円安」であり、33年連続「世界最大の対外純資産国」という肩書きは虚しく響いている。後述するように「戻らぬ円」の割合が増えている象徴としての「世界最大の対外純資産国」であれば、もはやネガティブな意味の方が大きく感じられてきてしまう。

～投資機会の乏しさの象徴～

経常収支や対外純資産の直面している状況は、これまでの日本経済の結果である。言い換えれば、毎年のように過去最高を更新する世界最大の対外純資産が示すのは、「日本に期待収益率の高い投資機会が乏しかった」という歴史的な事実である。過去には機関投資家や外貨準備を通じた海外への証券投資が支配的であったが、2011年以降は企業による直接投資まで勢いを得るようになった。結果とし



て、日本企業の海外内部留保残高は積み上がるばかりである(前頁図)。そうした動きを反映して世界最大と言われる対外純資産残高は増勢を保っているが、それは企業部門を中心として「戻らぬ円」の割合が増えていることの裏返しでもある。結果、経常収支に関し「統計上でこそ黒字だが、CF では断続的な赤字」という疑義が生まれ、これが円安長期化の底流として指摘される現状がある。その意味で円安もまた、日本経済が抱える問題の「原因」ではなく「結果」と表現するのが妥当である。

もちろん、対外純資産国の方が対外純債務国よりも救いはある。しかし、それは対外資産に関し、還流させるだけの妙案か勝算があつて初めて言えることだ。対外資産が半永久的に回帰しないことを前提にしてしまえば、CF ベースでは純債務国に近いような通貨売りに直面する場面が出てきても不思議ではない。2022年や2023年を振り返ってみれば、筆者の「構造的な円安を疑った方が良い」という言説に対し、「成熟した債権国としての地位が保たれており、構造的円安論は行き過ぎ」という反駁は何度も見られてきた。だが、110円付近から始まった円安は今や160円まで進んでいる。構造的な議論を避けられるような状況とは到底思えない。符号上は「成熟した債権国」でも、その実態(≒CF)が「債権取り崩し国」に近いからこそ円安が長引いているという側面は考える必要は無いのだろうか。真偽は別にして、全てを日米金利差で片づけようとする態度にはやはり同意できない。

ちなみに、対外純資産の4割弱は外貨準備だが、これも執拗に通貨安を志向し、円売り・ドル買い為替介入を重ねてきたことの結果である。社会全体で円安を金科玉条の如く崇め奉る風潮が結実したのが外貨準備という側面もある。その望み通り、今は円安が常態化している。

～「まだ間に合う」という考え方も～

後ろ向きな話ばかりではなく敢えて前向きな話をすれば、対外純資産が潤沢にあるうちは、「まだ間に合う」という考え方も可能ではある。目下、神田財務官の下で実施されている有識者会議「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」でも、国内還流しない日本の家計・企業部門の外貨資産は争点化しているところであり、やはりここから何を読み取り、どのような処方箋を割り当てていくべきかが問われている。その選択肢は多岐にわたる。例えば人手不足を背景として今後の日本経済は名目賃金が上昇基調に入ると思われるが、その際、企業部門はこれまでよりも「戻らぬ円」を活用せざるを得ないのではないか。その他処方箋の議論は過去の本欄¹を参照に頂きたいが、日本が抱える世界最大の対外純資産はその構造も含めて日本経済の歩んできた結果であり、現状を見る限り、前向きな評価を与えるのは難しい。しかし、今後飛躍の時を迎えるとしたら、これを活かすことが条件になるのもまた、間違いないだろう。

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。

¹ 本欄 2024年5月16日「円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～」をご参照下さい。

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
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分) 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか?～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない?～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～「またも」分断はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分) 週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか?
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの掃蕩～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか?～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分) 本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～滲む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雷」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～