

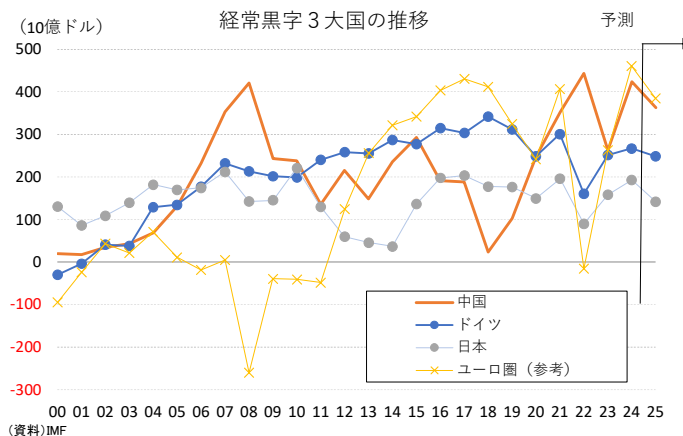
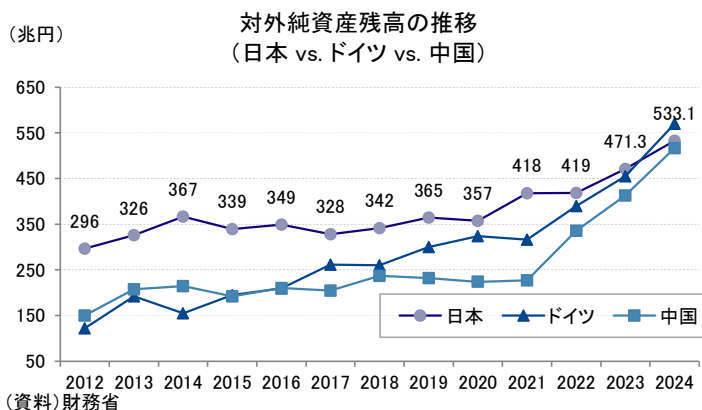
みずほマーケット・トピック(2025 年 5 月 28 日)

34 年ぶりの首位陥落～24 年末対外純資産について～

昨日、財務省から 24 年末時点の「本邦対外資産負債残高」が公表されている。既報の通り、24 年末時点の日本の対外純資産残高は 533 兆 500 億円と 6 年連続で過去最大を更新したものの、ドイツに追い抜かれ、34 年ぶりに「世界最大の対外純資産国」のステータスを喪失した。例年以上に多くの照会を頂戴しているため、筆者なりの所感を示しておきたい。順位変動自体は些末な話である。一義的には経常黒字の累積が対外純資産である。2011 年頃を境として日本の経常黒字はドイツのそれに大きく劣後するようになっていたため、逆転は「時間の問題」であった。同じ理屈で「世界最大の経常黒字国」である中国からも日本は猛追されており、2 位から 3 位へ順位を落とすことも概ね既定路線。日本の対外純資産で争点とすべきは「残高」ではなく、その「構造」。達観すれば日独中の対外純資産は概ね同額だが、日本だけが貿易赤字国である。対外純資産を通貨や債券の安定性と絡めて論じるにあたっては、やはり国内回帰が期待できるかどうか重要であり、日本はこの点で順位以上に差を付けられている印象。

～3 位までの転落は視野に入る～

昨日は財務省から 2024 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、毎年定期的にチェックしている。2024 年末時点の日本の対外純資産残高は 533 兆 500 億円と 6 年連続で過去最大を更新したものの、ドイツの 569 兆 6512 億円に追い抜かれ、34 年ぶりに「世界最大の対外純資産国」のステータスを喪失した。例年以上に多くの照会を頂戴しているため、筆者なりの所感を示しておきたい。資産・負債の別に見ると、対外資産残高は前年比+11.4%の 1659 兆 22 億円、対外負債残高は同+10.7%の 1125 兆 9720 億円であった。資産の増加幅が相対的に大きく純資産自体は大きく押し上げられているが、ドイツはそれ以上に大きく伸びたという構図である。林芳正官房長官は閣議後会見で本件について問われ、日本が 2 位になったことに関し、日本の対外純資産が着実に増加していること



も踏まえ、順位変動から「日本の立ち位置等が大きく変わったと捉えるようなものではない」と述べている。これは全くその通りである。日本が失速してドイツに追い抜かれたという話ではなく、あくまで両者の「伸びの差」ゆえに生じた構図であり、順位自体は些末な話だ。

一義的には経常黒字の累積である対外純資産は、当然、経常黒字の多寡でその残高が規定される。前頁図(下)に示すように、2011 年頃を境として日本の経常黒字はドイツのそれに大きく劣後するようになった。対外純資産残高で言えば、2020 年前後から肉薄されるようになっており、文字通り、逆転は「時間の問題」であった。なお、図示される通りだが、同じ理屈で「世界最大の経常黒字国」である中国からも日本は猛迫されており、世界第 3 位の対外純資産国へ順位を落とすことも概ね既定路線と見受けられる。

～要因分解: 価格要因が大きい～

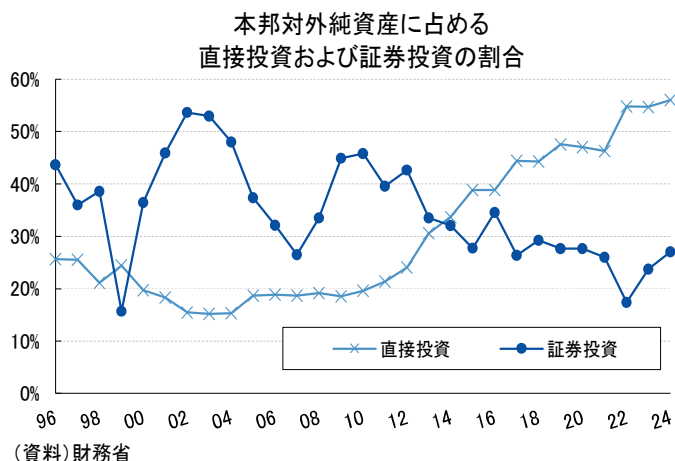
もっとも、日本の対外純資産の「増え方」についてはもっと注目されても良い。対外資産の増加を要因別に見ると前年差(+169 兆 4010 億円)のうち、+110 兆 9450 億円が「為替相場変動」であった。これは 2023 年末時点のドル/円相場の換算レートが 141.40 円であったのに対し、2024 年末時点は 157.89 円と+11.7%、円安・ドル高に振れた結果である。ちなみにユーロ/円相場では 156.25 円から 164.05 円と+5.0%、円安・ユーロ高に振れている。円安が対外資産を押し上げた部分が極めて大きかったことは間違いない。しかし、より厳密に見るとそれだけでも言えず、「その他調整」が+145 兆 1560 億円と「為替相場変動」よりも大きい。「その他調整」は資産価格自体の変動に起因するものだ。一方、「取引フロー」、つまり実際の売買や投資などによって生じた増減分は▲86 兆 7010 億円と減少している。より詳しい議論は商品別(株式、債券、デリバティブ)に展開可能である。これら変動要因から見えてくることは「数量として減少しているが、価格として増加している」という状況であり、それは即ち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欠けてくるようにも思える。

なお、商品別に見ると、「その他調整」部分の多く(+127 兆 1720 億円)が金融派生商品(デリバティブ)から発生しており、これはほぼ同額(▲126 兆 2430 億円)が「取引フロー」で相殺されている。しかし、証券投資は「為替相場変動」で+50 兆 9890 億円、「その他調整」で+23 兆 8160 億円と価格要因が極めて前向きに作用したことがよく分かる。しかし、株式単体で見れば「取引フロー」が▲8 兆円と売り越され、債券は「その他調整」で▲17 兆 1230 億円と価格下落が見られている。金利が高止まりする中、株式・債券市場にストレスがかかってきた様子が透ける。

～「残高」ではなく「構造」が重要～

繰り返しになるが、順位の変動自体に意味はない。思考の順序としては経常黒字が原因、対外純資産が結果であり、結果の変動に大騒ぎしても本質は見えない。フロー(経常収支)の構造が変われば、その蓄積であるストック(対外純資産)の構造も変わるのは当然だ。過去の本欄では繰り返し論じている点だが、日本の対外純資産で争点とすべきは「残高」ではなく「構造」である。2011 年以降、日本から海外への対外直接投資が増加する中、対外純資産の構造もそれに応じた変化を経験してきた。それまで対外純資産と言えば、米国債を筆頭とする対外証券投資が主体であったが、2014 年頃から両者の構成比率は逆転し、2024 年末時点で直接投資比率は 56.0%と過去最

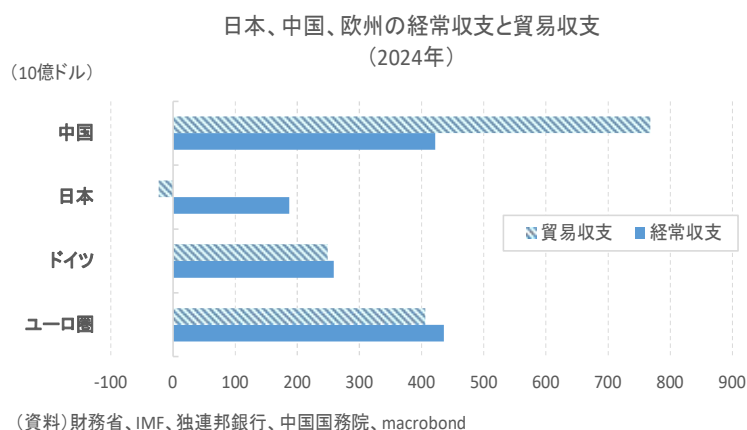
高を更新している。過去の本欄でも執拗に述べているように、有価証券であればリスク許容度の毀損と共に売却し、円貨に戻すといういわゆる「リスクオフの円買い」が想定されるものの、日本企業が経営判断の末に買収した海外企業を安易に売却することは考えにくい。近年の円安傾向や最近の長期金利急騰を踏まえ、今回の2位転落を結び付けるような報道や解説は自然と出やすいと思われるが、500兆円を優に上回る対外純資産「残高」と円安や債券安(金利上昇)を直接結びつけるのは難しい。しかし、直接投資比率が60%に肉薄する「構造」は円が国内回帰する経路が細まっていることを意味していそうであり、円安とは無関係ではないように思える。



しかし、直接投資比率が60%に肉薄する「構造」は円が国内回帰する経路が細まっていることを意味していそうであり、円安とは無関係ではないように思える。

～順位以上にドイツや中国と差はある～

なお、「34年ぶりの逆転」というヘッドラインは耳目を引くが、達観すればドイツ、日本、中国の対外純資産はほぼ互角だ(1頁目、図)。しかし、その源泉となった経常黒字の中身は全く異なる。中国もドイツ(ひいてはユーロ圏)も経常黒字は貿易黒字に駆動された結果である(右図)。片や、日本だけが貿易赤字を包含する経常黒字である。その分、対外直接投資を積み上げた結果である第一次所得収支の



黒字で稼いでいるわけだが、それに含まれる再投資収益はもちろん、証券投資収益(債券利子や株式配当金など)も円買いに繋がる保証はない。結局、対外純資産「残高」がいくらであろうと、その世界順位が何位であろうと、それが自国通貨への安心材料となるためにはアウトライイト取引が期待される貿易黒字が必要である。その意味で日本は順位以上にドイツや中国とは差がある。

～投資機会の乏しさの象徴～

断っておくが、対外純資産であれ、対外純債務であれ、その善悪を論じるのは筋違いである。経常収支が異時点間の最適な資源配分の結果だとすれば、黒字も赤字も善悪はないし、その累積である対外純資産も対外純負債も同様である。しかし、強いて言えば、対外純資産が大きいことに関して言えば、国内の投資機会が乏しく、海外にそれを求めてきたことの結果だ。速いペースで少子高齢化が進む日本において、対外純資産「残高」が伸びてきたことは必ずしも良いことではない。

結局、毎年のように過去最高を更新する対外純資産が意味するのは「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だった。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(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。近年認知されてきたように、経常収支については「統計上でこそ黒字だが、CF では断続的な赤字」という事実が指摘されており、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。



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。近年認知されてきたように、経常収支については「統計上でこそ黒字だが、CF では断続的な赤字」という事実が指摘されており、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。未だに「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」という反駁はある。だが、110 円付近から始まった円安は一時 160 円を突破し、断続的な日銀利上げを挟んでも 140 円台にある。構造的な議論を避けられるような状況とは言えまい。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か。

～対外純資産により時間稼ぎは可能～

もちろん、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、超長期債市場が晒されているストレスに対し、野放図な拡張財政路線を修正しようという思惑は今後強まってくるだろう。それは遅々たるペースでしか進まないため、その間に円売りや債券売りに晒される懸念もある。しかし、外貨準備を含めた対外純資産が潤沢にあるうちは為替介入や民間部門の外貨建て資産売却を通じてある程度の時間稼ぎは可能である。繰り返して論じてきたように、「世界最大の対外純資産国」というステータスを失ったこと自体、本質的な悲観を孕むものではない。しかし、国債発行計画の修正可能性という異例の動きも取りざたされる中、「対外純資産国だから大丈夫」という浅薄な楽観論も見直した方が良い。その意味で今回の 2 位転落は良い契機にもなり得る。

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
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	窓りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマંデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マルアラーゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に拡がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はするい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、バリエイ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～