

黒字国日本の対外純資産(続編)

—運用パフォーマンスの国際比較—

元大蔵省関税局長(元日本銀行理事)
米澤潤一

はじめに

2018年6月号の本誌に「黒字国日本、対外純資産の目減り一鍵を握る本邦金融機関の競争力—」(以下「前稿」)と題して、日本の対外純資産残高は1991年末以来30年間連続して世界一を続けているが、その額は長年続けてきた多額の経常収支黒字の累計には届いておらず、いわば目減っていることを示し、その目減りの時代別推移と要因分析を試み、日本人の富を運用する本邦金融機関の運用力が鍵で、成熟債権国の域に達した今日その向上が急務であることを訴えた。

本稿はいわばその続編で、この目減りの実態を直近まで更新して検証するとともに、対外純資産がもたらしている果実ともいうべき直接投資収益・利子・配当等の第1次所得収支について、その推移と対外純資産の関係を分析し、フローの収益である第1次所得収支とキャピタルゲイン・ロスである対外純資産の目減りを通算したところでの総合利回りを試算する。

その上で、日本に次いで対外純資産の大きなドイツ及び中国並びに逆に世界最大の対外純債務国である米国について可能な限り同様の分析をして国際比較を試み、これが示唆するそれぞれの国の資産負債運用の特色、パフォーマンスの良し悪しとその背景、さらにはこれが示唆するところを探るものである。

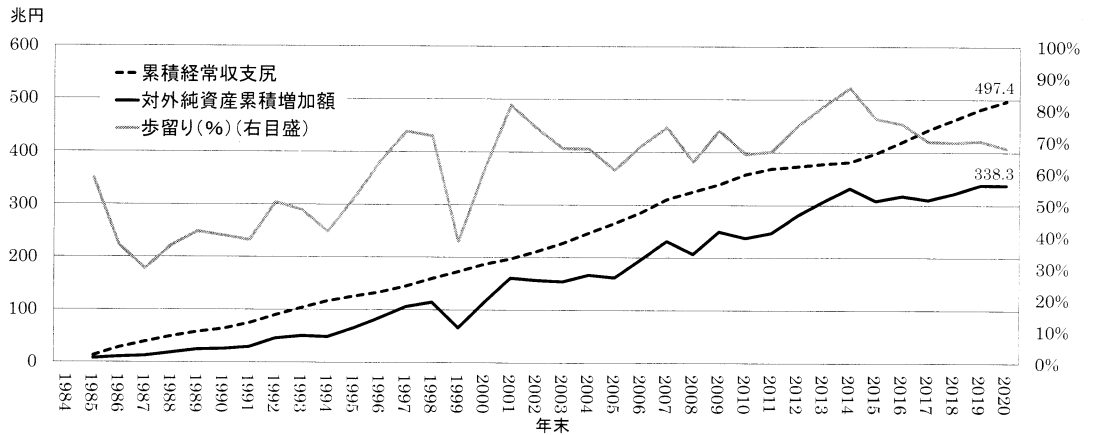
日本の経常収支黒字と対外純資産推移(直近まで)及び国際比較

前稿では日本の対外純資産について、まず、1981年から2006年までの実績で対外純資産の増加額は経常黒字累計額に対し円建てで概ね70%程度、ドル建てで試算したところでも80%弱程度の歩留まりにまで目減っていたが、2010年あたりを境目に急速に歩留まりが向上(目減りが減少)し、ピークの2014年末には90%近くにまで回復、2007年から2016年までの10年間だけを通算すると経常収支の黒字累計131.8兆円に対し対外純資産残高の増加額134兆円と、それ以前とは逆に純資産増加額が経常黒字累計額を上回っている(キャピタルロスからキャピタルゲインに転換した)ことを示した。ただ併せて「ただし足元2年間やや反転しており先行きを注視する必要がある」とも指摘したところである。

今回データを2020年まで更新して同様の分析をしたところ、やはり懸念した通り、再び歩留まりが低下(目減りが拡大)し、2020年末では累積経常黒字額497.4兆円に対し対外純資産増加額338.3兆円、歩留まりにして68%とかつての水準70%以下にまで逆戻りしている(図表1)。

世界で対外純資産残高の大きい国のベスト5を経年で並べると次の図表2の通りであり、日本に次ぐ常連ともいうべきドイツと中国について同様の分析を試みる。

図表1 経常収支黒字の累積額と対外純資産増加額



(資料出所)財務省資料から筆者作成。

図表2 対外純資産残高ベスト5国

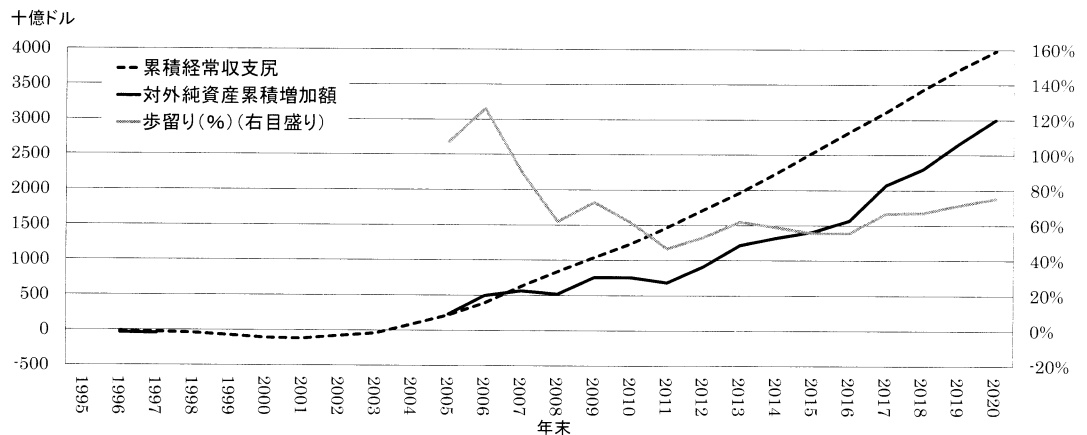
年末、十億ドル

	2005年	2010年	2015年	2020年
1位	日本 1531.8	日本 3150.4	日本 2715.2	日本 3440.8
2位	スイス 458.4	中国 1478.3	中国 1698.9	ドイツ 3128.1
3位	香港 448.3	ドイツ 884.2	ドイツ 1535.1	香港 2152.8
4位	ドイツ 360.7	スイス 744.3	香港 1003.1	中国 2150.3
5位	中国 356.8	香港 665.1	ノルウェー 698.5	ノルウェー 1146.2

(資料出所)財務省資料から筆者作成。

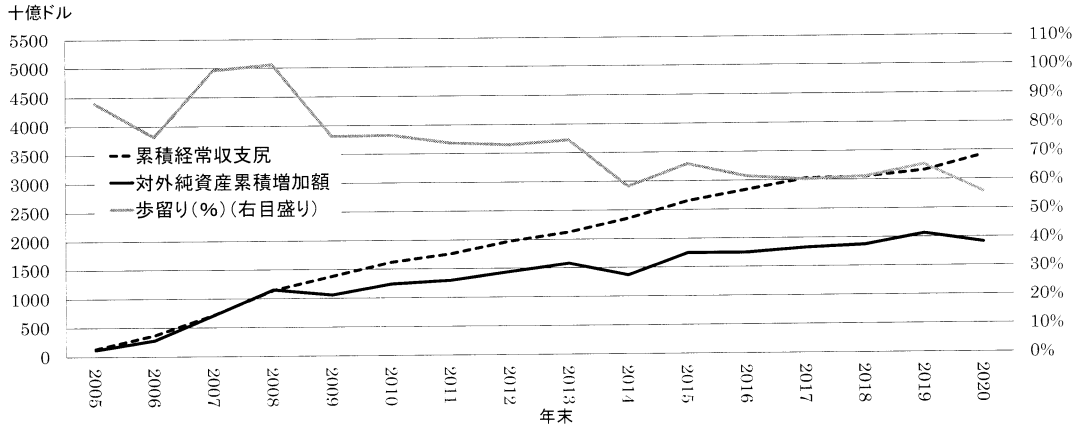
ドイツは日本と概ね同様の推移をたどってきたが、最近5年間では日本と逆にやや向上して2020年末75%となっている(図表2-2)。

図表2-2 ドイツの累積経常黒字と対外純資産増加額



(資料出所)財務省資料とIMF資料から筆者作成。

図表2-3 中国の累積経常黒字と対外純資産増加額



(資料出所) 曾根康雄「中国の国際収支と金融開放」(2020年3月亜細亜大学研究所)、IMF資料等から筆者作成。

中国はほぼ一貫して歩留まり低下傾向にあり、直近では60%を割っている(図表2-3)。

対比のため、世界最大の純債務国である米国について見る(図表2-4)。

米国はよく知られている通り、多額の経常収支赤字を垂れ流しているながら、その割には対外純債務が増えないという羨ましいパフォーマンスを続け、その差が拡大してきたが、リーマン後からその流れが反転して、対外債務増が累積経常赤字に近づき(マイナスの歩留まりの上昇)、ついに直近2年両者が逆転した。しかしコロナの影響もあり、これがトレンドなのか一時

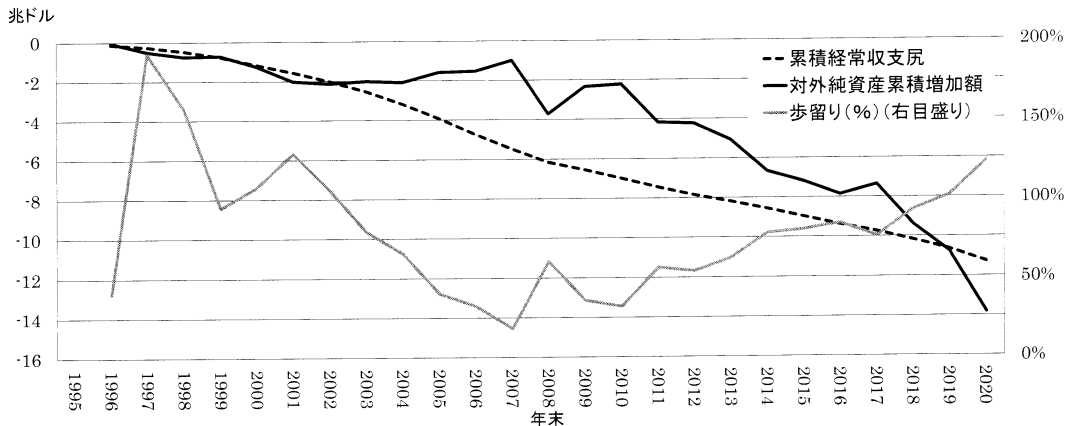
的現象なのかはまだ判然としない。

(注) ドイツは別としても、日本、中国に加えこれまで儲けてきた米国の歩留まりまで悪化すると考えると、この2、3年世界のどこで儲けが増えていたのか、ここで取り上げた4か国以外の大きなところ、例えば香港、ノルウェー、シンガポール、スイス、サウジ辺りのどこかなのか興味のあるところであるが本稿では立ち入らない。

対外純資産とその果実である所得収支

ところで、対外純資産のパフォーマンスを知るには、これまで見てきた対外純資産の目減

図表2-4 米国の累積経常黒字と対外純資産増加額



(資料出所) 米商務省Bureau of Economic Analysis「U.S.Net International Investment Position」とIMF資料から筆者作成。

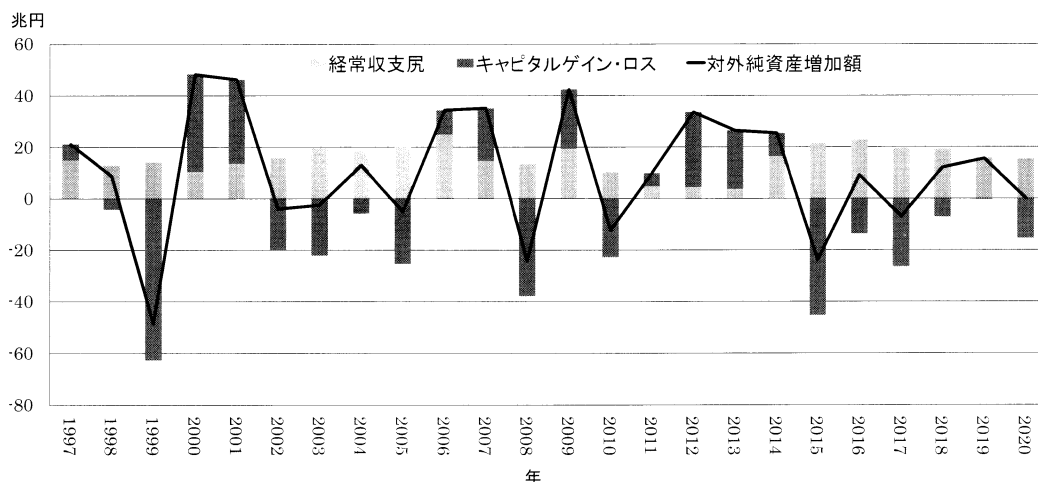
りだけでは不十分で、この対外純資産の目減りが示すキャピタルゲイン・ロス（ストックの変動）に加えて対外資産の収益と対外負債コストの差、つまり国際収支統計上の第1次所得収支戻（フロー）を合算したところを見る必要がある。かねてからこうした問題意識をもっていたが、本稿でこの分析に挑戦する。

まず、**図表1**のデータから、日本の1997年から2020年までの各年のキャピタルゲイン・ロス

の金額を算出したのが次の**図表3**である。24年間の合計では経常収支の黒字額が368.1兆円、対外純資産の増加額が253.6兆円で、差し引き114.5兆円のキャピタルロスとなっている。

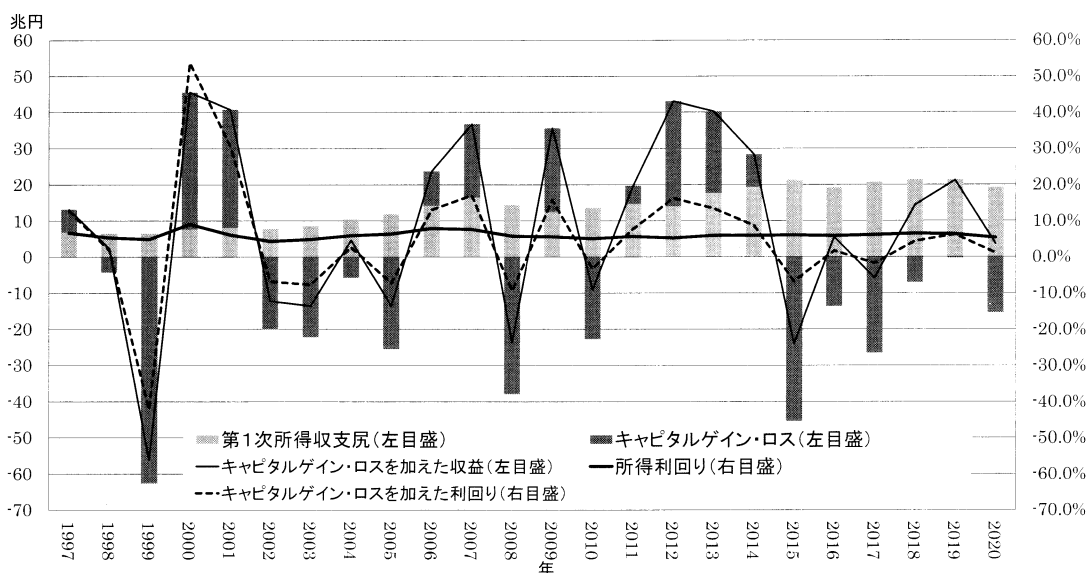
こうして算出したキャピタルゲイン・ロス額に国際収支統計の経常収支の内訳である第1次所得収支戻を合算して毎年度のトータルの収益額を算定、これを年初の対外純資産額と対比して利回りを算出したのが下の**図表4**である。24

図表3 日本の対外純資産年間増加額の内訳推移



(資料出所)財務省資料から筆者作成。

図表4 日本の対外純資産収益と利回りの推移



(資料出所)前掲各図表のデータと財務省財政金融統計月報国際収支編各年版から筆者作成。

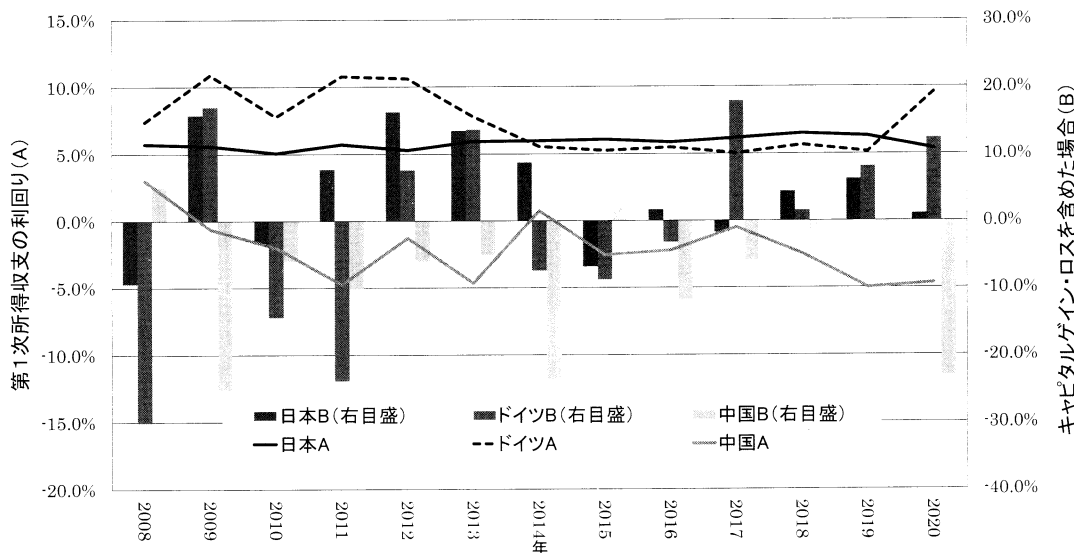
年間の平均としては、年初の対外純資産残高の年平残234.2兆円に対し、生み出した第1次所得収支戻が年間平均13.9兆円、キャピタルロスが4.8兆円で差引合計9.2兆円、所得利回り5.96%、キャピタルロスを含めた利回り3.92%となっており、かなり高い所得利回りがキャピタルロスで減殺されていることがわかる。

ドイツ、中国についても同様の分析を加え、

2008年から2020年までの13年間について日独中3か国を対比したのが次の**図表4-2**である。

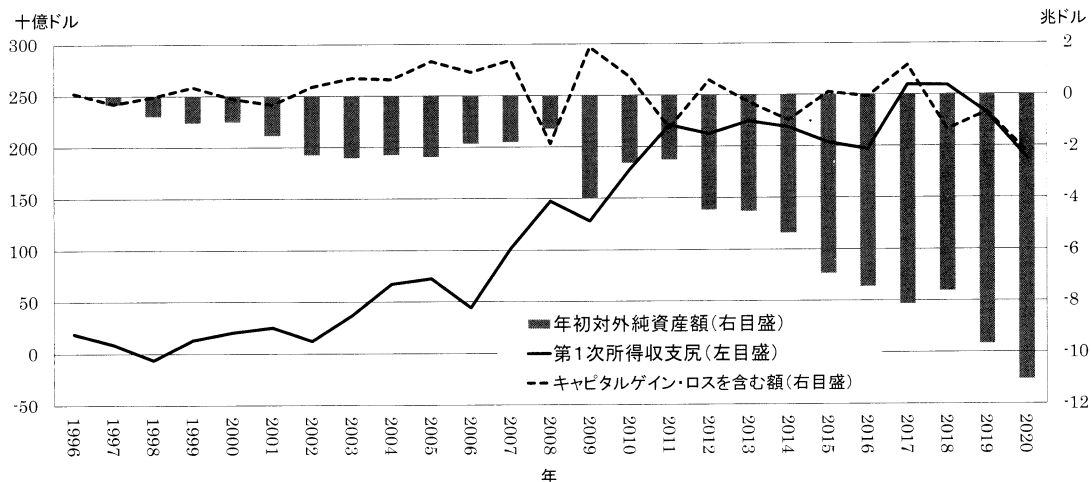
これによると、第1次所得収支の利回りではドイツ6.99%、日本5.81%、中国マイナス2.34%、キャピタルゲイン・ロスを合算した利回りでは日本3.76%、ドイツ1.98%、中国マイナス9.16%となっていて、日本とドイツはまずまず似た水準にある。中国はひどくパフォーマンスが悪

図表4-2 日独中の対外純資産に対する所得利回り



(資料出所) 前掲各図表のデータと財務省財政金融統計月報国際収支編各年版から筆者作成。

図表4-3 米国の対外純資産と第1次所得収支



(資料出所) 前掲各図表のデータと財務省財政金融統計月報国際収支編各年版から筆者作成。

いように見えるがこれについては後述する。

米国については、対外純資産がマイナス（純負債）なのに第1次所得収支もキャピタルゲインもプラスという姿が長年続いていたことから、同じような対比になじまないので、実額で図示する（図表4-3）。

これによると米国は対外純債務国に転落した後も第1次所得収支の黒字を続け、その額は21世紀に入り以降ほぼ一貫して上昇、ピークの2017年には2500億ドルを超えた後直近ではやや低下しているものの、なお1800億ドルを超えている。キャピタルゲイン・ロスを含めたところでは、リーマン前まではほぼこれと並行して上昇してきたが、リーマン後は変動を伴いながらゼロ近傍で推移し、直近3年間マイナスに転じている。対外純債務がここまで大きくなってくると流石にこれまでのような奇跡的高パフォーマンスは続かなくなったということかもしれないが、判断にはなお数年の推移を見る必要があるだろう。

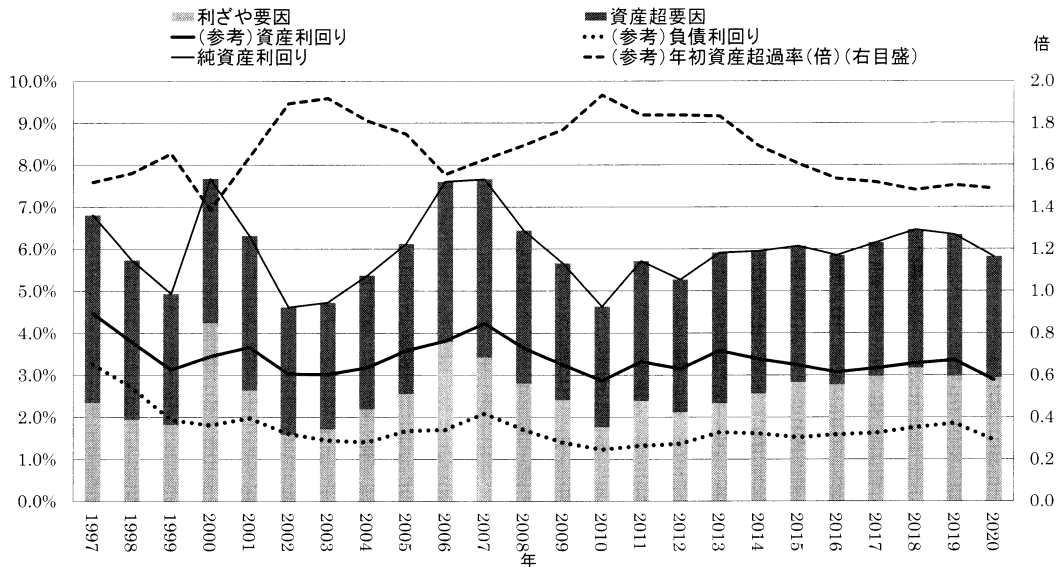
第1次所得収支利回りの要因分析と国際比較

ところで以上の分析で簡便のため対外純資産と第1次収支尻を対比して利回りを算出していたが、厳密には対外資産の収益率と対外負債のコスト率に分解して見る必要がある。日本の1997年から2020年までについてその分析をした結果が次の図表5である。

これによるとこの間の資産利回りが3.34%、負債利回り（コスト率）が1.69%で1.65%の利ザヤとなっている。先に見た対外純資産利回り5.96%を要因分解すると、この利ザヤによる寄与が2.62%、資産超過による分寄与が3.34%と分解できる（図表5-2に計数）。

資産、負債両サイドの利回りのどちらが高いかは国によって事情が異なるが、日本の場合所得利回りが高いのは、①国内金利が海外より低い状態が長く続いていること、②収益率の高い資産である直接投資に関して、対外投資が対内投資よりかなり大きいこと、③その上日本経済の長期低迷により対内投資の収益率が低いこ

図表5 日本の対外純資産利回り要因別分解



(資料出所) 前掲各図表のデータと財務省財政金融統計月報国際収支編各年版から筆者作成。

図表5-2 日本資産・負債対応受取・支払分析（1997～2020平均）

対外純資産残高			第1次所得収支			資産負債別利回試算		利ざや	純資産 利回り	同左の分解	
資産	負債	純資産	受取	支払	収支尻	資産サイド	負債サイド			利ざや 要因	資産超 要因
A	B		C	D		$E=C/A_{-1}$	$F=D/B_{-1}$	E-F			
605.4	371.2	234.2	20.2	6.3	14.0	3.34%	1.69%	1.65%	5.96%	2.62%	3.34%

（資料出所）前掲各図表のデータと財務省財政金融統計月報国際収支編各年版から筆者作成。

と、等が挙げられ、必ずしもパフォーマンスが良いと誇れることではない。むしろ日本経済の長期低迷（本誌2020年6月号掲載の拙稿「数字で見る平成年間、世界の中の日本経済」参照）を裏付けるものだともいえよう。加えてその高い所得利回りが前述の通りキャピタルロスで大きく（利回り換算で2%以上）減殺されていることを考えると日本の運用力は高いとはいえない。

データの制約から同様な分析の国際比較は定性的なものにとどまるが、米国の場合は基軸通貨国の特権で対外負債の大きな部分が低金利の米国債（他国の外貨準備）であるのに対し、対外資産はファンド等による高収益の直接投資が多く、利ザヤ要因が負債超過要因によるマイナスを相殺してなお余りある状態がつい最近まで続いていた。ドイツは変動が激しく見定め難いが、前掲図表4-2から読み取ると利ザヤ要因は日本よりは小さく、資産超過要因が主体のように見受けられる。

日米の対極にあるのが中国で、世界ベスト3の対外純資産大国でありながら、第1次所得収支はマイナスで、しかもマイナス幅が拡大傾向気味にある。これは、中国の対外資産の40%弱が利回りの低い米国債を中心とする外貨準備である一方、対外債務は50%弱が外資系企業の直接投資で、中国経済の高度成長を背景とした高い収益が得られていることによる（露口洋介「中国の国際収支の動向」2021年4月30日『Science portal China』）。その結果資産超過要因を相殺してもなお足らず、2008年から2020年の平均で対外純資産に対し2.34%ものマイナス利回りになっている（前掲図表4-2）。

若干のインプリケーション

前稿での検証に以上の分析を加えたところから得られる示唆は次の通りである。

① 一国の対外資産・負債がその国の投資収益収支やキャピタルゲイン・ロスを通じてその国の富の増加をもたらす姿は国により、時代によって大きく異なっている。

この差異は、①それぞれの国の対外資産・負債の構成、②自国と投資元国彼我の資産運用の巧拙（パフォーマンス）、③より大きくは対内対外直接投資に対する政府の姿勢、外貨準備ポリシーその他の為替政策など対外経済政策にも左右されている。

これらは前稿の日本についての分析によってもある程度示唆されていたが、さらに加えて本稿では国際比較により、④米国が基軸通貨国としての特権から圧倒的に有利なこと、⑤主として中国との比較から、自国と投資先国の経済成長率の差、言い換えれば経済の発展段階の違いを反映した投資収益力の差が反映していることが明らかになった。

この最後⑤の要因は、自国の経済成長率が投資先の外国より高いほど対外純資産の収益は低くなる（中国の例）という、いわば逆相関の関係にあるが、悪いことではなく、それによって対内投資が促進されて国内投資が高まり、さらに高い成長をもたらすという好循環を生む。逆に日本は、低成長と超低金利により負債コストが低い、これは喜ぶべきことではなく、やがて外資の流入を抑え、国内マネーフローに好ましがらざる影響をもたらす。貿易収支が赤字に転

図表6 対外純資産運用パフォーマンスまとめ

国（期間）	年初の対外純資産平残	経常収支尻年平均	あるべき対外純資産の平残	キャピタルゲイン・ロス年平均	同左の年初純資産に対する率	第1次所得収支尻年平均	対外純資産の所得利回り (平残ベース)	キャピタルゲイン・ロスを加味した利回り (平残ベース)
日本(1997～2020) (兆円)	234.2	15.3	249.6	-4.8	-2.04%	13.9	5.96%	3.92%
日本(2008～2020) (兆円)	302.6	14.4	317.0	-6.2	-2.05%	17.6	5.81%	3.76%
米国(1997～2020) (十億ドル)	-3,889.4	-464.2	-4,353.6	-109.3	2.81%	135.3	-3.48%	-0.47%
米国(2008～2020) (十億ドル)	-5,381.8	-430.8	-5,812.6	-383.5	7.13%	206.67	-3.84%	3.29%
ドイツ(2008～2020) (十億ドル)	1,415.0	258.3	1,673.3	-71.0	-5.02%	98.9	6.99%	1.98%
中国(2008～2020) (十億ドル)	1707.7	208.6	1916.2	-116.4	-6.82%	-40.0	-2.34%	-9.16%

(注1) 対外純資産マイナス（純負債）の米国は、利回りマイナスがネット収益増を表す。

(注2) 米国のキャピタルゲイン・ロスを加味した利回りは、2008年～2020年で、漸くマイナス（上表でプラス表示）になったが、これがトレンドなのかコロナの影響など一時的現象なのかはまだ判然としない。

(資料出所) 本稿の分析から筆者作成

換しつつある成熟債権国日本としては、2020年末でいまだに対外資産の18.3%を占めている外貨準備を減らすなど対外資産構成の見直しを含め、対外資産負債のパフォーマンス改善（運用力の強化）、就中バブル期に目立ったような無駄な対外投資やデリバティブ取引の失敗などによるキャピタルロスを防ぐことが肝要である。

最後に、日米独中4か国の対外純資産に対する所得収支とキャピタルゲイン・ロスの関係計数を一表にまとめて示す（図表6）。

（完）

本文中引用分以外の参考文献：

- ・星野智樹「現代アメリカの国際金融上の地位」(立教経済学研究第66巻第4号 2013年)
- ・松岡秀明「所得収支の変動要因：国際比較から見る日本特有の要因」(ファイナンス 2021年9月号)