

黒字国日本、対外純資産の目減り

——鍵を握る本邦金融機関の競争力——

元大蔵省関税局長
(元日本銀行理事)

米澤 潤一

はじめに

周知のように米国は長年にわたり巨額の貿易赤字を続け、その結果世界最大の対外純債務国である。しかし仔細に見ると、対外純債務国でありながら利子配当等の所得収支で黒字を計上して、経常収支としては貿易赤字を若干ながら減殺している上さらに、その結果の経常収支の赤字ほどにも対外純債務は増加していない。つまり貿易では巨額の赤字を続けながら、資産・債務ストックのポートフォリオ運用のパフォーマンスに優れているため、対外純債務の累増を多少なりとも食い止め続けていたということである。たとえば、本業の製造業は不振で赤字を続けているが、財テクでこれを埋め合わせている老舗メーカーといったところか。

悲しいことにその対極にあるのが日本だった。長年貿易黒字、時にはGDP比4%超というような大幅な黒字を計上して深刻な貿易摩擦を引き起こした。その結果様々な外圧を招き、不本意な関税・貿易対策や、プラザ合意による円高、後世に禍根を残した内需振興のための650兆円公共投資計画、さらには日米円ドル委員会での金融資本市場対策などの譲歩を余儀なくされた。にもかかわらず日本の対外純資産は経常収支黒字の累計に見合うほどには増加せず、10年前位まで概ね70%程度、円高を考慮してドル建てで試算しても80%弱の水準にとどまっていた。つまり汗水たらして稼げども財テクで損をして、稼いだお金が目減りし続けたのである。

筆者がこの問題を初めて明確に認識したのは、1999年の統計で対外純資産が経常収支黒字累計のなんと58%にまで目減りしたのを見て驚いた時で、『金融財政事情』2000年7月10日号に掲載した拙稿「個人貯蓄1400兆円の行方」中の「対外純資産の

怪」という項で問題提起した。

その後もこの問題に関心を持ち続け、統計のトレースを続けた結果を2008年4月7日号の同誌「なぜ黒字国・日本の対外純資産は目減りしているのか」として発表した。

その概要は次に略述するが、結論は本邦金融機関の資産運用パフォーマンスが海外投資家に劣っているという彼我の資産運用能力の格差を反映しているのであろうということだった。

本稿は、その後の関連諸統計の分析から、この数年、若干事態が改善し目減りが縮小傾向にあることを示すとともにその要因を検証し、その背景には本邦金融機関の体力向上を反映したパフォーマンスの改善があるのではないかと推論、経済の高齢化を控え今後一層この流れが大切であると、官民挙げての努力を訴えるものである。

1. なぜ黒字国日本の対外純資産は目減りを続けたのか

——2008年当時の分析——

スタート台として、上記2008年論文のポイントを振り返る。

まず、対外純資産（負債）の本源的発生原因は経常収支黒字（赤字）の累積である。ある年、経常収支が100億ドルの黒字なら、100億ドルだけ対外純資産が増えるはずである。資産負債を原価主義で評価して終わりならこれに尽きる。しかし対外純資産の価値は時価評価で計るべきであり、統計も時価主義によっているから、対外純資産は累計経常収支尻に既往の資産負債の評価増減などキャピタルゲイン・ロスを加えたものとなる。

（注）企業会計的には自己資本であろう対内株式投資は、この統計では本邦側の負債とカウントされるので、外国人保有株の値上がりは本邦負債の評価増、つまり対外純資産の減少となる。因みに利子配当などの投資収益は経常収支要因である。

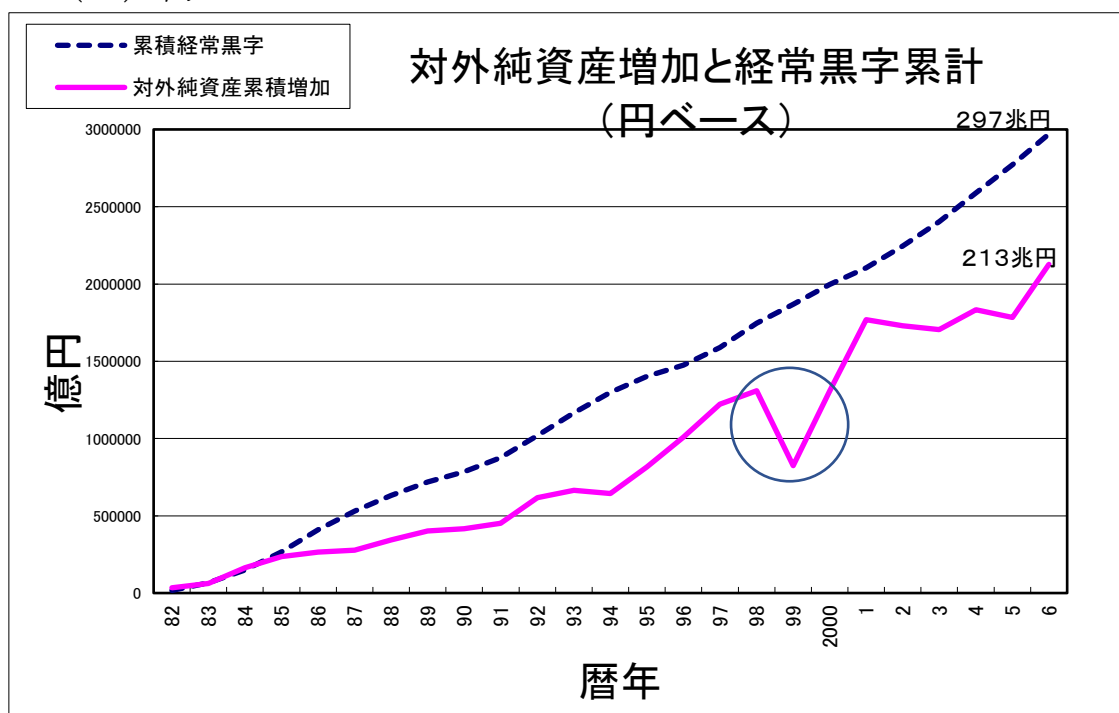
そこで、わが国が経常黒字を連続している1981年から当時の直近2006年末までの経常黒字累計額と対外純資産増加額とを対比したのが図表1のグラフであり、年々かなりの変動はあるもの

の、対外純資産増加額が経常黒字累計額に届かない、目減りが生じていることが明らかとなった。目減った結果の歩留りの率でいうと円建てで概ね70%程度、この間の長期的円高傾向を考慮してドル建てで試算したところでも80%弱程度にとどまっている。

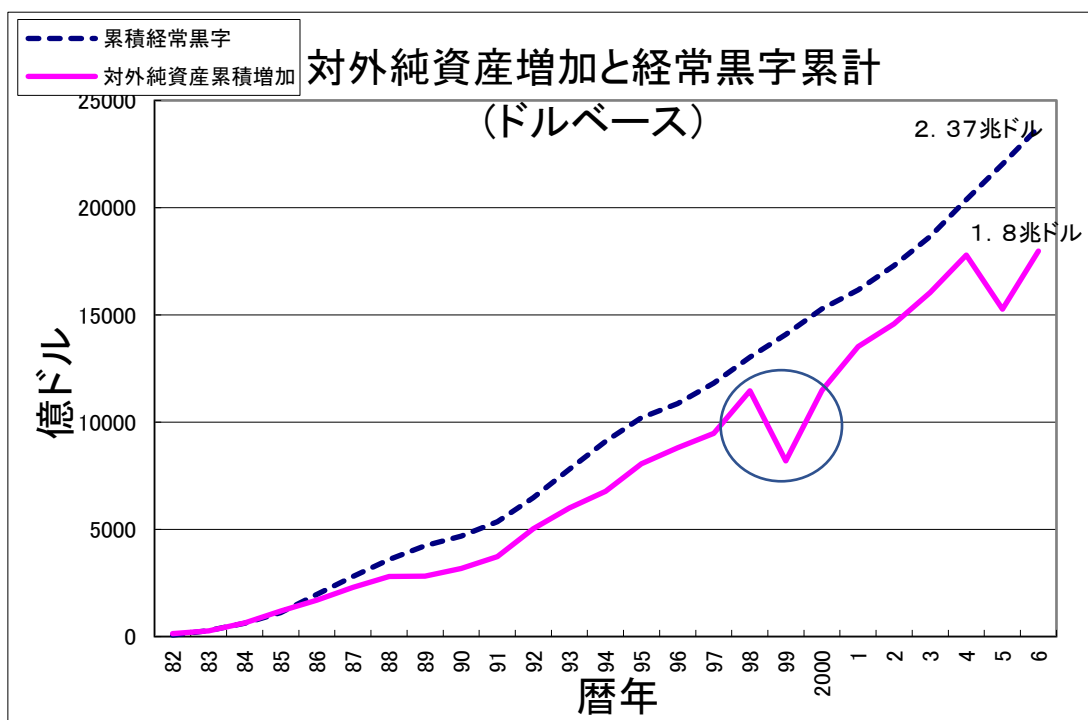
さらに加えてこのグラフからも、99年が異常に目減りが大きいことが一目瞭然となった。バックデータによれば、99年経常黒字が12兆円ありながら、対外純資産は逆に48.5兆円減少したということで、実に1年間で60兆円が消えたということである。

確かに、99年末の円ドルレートは102.1円と98年末（115.2円）に比して約13%円高になっているので、外貨建て資産の円換算額が目減りしたのは確かだし、日本の株価はTOPIXで58.4%上昇しているので、外国投資家保有の株式の時価評価額が上昇して本邦の負債の評価額が大きくなったことはうなずける。当時の日本銀行の解説もそうになっていた。それにしてもここまでの目減りとなるとは納得がいかず、さらなる検証が必要と考えた。

図表1 経常収支黒字累計と対外純資産増加
(1) 円ベース



(2) ドルベース



財務省本邦対外資産負債残高及び国際収支統計から筆者作成

(注) 経常黒字は85年まではドル建て、86年以降は円建て、対外資産負債残高は85年まではドル建て、86～94年は円ドル双方で、95年以降は円建てで、それぞれ公表されている。本グラフ作成に当たっては、経常黒字については年中平均の円ドルレート、対外純資産については年末の円ドルレート（いずれも日銀統計）で換算した。

単年度で60兆円も行方不明になった99年はさすがに異常で、翌2000年末の対外純資産は、133兆円と98年末の水準に戻った。しかし、99、00年の両年で合計24.8兆円の経常黒字がありながら、対外純資産は微減しており、やはりこの2年間の通算だけでも25.1兆円、2割近くの対外純資産が消えた勘定になる。

偶然にもこの両年、円ドルレートは99年の円高が翌00年に再び円安に振れて、00年末にはほぼ98年末の水準に戻り、日本の株価も58.4%上昇した後00年には25.4%下落した。円ドルレート、株価共にいわば「行って来い」状況で要因分析が容易で

あることから、各年の増減要因についての当時の日本銀行の説明を基礎に、この2年を通ずる計数的分析を試みた結果が図表2である。

図表2

| 経常黒字はどこへ消えた？ 1999, 2000両年を通ずる分析 | | | |
|------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| (兆円) | | | |
| 項目 | 1999年中 | 2000年中 | 通算 |
| 対外純資産増減(△) | △48.6 | 48.3 | △0.3 |
| (残高) | (133.3→84.7) | (84.7→133.0) | |
| 経常収支黒字 | 12.2 | 12.6 | 24.8 |
| 目減り(△)or復活 | △60.6 | 35.7 | △25.1 |
| (当局による毎年の要因説明) | | | |
| 期末為替要因 | △22 | 13.4 | △8.6 |
| (期末円ドルレート) | 115.2→102.1 | 102.1→114.9 | 殆ど元の水準 |
| 解説 | 円高による本邦資産評価減 | 円安による本邦資産評価増 | |
| 外人保有株評価増減要因 | △38 | 20.9 | △17.1 |
| 解説 | 外人保有株高による本邦負債評価増 | 外人保有株安による本邦負債評価減 | 外人保有株高による本邦負債評価増 |
| 推定外人保有株値上り(△下り)率 | 2.1倍 | △24.5% | 48.6%アップ |
| 参考: TOPIX増減率 | 58.4%アップ | △25.4% | 18.1%アップ |
| 計 | △60 | 35.3 | △25.7 |

諸統計とその解説から筆者作成

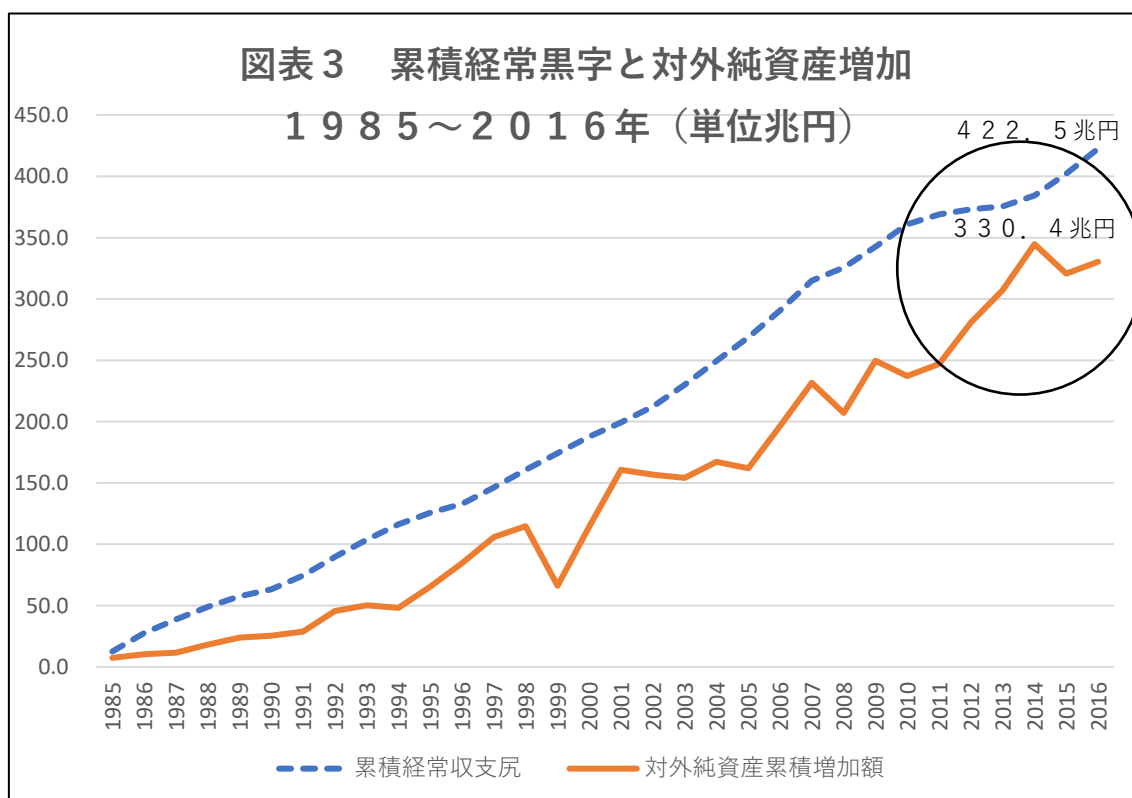
25.1兆円の目減りは両年の日本銀行解説による期末為替要因の8.6兆円と株価要因の17.1兆円と合計25.7兆円にはほぼ一致する。期末為替要因は、99年末に円高となったものの00年末にはふたたびおおむね元の98年末水準に戻ったのだから本来なら通算ゼロのはずなのに、どういうわけか8.6兆円も消えたことがわかる。また、株価要因から逆算すると、この間の外国人投資家の保有株は(売越し買越しは別にして)48.6%値上りしたことになるが、TOPIXの上昇は18.1%にすぎず、外国人投資家の保有株だけがTOPIXの3倍近く値上がりした計算になる。

これらの計数分析を踏まえて、わが国は対外資産サイドではキャピタルゲインが稼げない(それどころかバブル期の大口海外投資がこの時期集中的に不良資産化し、巨額の損失が現実化した可能性もある)ことに加えて、為替にせよ日本の株価にせよ、変動する都度損を出して日本の対外純資産が目減りする、つまり日本人の貯蓄を運用している本邦金融機関等のパフォーマンスが外国投資家の運

用機関に比して著しく劣っているということが、具体的事例として計数的にも裏付けられていると注意喚起したところである。

2. 目減り現象のその後

その後直近のデータが得られる2016年末まででどうなったか、図表1の円ベースのグラフを16年まで伸ばしたのが図表3である。



財務省本邦対外資産負債残高及び国際収支統計から筆者作成

円建てで連続して統計がとれる1985年をスタートとするよう作り直したため、図表1と累計の計数は若干異なるが傾向は同一である。これによると2010年あたりを境目に急速に歩留りが向上（目減りが減少）している様子がみてとれる（ただし足元2年間やや反転してはいるが）。その結果、85年から16年末までの累計での歩留まりは78.2%と06年当時を10ポイント以上上回っており、ピークの14年末では90%近くにまで達した。

07年以降の日本の経常収支は、リーマン・ショックによる世界

経済低迷の影響を深刻に受けた輸出の減少、それが一段落したのも束の間、今度は東日本大震災による原発稼働停止による原油・ガス輸入量の増加、さらにはアベノミクスによる急激な円安に伴う輸入金額の増加によりオイル・ショック以来の低水準にまで落ち込んだが、その後足元での輸出の急速な回復等を反映して再び増加するなど大きく乱高下した。

他方年末円ドルレートは06年の119円程度からリーマン・ショック、震災を経て大幅な円高に振れ、11年末には77円台にまで達した。日経平均株価も06年末17、225円からリーマン後の08年末は8、859円に下落、その後一時1万円台を回復するものの震災後の11年末再び8、455円に下落した。それが12年末以降アベノミクスを受けて株価は急上昇、円ドルレートも元の120円近い水準に復した。

これらを反映してこの間の経常黒字累計と対外純資産増加額の関係も一見ランダムな動きをみせているが、傾向的に歩留り改善が顕著であり、07年から16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、06年までとは逆に、純資産増加額が経常黒字累計額を上回っている(図表4)。とはいっても新たな目減りの累積が止まったというだけで、90兆円を超すこれまでの目減り累計を取り戻すにはまだ道は遠いが。

図表4 2007年から2016年まで (兆円)

| 年末 | 85からの 経常黒字累 計 (A) | 対外純 資産残 高 | 同左の85 からの増加 額 (B) | 歩留り (B/ A) | 円ドルレ ート (円) | 日経平均株 価 (円) |
|--------|-------------------------|-----------------|-------------------------|------------------|-------------------|----------------|
| (2006) | 290.7 | 215.1 | 196.4 | 67.6% | 118.92 | 17,225.83) |
| 2007 | 315.0 | 250.2 | 231.5 | 73.5% | 113.12 | 15,307.78 |
| 2008 | 325.7 | 225.9 | 207.2 | 63.6% | 90.28 | 8,859.56 |
| 2009 | 342.5 | 268.2 | 249.6 | 72.9% | 92.13 | 10,546.44 |
| 2010 | 360.7 | 255.9 | 237.2 | 65.8% | 81.51 | 10,228.92 |
| 2011 | 368.9 | 265.7 | 247.0 | 67.0% | 77.57 | 8,455.35 |
| 2012 | 373.2 | 299.3 | 280.6 | 75.2% | 86.32 | 10,395.18 |
| 2013 | 375.6 | 325.7 | 307.0 | 81.8% | 105.37 | 16,291.31 |
| 2014 | 384.3 | 363.4 | 344.7 | 89.7% | 119.80 | 17,450.77 |
| 2015 | 402.1 | 339.2 | 320.5 | 79.7% | 120.42 | 19,033.71 |
| 2016 | 422.5 | 349.1 | 330.4 | 78.2% | 117.11 | 19,114.37 |

(参考) 2007~2016の経常黒字累計 131.8兆円

同上の対外純資産増加 134.0兆円

諸統計から筆者作成

これが本当になにか構造的な変化を意味するのか、それともやはり期末為替要因と日本の株価要因などが重なった偶然の結果なのかは、為替の円安と株価が横這いに転じた足元の2年間若干の反転現象がみられることから即断はできない。そこでこの経常黒字累計と対外純資産増加の相互関係を長期にわたって継続的に検証する手法を模索した。残念ながら図表2で試みたような日銀の解説による分析は、期末の為替相場と株価が偶々「行って来い」だった99,00両年だったからこそ可能となったもので、日銀の毎年の解説もこの問題意識に応えるような形では継続していない。そこで本稿では、筆者がオリジナルに開発した手法として、日銀資金循環統計の時系列データを用いた検証を試みることにした。以下これにより目減りの原因ないし背景を探る。

3. 日本銀行資金循環統計を用いた検証

——本邦金融機関のパフォーマンス向上が目減り減少に貢献か

(1) 資金循環統計とは

お馴染みのない向きもあろうから、まず、どんな統計を使うのかを紹介する。

日本銀行の資金循環統計 (Flow of Funds) とは、家計、政府、非金融法人企業、金融機関など国内経済各部門の金融資産負債の増減 (フロー表) 及び残高 (ストック表) と対外金融資産負債増減及び残高を (これを海外部門の金融資産負債と観念して我が国からみた対外資産は海外部門の負債、対外債務は海外部門の資産と表示、全部門を通算したところがゼロとなる様に) 複式簿記形式で表示する網羅的統計である。GDP 統計、国際収支統計、財政統計などが、投資、消費、輸出入、財政支出、租税収入等々実体経済活動を表すのに対し、資金循環統計はその結果としての金融資産負債面、つまりお金の面でのフローとストックを包括的・網羅的に表示するものである。

GDP 統計同様、網羅的統計であるが故の技術的問題点や、誤差脱漏はやむを得ないが、金融活動や金融構造の変化や国際比較を知る上で最も重要な統計であると同時に、例えば政府債務残高が家計貯蓄の何%程度にまで上昇してもはや危険水域にあるなど、実体経済の姿を見る上でも有用な統計である。

本統計がマクロ経済分析上最もよく使われるのは、部門毎の貯蓄投資バランスを知るためである。残高ベースで部門毎の金融資産超過額ないし金融負債超過額 (統計上資産負債差額とよばれる) とその推移をまとめたのが図表 5 である。

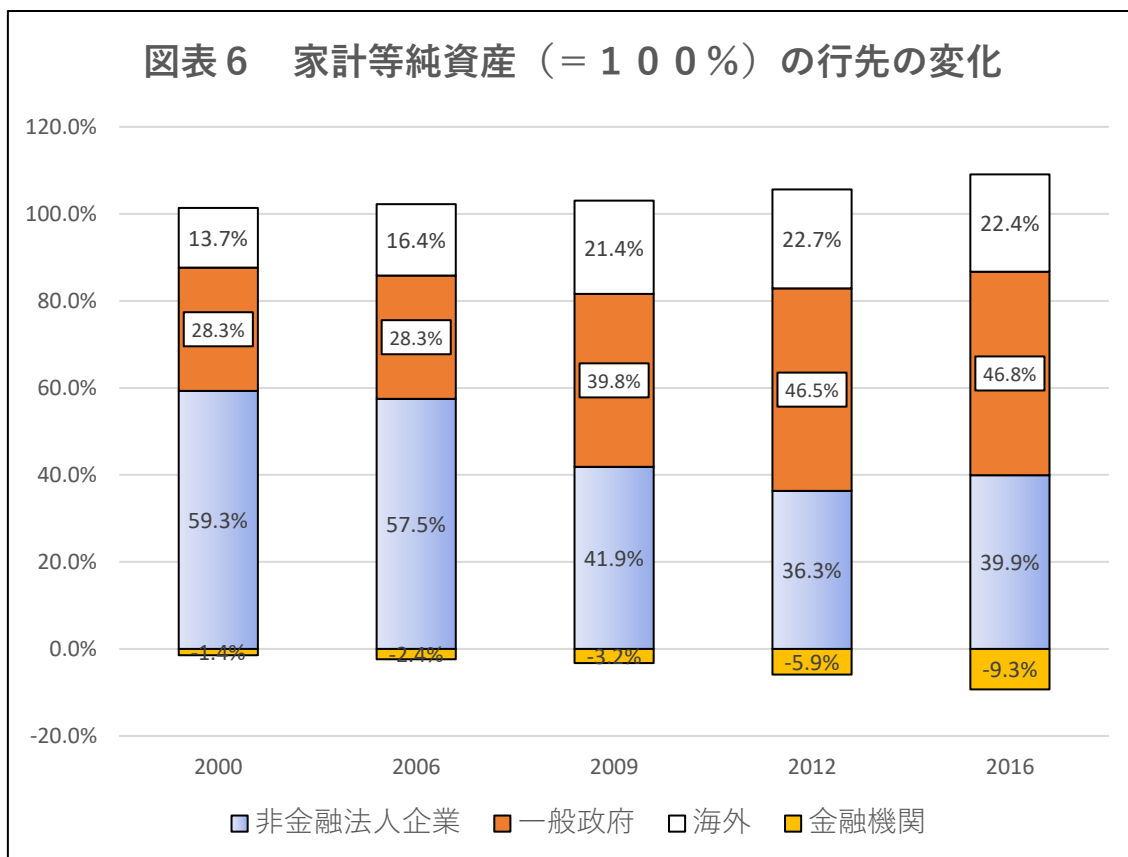
図表5 部門別資産負債差額の推移（兆円）

（マイナスは負債超過 海外部門のマイナスは本邦からみれば対外純資産）

| 年度 | 2,000 | 2,006 | 2,012 | 2,016 |
|---------|--------|---------|---------|---------|
| 家計等 | 997.1 | 1,341.0 | 1,360.1 | 1,514.6 |
| 非金融法人企業 | -591.4 | -770.8 | -494.2 | -604.8 |
| 一般政府 | -282.5 | -380.1 | -633.0 | -708.5 |
| 海外 | -136.8 | -220.0 | -309.3 | -338.8 |
| 金融機関 | 14.4 | 31.8 | 80.1 | 140.9 |

日銀資金循環統計時系列データから筆者作成

わかり易いように家計等の純資産（家計総金融資産から住宅ローンなど家計自身の負債を差し引いた純資産に対家計民間非営利団体の純資産を加えたもの）がその他の部門にどのように配分されていたかをグラフにすると図表6の通りである。



日銀資金循環統計時系列データから筆者作成

(注) 金融機関部門のマイナスは金融資産超過を示す

この図表からは読む人によって様々な情報が読み取れようが、ここで特記しておきたいのは次の3点である。

- ① 第一はいい尽くされていることながら、政府債務の累増である。リーマン・ショック前まではそれでもまだ非金融法人企業が最大の借り手で、家計等純資産の過半が充てられていた。それがリーマン後一般政府の債務がさらに急速に累積して法人企業と逆転、家計等貯蓄の半分を借りる最大の借り手となっていた。しかも公的年金積立金についてのこの統計の約束事（積立金を資産計上しながら、見合いの年金債務を債務計上していないこと）から、実は一般政府の債務超過は2百数十兆円過少計上になっているので、実際には家計等純資産の6割が充てられている。つまり家計としては貯蓄があるつもりでいてもその6割は元利払いを結局自分で負担しなければならない見せかけの資産だということである。

(注) この問題は本稿のテーマでないので、これ以上深入りしないが、詳しくは拙著『日本財政を斬る』（16年7月 蒼天社出版）あるいはその増補改訂版の電子書籍『国債が映す日本経済史』（17年10月 株式会社エフエヌコミュニケーションズ）を参照されたい。

- ② 第二は本題の海外部門の純負債、つまり本邦対外純資産のシェアである。これは着実に上昇傾向にあり、直近で22%超に達している。リーマン後、震災の影響も加わって経常黒字が大幅に落ち込んだ年が数年続いたにもかかわらず対外純資産のシェアが上昇しているということは、前述の目減り現象の改善を裏付けるものではないかとも推察される。この点について次項で詳しく述べる。
- ③ 第三は金融機関部門である。90年代後半の金融危機後、金融システムは大幅に毀損され、金融機関部門の資産超過額はゼロに近づいた。図表5では飛んでいるが03年度末には26兆円の債務超過を記録している。これが10年度頃から急速に改善され、直近では140兆円を超す資産超過にまで達している。

つまり金融機関のパフォーマンスが向上し、金融システムが強固になったことを示す。これが本題の対外純資産歩留まりとも関連するのではないかという点について本稿の最後で触れたい。

以上、資金循環統計についての予備知識を頭に入れて頂いた上で、これを利用して対外純資産の動向を検証する。

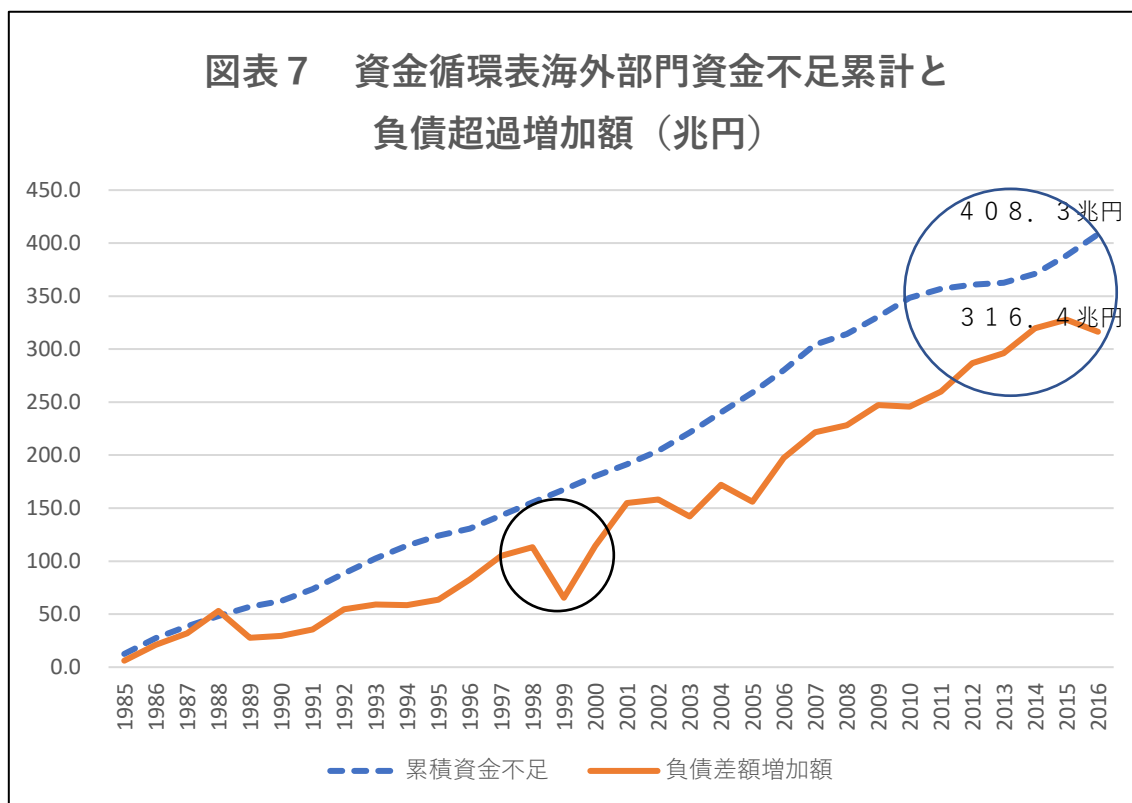
(2) 資金循環統計でみた目減りの推移

残高面では、前掲図表1の財務省対外資産負債残高統計の対外純資産額と日銀資金循環統計（ストック表）における海外部門の負債超過額は本来一致すべきものである（ただ前者が暦年末、後者が年度末の計数で発表されていることなどから多少のずれはあるが）。

年々のフローの面では、日銀資金循環統計（フロー表）における海外部門の資金不足額というのが、理論的には図表1の財務省国際収支統計における日本の経常収支黒字の結果である。ただ統計の作成上、経常収支は輸出入、貿易外取引収支、所得収支など原因となる取引を積み上げて作成しているのに対し、資金循環統計の資金過不足は取引の結果としてのお金の面、つまり資産負債各項目増減の差引合計であって、理論的には同じコインの裏表であっても、統計的には全く別のデータから作成されている。従って統計上厳密に一致はしないが、傾向的には同じ動きをしているし、計数的にも概ね合致はしている。

そこで、08年論文で対象とした経常黒字と対外純資産に代えて、資金循環統計の海外部門の資金不足（日本の経常黒字に相当するフロー）と負債超過額（日本の対外純資産に相当するストック）を対比しても、問題の目減り（歩留り）は、ほぼ同様な姿になるはずである。現にこれをグラフにした図表7は図表3の経常黒字と対外純資産の関係のグラフ（どちらも85年（度）からの増加）とほぼ同様になっている。

図表7 資金循環表海外部門資金不足累計と
負債超過増加額（兆円）



（参考）図表3と図表7、2016年（度）末での対比（兆円）

| 国際収支・対外純資産統計（年末） | | | 資金循環統計海外部門（年度末） | | |
|------------------|-------------|-------|-----------------|-------------|-------|
| 経常黒字 累計 | 対外純資産 増加 | 歩留り | 資金不足 累計 | 負債超過増 加額 | 歩留り |
| 422.5 | 330.4 | 78.2% | 408.3 | 316.4 | 77.5% |

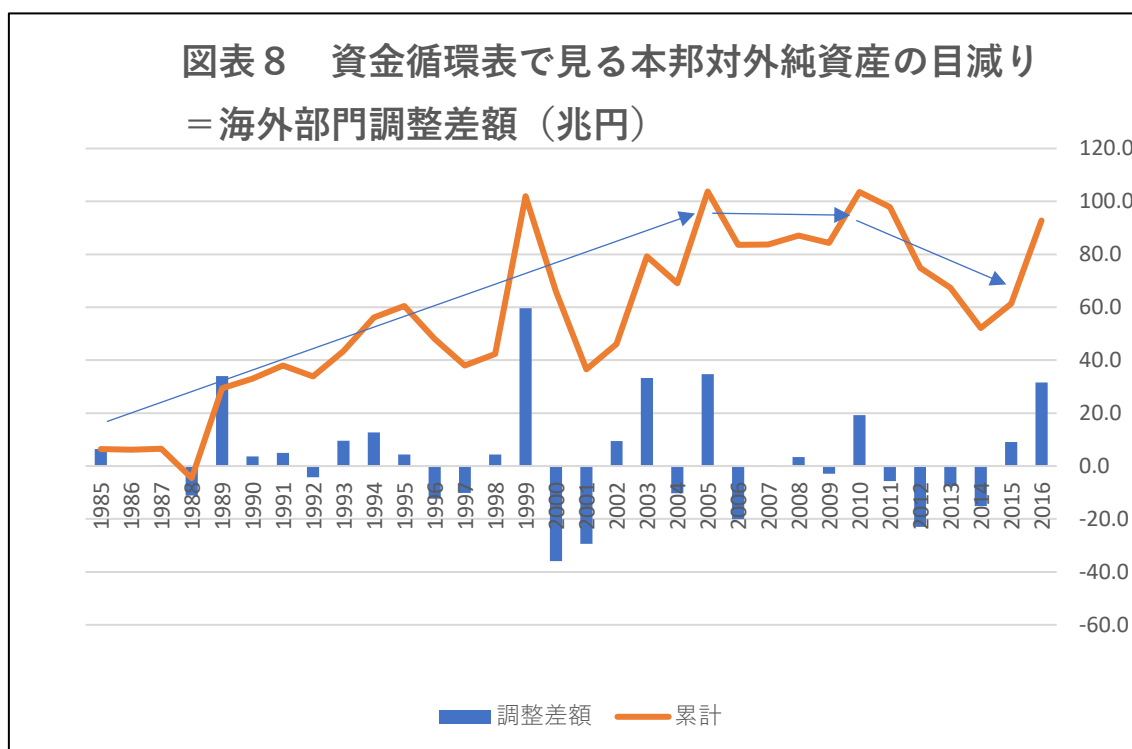
日銀資金循環統計時系列データ等から筆者作成

有難いことに、資金循環統計では年度間のフロー表と年度末のストック表に加えて、両者の関係（ストック増減とフローの計数の不整合）を計上する調整表という統計が作成されている。詳述すると、概ね原価主義で計上されているフロー表と時価主義で計上されているストック表に加えて、両者の間の不整合（つまり評価増減）を資産負債項目別に示す調整表というのが作成されており、各年度どの資産負債項目でいくら評価増減（目減りないしその逆）が生じたかがわかる。図表2の様に期末為替要因がいくらとか、株価要因がいくらかというように、直接の発生要因がわかる訳ではないが、

対外純資産目減り（歩留り）増減の資産負債項目別内訳を時系列トレースで継続的に知ることから、発生要因を知る上での手掛かりが得られる。そこで、以下この調整表を用いて問題の目減り（歩留り）の変遷をたどり、要因を分析する。

（3）目減り改善の背景に本邦金融機関のパフォーマンス向上

まず、資金循環統計から本邦対外純資産の各年度の目減額（同統計上は海外部門の調整差額と表示される）とその85年度からの累計を図表8のグラフで示す。本邦の側からみると、プラスが本邦対外純資産の目減りの増加（歩留り悪化）、マイナスが目減りの減少（歩留り改善）を表す。



日銀資金循環統計調整表時系列データから筆者作成

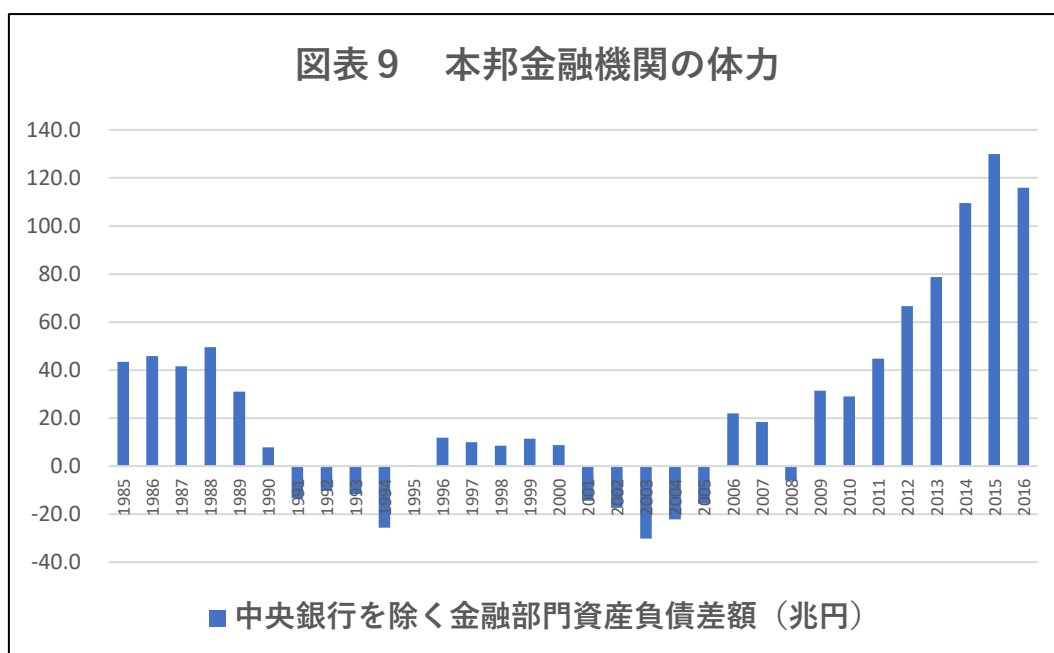
財務省の対外純資産統計にせよ、日銀の資金循環統計にせよ、期末の時価評価によっている以上、残高が期末の為替レートと株価によって大きく左右されるため、毎年度の計数がかなり乱高下することは避けられないが、大きなトレンドで観察すると、

① これまでみてきた通り99年度が突出して目減りが大きい。

- ② これを均したところでみても、2008年論文で指摘した通り、05年度辺りまで傾向的に目減りが続き累積していた。
- ③ それが、07年度以降リーマン・ショックを経験しながらも横這いに転じ、10年度をピークに逆転、目減りの減少に転じた。

という流れが汲み取れる。足元の2か年度、特に16年度再び目減りが増加しているのは円安が止まったなかでの株価上昇による一時的現象なのか、それともまた新たなトレンドの変化なのか、現在のところ判断するには時期尚早であり、17年度以降の計数を待つ必要がある。

興味深いのは、この大きなトレンドが本邦金融機関の体力と相関しているようにみえることである。金融機関の体力をみる指標は色々あろうが、ここでは資金循環統計の金融機関部門（中央銀行を除く）の資産超過額に着目し、図表9に示す。



日銀資金循環統計残高表時系列データから筆者作成

中央銀行を除く金融機関部門はバブル崩壊の91年度以降15年間、殆ど金融負債超過状態にあった。それが金融再生を果たした06年度辺りから（リーマン・ショックの08年度を除き）資産超過が定着、11年度頃からその超過幅が加速度的に拡大していること

が明らかである。

金融機関の体力とパフォーマンスは鶏と卵で、どちらが原因でどちらが結果とはいえないが、いずれにしてもこのグラフから読み取れる本邦金融機関の体力はパフォーマンスと比例するものであり、そのパフォーマンスの良しあしは本邦対外資産負債の運用の良しあしを通じて、対外純資産の目減りの増減をもたらしているのではないかと読み取れる。そうだとすると、金融部門のパフォーマンスの向上は単に金融機関自身の経営問題にとどまらず、国民の富の維持増進という大きな国益を左右する重大課題であり、関係者の責任は極めて重大であるといえよう。

(4) 目減り改善の要因分析

そこで最後にこの調整増減の主要資産負債項目別・時期別内訳を金融機関パフォーマンス等についての一般的知見と関係付け、断片的ではあるが目減り改善の要因分析を試みる（図表10）。

図表10 目減りの資産負債項目別時期別内訳（単位兆円）

| 項目 | 本邦負債項目 | | 本邦資産項目 | | 双方向項目 | | 合計目減り額 |
|-------------|----------|----------|--------|--------|-------|-------|--------|
| | 海外保有国内株式 | 海外保有国内債券 | 対外直接投資 | 対外証券投資 | 貸出借入 | その他 | |
| 期間 | | | | | | | |
| 全期間 | 85.1 | -17.0 | 39.8 | -24.3 | 27.6 | -18.4 | 92.8 |
| 1985~06 | 96.3 | -19.5 | 24.1 | -20.6 | 25.1 | -21.8 | 83.6 |
| 2007~10 | -92.5 | -5.7 | 15.6 | 99.1 | -1.9 | 5.3 | 19.9 |
| 2011~16 | 81.3 | 8.2 | 0.2 | -102.8 | 4.4 | -2.0 | -10.7 |
| 注目年度のピンポイント | | | | | | | |
| 1999 | 37.4 | -3.8 | 7.6 | 11.5 | 2.7 | 4.2 | 59.6 |
| 2008 | -60.3 | -2.0 | 3.0 | 60.4 | -1.3 | 3.6 | 3.4 |
| 2012~14 | 89.6 | 4.5 | -16.5 | -142.3 | -0.2 | 19.2 | -45.7 |
| 2015~16 | -7.7 | 2.9 | 16.7 | 42.8 | 3.5 | -17.4 | 40.7 |

日銀資金循環統計調整表時系列データから筆者作成

(注) すべて本邦から見た対外純資産の目減りをプラスで表示しているのので、本邦負債項目については本邦からみた負債増がプラス、本邦資産項目については本邦からみた資産減がプラスとなっている。

本稿でいう目減り（歩留り）は短期間では期末為替相場と株価の動向により大きく左右され、追求する実体的要因はこれに埋没されてしまうのと、長期的には統計技術や統計の不連続に基づく不規則変動が除去しれないこと等もあり、厳密な要因分析はなかなか困難ではあるが、対外資産負債額に占めるウェイトの大きさと時価のボラティリティの大きさの双方から目減り（歩留り）を大きく左右する、本邦負債項目では海外投資家保有の国内株式、本邦資産項目では本邦からの対外直接投資と対外証券投資の3項目について、調整差額の時期別推移を検証する。

① 海外投資家保有の国内株式

85～16年度の対象期間全体を通ずる目減り額合計92.8兆円中、海外部門保有の国内株式評価増が85.1兆円と絶対額で断然大きいのみならず、この間のフローでの取得額累計（買い越し額の累計といってもよい）104.1兆円、平均残高81.3兆円との相対関係からも考えられないほど大きい。海外投資家が日本株でいわば「荒稼ぎ」していた足跡が明白である。日本株の所有者別区分における海外投資家のシェアは90年当時には5%程度だったものが、バブル崩壊後急上昇し、99年頃に20%、05年頃に25%、直近では30%超となっている。さらに海外投資家のプレゼンスが大きいのは取引額に関してで、90年当時10%ぐらいであったものが、00年頃に40%を超え、06年頃に50%位、直近では60%超にまで高まって、相場に圧倒的な影響力を行使されており、これが「荒稼ぎ」、本邦サイドから見れば対外純資産目減りの最大の原動力であったことが浮き彫りになっている。

ところが、対象期間を85～06年度と07～16年度に分割してみると、前期が96.3兆円に対し、後期がマイナス11.2兆円と潮目が変わってきている。図表10で後期をさら

に07～10年度と11～16年度に分割するとマイナス92.5兆円とプラス81.3兆円と動きが荒いが、稼がれる一方ではなくなってきたり、つまり、本邦側の対応がうまくなってきたりするように見受けられる。これは本邦金融機関等の競争力向上の証左であろう

② 対外直接投資

本邦からの対外直接投資はキャピタルゲインを稼ぐどころか、85～16年度で39.8兆円、同期間の投資累計178兆円の22%を超える目減りで、総じて良好なパフォーマンスとはいえない。しかしこれも時期別に見ると潮目の変化がみてとれる。85～06年度の期間は投資累計67.5兆円に対し35.7%、24.1兆円が目減りで、これにはバブル期の大型投資案件の毀損が影響している。それが07～16年度の期間は109.4兆円の投資累計に対して15.8兆円（14.4%）が目減りにとどまり、特に11～14年度は初めて5年連続評価増を記録した。ここでも本邦側のパフォーマンスの（必ずしも金融機関のとは限らないが）明らかな改善がみられる。

③ 対外証券投資

本邦からの対外証券投資は、投資累計、直近残高共に500兆円を超え、対外資産の過半を占める最大の項目であるが、その評価増減は殆ど為替要因であり、時期別に区切るにしても両端にどのような年度が入るかによって姿が異なり、構造要因を切り出すのは難しい。それでも、比較的単純に為替要因を反映していた1985～2006年度の期間と比較すると、2007年度以降は為替の変動が大きかったのを反映して出入りが激しい中で、単純にそれだけでは説明しきれない動きもみられ、やはり何か構造的な変化があるのではないかと推測される。

敢えてその要因のひとつと思われる点を指摘すると、図表11に示す本邦側の投資主体の構成変化である。

90年代の為替介入の結果一般政府の伸びが大きいのは別として、金融機関の中では証券投資信託の伸びが全体の伸びの3倍で、シェアを大きく上げている。これが上記図表10の対外証券

投資の07～10年度と11～16年度の極端な変動に見るような、変動幅の拡大をもたらしつつも、中長期的には単なる為替変動の受身だけではなく、積極的なキャピタルゲイン獲得というパフォーマンス向上に繋がったのではないかと推測できる。

図表11 対外証券投資の投資主体別内訳の変化 (兆円)

| | 1990 | 2006 | 2016 | 2006/1990 (倍) | 2016/1990 (倍) |
|---------|------|-------|-------|------------------|------------------|
| 預金取扱機関 | 24.2 | 70.4 | 116.4 | 2.9 | 4.8 |
| 証券投資信託 | 4.5 | 52.9 | 85.0 | 11.8 | 18.9 |
| 保険・年金基金 | 25.6 | 79.6 | 118.9 | 3.1 | 4.6 |
| 一般政府 | 11.8 | 117.0 | 176.1 | 9.9 | 14.9 |
| その他共合計 | 90.9 | 371.3 | 558.0 | 4.1 | 6.1 |

日銀資金循環統計残高表時系列データから筆者作成

(注) 1990年度は以後と連続するよう外貨準備を加えて調整している

④ 注目年度のピンポイント

図表10の下部に注目年度をピンポイントで示しているが、筆者が最初に注目した99年度は、この統計でもやはり60兆円が目減りとなっており、海外保有株式の要因がその過半の37.4兆円、円安等による対外証券投資要因が11.5兆円、これに加えて対外直接投資の毀損が7.6兆円等々によるいわばあらゆる資産負債項目で全敗になっていることがわかる。

ところがリーマン・ショックの08年度は、本邦の対外証券投資で60兆円目減りが生じたのは時節柄うなずけるとして、海外投資家の方も日本株の暴落でほぼ同額損をした結果、差引合計ではわずか3.4兆円が目減りにとどまっている。

アベノミクス後の12～14年度の急激な国内株価上昇を受けてまたまたここでは株式要因で89.6兆円稼がれているが、こちらも円安もあって対外証券投資要因で142兆円も稼いだ結果、差引では45.7兆円が目減り減少となっている。

これらを総合するとやはり07年度以降潮目の変化、本邦側の

運用パフォーマンス向上がみてとれる。もちろんそうはいっても前述の通り、まだ新たな目減りの累積が止まったというにとどまり、過去が目減り90兆円を取り戻すには程遠いが。さらに、足元15、16年度の上記色々な項目での再反転増加が金融機関体力の反転悪化と符合しているのはやはり若干気にかかる。先に「判断は時期尚早」といったが、2016年1月導入のマイナス金利が特に地域金融機関に及ぼしている影響が表れているのだとすると心配であり、その意味でも17年度以降の指標の注視が重要であることを再度注意喚起しておきたい。

4. 発展段階と重ね合わせた結論

(1) 国際収支構造と対外純資産の変遷

戦後日本の国際収支に関しては、世界最大の対外債権国となつて久しいのに、一時的要因を除けばいまだに貿易・サービス収支が黒字基調にあるなど、教科書的な発展段階論を当てはめることは難しい。それは承知の上で、日本の国際収支構造の変遷をトレースすると、まずIMF8条国へ移行した1964年度に貿易収支が黒字に転換、その後オイル・ショック時を含め一貫して東日本大震災の前年まで黒字を継続した。サービス収支は現在に至るまで赤字が続いているが赤字幅は減少、貿易・サービス収支でみても、65年度に黒字転換し、オイル・ショックの73～75、79、80度の5年間一時的に赤字転落した以外、同様黒字を続けた。

その結果経常収支全体は、貿易収支の黒字転換から4年遅れの68年度に黒字転換し、以後オイル・ショック時を除き黒字基調が定着した。同じ年に対外純資産も資産超過に転じ、債務国から債権国への転換を果たした。対外純資産の推移は前掲図表1、3、4、7に示した通りであるが、GDP比で大きな節目をたどると、97年末に20%、06年に40%、09年に50%を超えていった。

(注) 因みに米国が債務国に転落したのは1987年である。

これを映じて対外純資産の果実ともいふべき第1次所得収支(85年前の統計では投資収益収支)は債権国転換から9年遅れの77

年度に黒字に転換した後、80年代に入り急速に黒字が増加した。バブル真っ盛りの89年度から貿易収支黒字の概ね30%超、00年度には70%超と増加し、ついに05年度に貿易収支黒字を上回る黒字となり、年毎に若干の変動はあるものの今日に至っている。

貿易・サービス収支は震災後11～15の5年度赤字に転落したが、この頃には年間20兆円レベルに達した第1次所得収支のお蔭で経常収支全体としては低空飛行ながら黒字を続けた。一応成熟債権国の段階に達したとみられるが、しかしこの貿易・サービス収支の赤字は震災等の影響による一時的現象で、16年度、17暦年速報ではまた黒字に復しているのです。そう簡単に極め付ける訳にもいかない。

ところで大切なことは、対外純資産の果実は第1次所得収支だけではない。キャピタルゲイン・ロスも重要な果実であり、いくら第1次所得収支の黒字が増えても、元本が目減りを続けているのでは、高配当をうたっている投資信託が、本当は元本を食いつぶして蝸配当をしているのと同様の見せかけだけの高パフォーマンスといわざるを得ない。

実は、前掲図表1のグラフをよく眺めるとわかるように、80年代前半には目減りは発生せず、歩留り100%を超えている年が多かった。それが80年代後半以降問題にしているような目減りが始まり2000年代に至るまで尾を引いてしまった。発展段階的にいえばそろそろ成熟債権国の仲間入りをしてもよい時期に、運用が下手で稼いでも稼いでもお金が思うほど溜まらない状況が続いた。その原因はどこにあったのか、最後に私見を述べる。

(2) 結論

80年代前半の良いパフォーマンスが80年代後半に逆転、目減りに転じたのは、85年のプラザ合意による円高の影響もあるが、ドルベースでも同様なので、それだけではない。国を挙げてバブルに浮かれ、いい加減な投資に走ったためだと推測される。

90年代、バブルが弾けて、金融システムが大きく毀損され、金融機関の体力が失われるにつれて国際競争力が低下し、運用のパ

パフォーマンスが落ちていった。それとともにバブル期の海外投資の不良資産化が次々と顕在化していった。その結果の目減りの深刻化のピークが問題の99年だったといえよう。

長い苦闘の結果、05年頃にかけて漸く金融システムの再生を果たし、金融機関の体力が回復していったのにつれて、若干のタイムラグを伴いながらもパフォーマンスが改善し、潮目が変わったのが07年頃で、その後リーマン・ショックはあったもののすぐに克服して、10年以降歩留り改善が顕著になり、短期的には100%を超える80年代前半の姿にまで戻った。足元若干の巻き戻しの懸念なしとしないが、大きな傾向は変わらないと期待したい。

以上総括すると、日本国民の努力の成果である経常収支黒字とその蓄積である対外純資産が国民の富として確実に維持増進されていくためには、国民の貯蓄を運用する本邦金融機関の運用能力が極めて重要である。まだまだ過去の目減りを取り戻すための道は遠い。そのためにも、というよりさらに本質的には、いずれ遠からずして本当に成熟債権国の段階に入り、貿易・サービス収支で稼げなくなり過去の蓄積で喰っていく時代に備えるために、資産運用でしっかり稼げる健全で効率的な金融システムの構築発展が不可欠である。金融機関自身はもとより、金融当局など関係者の責任は極めて重大であることを強調して結びとする（完）。

（追記）筆者が資金循環統計に初めて接したのは、今から55年前の1963年、当時の大蔵省に入省して間もなく、日本銀行石田定夫氏の著書『マネー・フロー分析—新しい金融の見方』（1961 日経文庫）を読んだ時で、こんな素晴らしい統計があるのかと感動した。以来この統計を色々な角度から重用し、数多くの著書・論文にこれを使った分析を発表してきた。その間縁あって日本銀行調査担当理事に在勤した折、石田氏ご本人と直接お近づきになる機会も得て、私の活用事例についてもお話しし、ご賛同を頂く光栄に浴した。本稿はさらにIT技術の発展から容易に利用できるようになった長期間の時系列データをフルに活用した、その総仕上げともいえるべき成果であり、謹んで本稿を同氏に捧げたい。

(本文中引用分以外の参考文献)

『大蔵省国際金融局年報』平成5年版 71ページ「VI 対外の貸借」
「資金循環統計の解説」 日本銀行ホームページ