

みずほマーケット・トピック(2014年3月26日)

本邦 10～12 月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～

昨年 10～12 月期の資金循環統計では家計部門の金融資産が 1645 兆円と過去最高を更新した。アベノミクスが取り沙汰される直前の 2012 年 9 月末と比較すると、家計金融資産は全体で 132.2 兆円の増加となっており、この内訳は 10.7 兆円が外貨性資産(※筆者試算)、121.5 兆円が内貨性資産となっている。依然として外貨性資産の伸びが全体をけん引する様な、(恐らくはアベノミクスが望むような)姿には至っていない。株式・出資金の金額や構成比率が高まっていることに代表されるように、全体としてリスク性資産のプレゼンスが拡大しているが、昨年 10～12 月期は特に円安・株高のモメンタムが強かった時期であることを割り引くべきだろう。本邦家計部門の外貨性資産比率は危機を境にして腰折れしたが、5 年掛かって漸く危機前の状態に回帰した印象。しかしながら、今後も伸びを維持できるかは結局海外金利動向がドライバーになる。

～ECB緩和に必要な水準は1.40台での安定～

昨日の為替相場はドラギ ECB 総裁による「追加の金融政策措置を取る用意がある」、「ECBは為替レート動向を注意しながら見ている」などの発言が材料視される中でユーロが売られる場面があり、一時対ドルで 1.3749、対円で 140.70 円まで下押した。だが、その後にはバイトマン独連銀総裁の「私の知る限りでは現在のユーロ相場は金融政策による行動を現時点で必要としていない」といった発言も報じられ、ユーロ売りは続かず、直ぐに 1.38 台まで戻している。1.38～1.39 の高値圏推移は元とは言えば 3 月 ECB 理事会のゼロ回答ならぬマイナス回答を反映したものであり、「身から出た錆」である。ECB が追加緩和に動くほどのユーロ高という意味では 1.40 台での安定が必要になってくるだろう(4 月 ECB 理事会のプレビューは来週の本欄で実施予定)。

～家計部門の金融資産状況:際立つリスク性資産の伸び～

ところで昨日は日銀より昨年 10～12 月期の資金循環統計が公表されている。既に報じられているように、家計部門の金融資産が 1645 兆円と過去最高を更新したこと、国債保有比率において中央銀行(日銀)がシェアを大きく伸ばしたことなど、見どころの多い結果となっている。また、為替相場の観点からは外貨性資産比率が上昇している動きなどが注目され、以下、家計金融資産の内訳変化を中心に見ていきたい。

次頁表はアベノミクスが取り沙汰される直前のデータである 2012 年 9 月末から昨年 12 月末までの期間に関し、家計部門の金融資産の金額および全体に占める構成比率の変化を比較したものである。既に報じられているように、総資産は 2012 年 9 月対比で 132.2 兆円増加の 1645 兆円となり、過去最高を更新している。この増加の内訳は 10.7 兆円が外貨性資産(※筆者試算)であるのに対し、121.5 兆円が内貨性資産となっており、依然として外貨性資産の伸びが全体をけん引する様な、(恐らくはアベノミクスが望むような)姿には至っていない。

内貨性資産の内訳を見ていくと、国債等を除く全項目で増加しているが、このうち金額及び構成比率が共に上昇したという意味では株式・出資金の動きが目立つ。具体的には2012年9月対比で57.7兆円増加の154.8兆円となっており、構成比率は3ポイント上昇の9.4%となっている。但し、恒常的に二ケタ台に乗せていた2005～2007年には及ばず、しかも昨年10～12月期には株式市場が好調だったことを踏まえれば、NISA(少額投資非課税制度)導入の追い風を踏まえたとしても、1～3月期(今年6月公表予定)の比率は低下した可能性が大きい。このほか、投資信託(外貨部分を除く)も金額及び構成比率が共に上昇している。片や、最大項目である現預金(外貨預金を除く)は同35.3兆円増加の867.8兆円と過去最高を更新しているものの、構成比としては▲2.3ポイントの52.8%となり、2008年6月末以来、つまりリーマンショック以前の水準まで低下している。内貨性資産の動きを総括すると、アベノミクス後の資産価格上昇を反映してリスク性資産のプレゼンスが拡大した一方、安全資産である現預金や国債のそれは縮小したという全体感に仕上がっている。

本邦家計部門の金融資産構成(2013年12月末)			本邦家計部門の金融資産構成(2012年9月末)			2012年9月末から2013年12月末にかけての変化	
	金額(兆円)	構成比(%)		金額(兆円)	構成比(%)	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,644.7	100.0	総資産	1,512.5	100.0	132.2	
外貨性	57.0	3.5	外貨性	46.3	3.1	10.7	0.4
外貨預金	5.9	0.4	外貨預金	5.7	0.4	0.2	▲ 0.0
対外証券投資	10.2	0.6	対外証券投資	8.6	0.6	1.6	0.0
投資信託	41.0	2.5	投資信託	32.1	2.1	8.9	0.4
円貨性	1,587.7	96.5	円貨性	1,466.2	96.9	121.5	▲ 0.4
現預金(外貨預金を除く)	867.8	52.8	現預金(外貨預金を除く)	832.5	55.0	35.3	▲ 2.3
国債等	29.7	1.8	国債等	33.1	2.2	▲ 3.4	▲ 0.4
株式・出資金	154.8	9.4	株式・出資金	97.1	6.4	57.7	3.0
投資信託(外貨部分を除く)	37.9	2.3	投資信託(外貨部分を除く)	24.1	1.6	13.8	0.7
保険・年金準備金	439.1	26.7	保険・年金準備金	424.7	28.1	14.4	▲ 1.4
預け金など	58.5	3.6	預け金など	54.7	3.6	3.8	▲ 0.1

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

～危機前の状態に回帰した外貨性資産比率～

一方、外貨性資産は2012年9月対比で10.7兆円増加の57兆円となっており、構成比率は0.4ポイント上昇の3.5%となっている。図示されるように本邦家計部門の外貨性資産比率は金融危機を境にして腰折れしたが、5年掛かって漸く危機前の状態に回帰した印象である(正確には危機前を若干上回る金額及び比率となり、過去最高を更新している)。



(資料)日本銀行より筆者試算

だが、2000～2008年のトレンド線を前提にすれば2013年12月末の外貨性資産比率は4.5%程度が想定されたところで、約▲1.0ポイントの下振れが生じている。これは金額にして約17兆円に相当し、2013年の経常黒字(約3.3兆円)の約5年分に匹敵する。やはり「金融危機により失われた家計部門の円売り(≒外貨運用)」は決して小さいものではないと言えるだろう。一部、NISA導入の追い風を得て家計部門の外貨運用も加速し得るのではないかとこの声もあるが、本欄2013年9月26日号『家計部門の外貨運用の現状

と展望について』で詳しく議論したように、そのような制度的支援が一助となることは否定しないものの、やはり本当に重要なドライバーは海外金利動向である。その意味では先般のイエレン FRB 議長による 15 年春先利上げ発言をどの程度額面通り受け止めるかの方が重要な論点である(今のところ額面通り受け止める方が少なそうに見受けられる)。

なお、上述した株式同様、昨年 10～12 月期は円安のモメンタムが非常に強かった期間でもある。年明け以降は一転して、むしろ円高への振れが強まっていたことを踏まえれば、外貨性資産比率は今年 3 月末には低下した可能性が高いだろう¹。今回の資金循環統計で示された勢いそのままに株式や外貨性資産といったリスクの高い項目が比率を上げ続けていくと主張するのは早計であり、傾向的な動きを見定めるためには未だ時間が必要である。

以 上

国際為替部
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。

¹ 正確には円高を買い場と見て外貨運用に動く「数量」効果と、円高により円建てで見た外貨建て資産の水準が目減りする「価格」効果を比較してどちらが大きいか、という話になる。これまでの資金循環統計の傾向に照らせば円安時に外貨性資産比率が高まってきた(要するに順張りだった)印象が強い。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躓いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPビークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見直し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞かせるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いこと取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バートマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブツの芽生え?～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見直し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を論める時なのか?
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分散化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見直しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か?