

みずほマーケット・トピック(2017 年 12 月 25 日)

日本人の「現金好き」と円相場の関係について

24 日の日本経済新聞電子版では『現金大国日本に重いコスト ATM 維持に年 2 兆円』との記事が掲載されている。円相場を語る上でも本邦家計部門の現金志向の強さは重要な論点。資金循環統計でも示されるように、本邦家計部門の保有資産構成は「リスク資産より安全資産。安全資産の中でも外貨よりも邦貨」という構図が鮮明である。こうした家計金融資産の大宗が銀行部門経由で日銀保有の国債に置き換わり、巨大な政府債務にもかかわらず金利が安定するという状況を可能にしている。「家計-銀行(日銀含む)-政府」という三位一体の国債管理体制は良きにつけ悪きにつけ日本経済の要諦である。為替相場の観点からは、こうした「国内に引き籠もる資金循環構造」が円相場の堅調を支えているという理解に。日本人の「日本銀行券好き」が強固な円の価値の底流にあることは、円相場を議論する上での基本中の基本である。

～元々動かなかった地合いがさらに固まる～

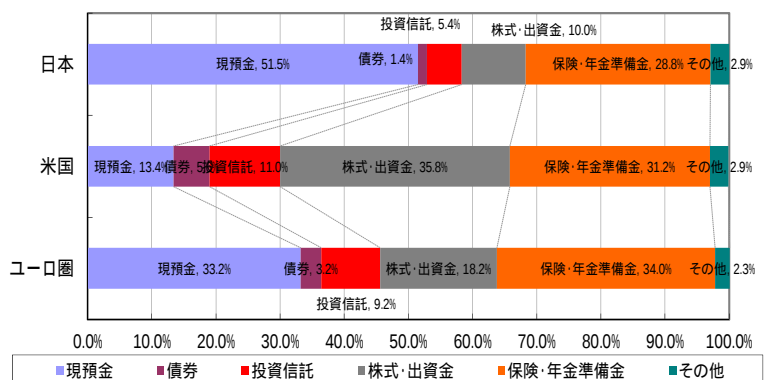
先週末から本日にかけての為替相場は海外勢がクリスマス休暇に入中で小動きに終始している。米税制改革法案の成立という大きな動きを受けて米金利、ドル共に堅調を維持しているが、大きな相場には至っていない。欧州では 21 日に投開票されたスペイン・カタルーニャ州議会選挙で独立支持派が過半数を獲得し、同国・同州の政局不安定化が継続するとの見方からユーロが売られているものの、これも基調と呼べるほどの動きには至っていない。為替市場は完全に冬休みモードに入っており、元々動かなかった地合いがさらに固まっているかのような印象が抱かれる。

～現金好きの日本人～

ところで 24 日の日本経済新聞電子版では『現金大国日本に重いコスト ATM 維持に年 2 兆円』との記事が掲載されている。円相場を語る上でも本邦家計部門の現金志向の強さは重要な論点であるため、取り上げてみたい。記事によれば、「ATM の管理・維持コストで年間 7600 億円程度、さらに現金輸送や現金の取扱事務の人件費などを考慮すると、日本の金融界で 2 兆円もの現金取り扱いコストがかか

っている」との試算が示されているが、ひとえに現金決済比率の高さが原因にあるとされる。「現金好き」という国民性にカスタマイズされた ATM の量・質が、キャッシュレス機運の高まりに乗じて負担

日米欧、家計部門の金融資産構成(17年3月末)



(資料)日銀、FRB、ECB

になっているというのが記事の問題意識である。日銀の公表する『資金循環の日米欧比較』においてもこの傾向は鮮明である。今年 3 月末時点で家計部門における現預金比率は米国の 13%、ユーロ圏の 33%に対し、日本は 52%となっており、この構図は長年変わっていない。

～「リスク資産より安全資産。安全資産の中でも外貨よりも邦貨」という構図～

家計金融資産の現預金への厚めの配分は株式などリスク資産への配分が薄くなることを意味する。上述したように、株式・出資金の比率は米国の 36%、ユーロ圏の 18%に対し、日本はわずか 10%である。しかも歴史的に見れば、10%と二桁に乘せるのも珍しい事象であり、今次株高の結果としてようやく到達した水準である。「貯蓄から投資へ」は掛け声倒れと言わざるを得ない。

なお、ちょうど先週 20 日には日銀から 2017 年 7～9 月期分の資金循環統計が公表されている。これによれば、家計が保有する金融資産残高は 9 月末時点で前年比+4.7%の 1845 兆円となり、過去最高を更新している。円安・株高の賜物だが、家計金融資産の大きさは今に始まったことではない。為替市場の観点からは、こうした金融資産全体の大きさや現預金への傾斜もさることながら、こうした保守的傾向が「外貨よりも邦貨」という傾向にも繋がっている。過去 10 年(金融危機直前の 2007 年 6 月末～直近)の変化を一覧したものが下表である。現預金比率は上昇しているものの、邦貨性資産の比率は低下し、外貨性資産の比率が上昇している。邦貨性資産において大きく減少した項目としては国債等が挙げられるが、量的・質的金融緩和(QQE)の余波を受けたものであることは論を待たないだろう。2007 年 6 月末(123 円)は 2017 年 9 月末(112 円)よりも大幅に円安だったが、足許の方が外貨性資産の比率が高くなっている。2014 年 1 月以降、NISA(少額投資非課税制度)がスタートしたことなども寄与しているかもしれない。とはいえ、全体として「リスク資産より安全資産。安全資産の中でも外貨よりも邦貨」という構図は大きく変わっていない。

本邦家計部門の金融資産構成(2017年9月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,844.9	100.0
外貨性	77.5	4.2
外貨預金	6.3	0.3
対外証券投資	23.4	1.3
投資信託	47.8	2.6
円貨性	1,767.4	95.8
現預金(外貨預金を除く)	936.3	50.7
国債等	23.5	1.3
株式・出資金	197.8	10.7
投資信託(外貨部分を除く)	55.9	3.0
保険・年金準備金	520.8	28.2
預け金など	33.1	1.8

本邦家計部門の金融資産構成(2007年6月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,641.8	100.0
外貨性	54.4	3.3
外貨預金	4.7	0.3
対外証券投資	19.7	1.2
投資信託	29.9	1.8
円貨性	1,587.4	96.7
現預金(外貨預金を除く)	791.9	48.2
国債等	42.4	2.6
株式・出資金	198.9	12.1
投資信託(外貨部分を除く)	35.6	2.2
保険・年金準備金	482.6	29.4
預け金など	36.0	2.2

2007年6月末から2017年9月末にかけての変化

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	203.1	
外貨性	23.1	0.9
外貨預金	1.5	0.1
対外証券投資	3.7	0.1
投資信託	17.8	0.8
円貨性	180.0	▲ 0.9
現預金(外貨預金を除く)	144.4	2.5
国債等	▲ 18.9	▲ 1.3
株式・出資金	▲ 1.1	▲ 1.4
投資信託(外貨部分を除く)	20.4	0.9
保険・年金準備金	38.2	▲ 1.2
預け金など	▲ 2.8	▲ 0.4

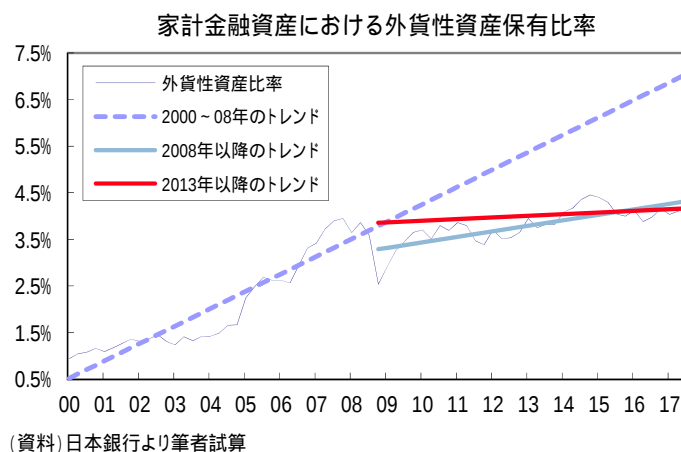
(資料) 日本銀行「資金循環統計」から試算。

～「引き籠もる円」が円高の背景に～

こうした家計金融資産の大宗が銀行部門経由で日銀保有の国債に置き換わり、それゆえに巨大な政府債務にもかかわらず日本国債の金利が安定するという状況を可能にしている。「家計-銀行(日銀含む)-政府」という三位一体の国債管理体制は良きにつけ悪きにつけ日本経済の要諦で

あり、この構造を理解せずに国債や円の暴落を説いてみたところで本質論からは遠ざかるばかりである。為替相場の観点からは、こうした「国内に引き籠もる資金循環構造」が円相場の堅調を支えているという理解になる。頻繁に指摘される「安全通貨としての円」の本質は国外に流出しにくい独特の資金循環構造に支えられており、一応理屈は通っているものである(同じく円高解説時に用いられる「世界最大の対外純資産」はこうした資金循環構造と表裏一体である)。基軸通貨として世界中で保有されているドルと異なり、円を保有しているのは基本的に日本人である。そのため円安が基調として根づくためには機関投資家(生命保険会社や社会保障基金など)が家計部門から吸い上げた資金を積極的に対外投資する時、雑駁に言えば「日本人が円を売る時」であることが多い。当然、そのような状況が発生するのは本邦投資家が内外金利差拡大に持続的な確信を持つ時であり、端的にはFRBの引き締めプロセスに確信が持てる時であることが多い。過去数か月の本欄では繰り返し議論しているように、米イールドカーブの逆イールドまで視野に入る状況ではそうした「日本人の円売り」がドル/円相場を主導する展開は想定しづらいというのが筆者の基本認識である。

もちろん、家計部門が直接、外貨性資産の保有比率を伸ばしていくような局面になれば円相場にも大いに影響を与えるだろう。だが、黒田体制が始まった2013年以降で見ても、これが上昇するような雰囲気は感じない。むしろ、トレンドは金融危機前、金融危機後、そして黒田体制後と徐々に緩くなっているようにすら見受けられる(図)。日本人の「現金好き」という国民性は事実であるが、より正確に言えばそれはドルやユーロではなく「日本円の現金が好き」という話になりそうである。そうした日本人の「日本銀行券好き」が強固な円の価値の底流にあることは円相場を議論する上での基本中の基本として押さえておきたい論点である。



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。

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
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長、が有力」～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)