

みずほマーケット・トピック(2022 年 4 月 18 日)

本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」

円安相場の主因としては貿易赤字の拡大や対外直接投資の拡大など、いわゆる「企業部門による円売り」が取り上げられることが多い。しかし、本当に恐ろしい円安リスクは「企業部門による円売り」ではなく「家計部門による円売り」。日本では個人金融資産の 95%以上が未だに円貨性の資産で保有され、50%以上がほぼ何の収益も生まない現預金に置かれている。だが、過去 1 年を振り返れば、大半の日本人が安全資産の代表格と見ていたであろう「円の普通・定期預金」は資産防衛の観点からは相当に酷い選択肢だった。今後「円で保有していること自体が損であり、リスク」という認識が支配的になった時、家計部門の円売り主導で一段と円安が進む懸念がある。米国株ブームなどにその胎動はあるかもしれない。資金循環統計でも過去 20 年余りで外貨性資産が 0.9%から 3.4%へ明確に増えており、金額だけで言えば、投資信託は 7 倍強、対外証券投資は 5 倍弱増えている。日本人は「空気」で突然動き出す。根強いリスク回避志向がいつまでも同じとは限らない。現預金の 10%が動くだけでも 100 兆円規模の円売りである。

～円相場の需給変化とは「企業部門による円売り」のこと～

約 20 年ぶりの円安相場が継続中である。その背景としては日米金融政策格差というオーソドックスな論点に加えて、円相場の需給環境が取り上げられることが多い。需給環境と一口に言ってもその意味するところは幅広く、象徴的には①資源高を主因とする貿易赤字拡大だが、②本邦企業部門による対外直接投資の増大も円売り圧力を相当に強めている。①は毎月经常的に発生するアウトライートの円売り・外貨買いであるのに対し、②は企業買収時にまとまったボリュームで発生する円の売り切りである。過去 10 年間では②の勢いが強まった結果、今や日本の対外純資産残高の半分が直接投資になっている。かつて、それは証券投資だった。リスク回避ムードが強まった際、保有している海外の有価証券を売る(≒外貨売り・円買いする)動きは想像できるが、買収した海外の会社を売却する動きは想像が難しい。「リスクオフの円買い」の迫力が薄れたのは貿易黒字が消滅したことも当然あるだろうが、中長期的には対外直接投資の増大も相当寄与していると考えられる。なお、①や②の動きは基礎収支(経常収支+直接投資)の流出として総括されるものでもある。

～本当に恐ろしいのは「家計部門による円売り」～

特に、対外直接投資が顕著に増加した背景には国内市場の縮小が既定路線になっている日本に投資をするのではなく海外に活路を見出すという合理的な経営判断があったと言える。それは投資をする上での期待収益率に関し、日本を回避して海外を選んだという意味で一種の企業部門による資本逃避でもある。だが、それでも海外事業の成功が国内経済に還元されることも期待されるため、一概に悪いことばかりではない。現に第一次所得収支黒字が日本の経常黒字を支えていることは周知の通りである。また、貿易赤字にしても、資源高で一時的に歪んでいる部分はあるにせ

よ、理論的には最適な国際分業の結果であり、「黒字が善で赤字が悪」とは限らない。日本の貿易黒字が10年前から消滅しているのは相応の理由がある(今回の本欄では詳述を避ける)。

つまり、上述した①や②のような「企業部門による円売り」は必ずしも悪いことばかりではない。これに対し、本当に恐ろしいのはそうした「企業部門による円売り」ではなく「家計部門による円売り」である。家計部門が円建て資産の保有をリスクと考え始めた場合、それは単なる防衛行為なので日本経済にとっての恩恵は乏しいものになるだろう。現状、そのような動きが早晚起こる雰囲気は無い。岸田政権の支持率もまだ非常に高い。それは人口動態上、大きなボリュームを占める高齢者層に寄り添った政策運営が展開されているからだとの解説は多い。実際、「年金生活者へ5000円支給」などの案が浮上してくるあたり、その見方は的外れとは言えない。いつまでも新規感染者数に拘泥し、直ぐに行動制限に手を付けようとするのも若年層に比べて行動範囲の限られる高齢者層が多い世の中では決定的な批判に晒されにくいからだろう。現実はその政策が慢性化することで成長率が停滞し、日銀が動けなくなり、円安に繋がっているわけだが、その理解はまだ浸透していない。

とはいえ、現状が続く限り、円建て資産の相対的な価値は確実に蝕まれていく。保守的な国民気質なのか、金融リテラシーの欠如なのか、原因は1つではないのだろうが、日本では個人金融資産の95%以上が未だに円貨性の資産で保有され、50%以上がほぼ何の収益も生まない現預金に留め置かれている(下表)。2021年12月末時点で日本の家計金融資産は2023兆円と2000年3月末対比で+620兆円も増えている。しかし、その増分の半分以上(+343兆円)が円建て現預金である。リスク資産の代表格である株式・出資金の比率は10%前後で殆ど変わっていない。円建て資産の構成を見る限り、NISA導入(2014年)なども挟んだ「貯蓄から投資へ」は全く奏功していない。

しかし、構成比こそ小さいが、外貨性資産は0.9%から3.4%へ明確に増えており、金額だけで言えば、投資信託は7倍強、対外証券投資は5倍弱増えている。全体の比率の中では円貨性現預金に圧倒されてしまっているが、海外資産への関心は確実に高まっている。20年ぶりの円安・ドル高、実質実効為替レート(REER)で見れば半世紀ぶりの円安、戻らなくなった購買力平価(PPP)、消滅した貿易黒字、対外直接投資の激増 etc、もはや円建て資産を取り巻く客観的事実は確実に10年前とは変わっており、20年前とはさらに違う。これほど分かりやすい環境変化が重なれば大人しい日本人も動き出すかもしれない。根強いリスク回避性向がいつまでも同じとは限らない。

本邦家計部門の金融資産構成(2021年12月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,023.0	100.0
外貨性	68.9	3.4
外貨預金	7.1	0.3
対外証券投資	22.9	1.1
投資信託	38.9	1.9
円貨性	1,954.1	96.6
現預金(外貨預金を除く)	1,084.6	53.6
国債等	25.7	1.3
株式・出資金	211.6	10.5
投資信託(外貨部分を除く)	60.1	3.0
保険・年金準備金	540.1	26.7
預け金など	32.1	1.6

本邦家計部門の金融資産構成(2000年3月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,401.1	100.0
外貨性	13.2	0.9
外貨預金	3.1	0.2
対外証券投資	4.7	0.3
投資信託	5.3	0.4
円貨性	1,387.9	99.1
現預金(外貨預金を除く)	741.6	52.9
国債等	50.6	3.6
株式・出資金	138.3	9.9
投資信託(外貨部分を除く)	52.2	3.7
保険・年金準備金	369.9	26.4
預け金など	35.3	2.5

2000年3月末から2021年12月末にかけての変化

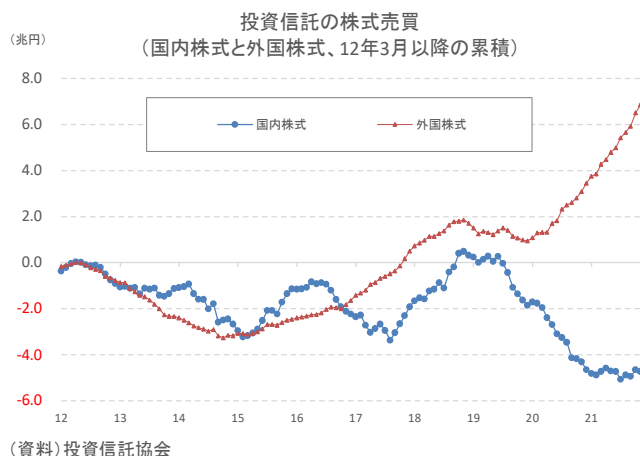
	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	621.9	
外貨性	55.7	2.5
外貨預金	4.0	0.1
対外証券投資	18.2	0.8
投資信託	33.6	1.5
円貨性	566.2	▲ 2.5
現預金(外貨預金を除く)	343.0	0.7
国債等	▲ 24.9	▲ 2.3
株式・出資金	73.2	0.6
投資信託(外貨部分を除く)	7.9	▲ 0.8
保険・年金準備金	170.2	0.3
預け金など	▲ 3.2	▲ 0.9

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

～海外株投資という名の円売り～

近年、日本でも米国株投資が1つのブームのように取り上げられ、2021年12月28日の日本経済新聞には『若者の投資は消費感覚』と題した大手ネット証券会社社長のインタビューが掲載されていた。着実なリターンが期待できるからこそその潮流と言えるだろう。対照的に日本株の人気は目を覆いたくなるような惨状にある。1月下旬(2022年1月27日～1月31日)に実施された日経CNBCの視聴者調査では『岸田政権を支持しますか』の問いに95.7%が『支持しない』と答えたことが

話題になったが、事実として国内株ではなく海外株に流れる国内投資マネーの動きは投資信託における株式売買動向からも明らかである(図)。今はまだ2000兆円を超える家計金融資産の末端に過ぎない動きだが、元々日本の家計部門のリスク回避性向が強過ぎると言われていることを思えば、米国株ブームは安全資産への異常な執着が修正される前振れとも理解できるかもしれない。書店に行けば、米国株投資の本が平積みでたくさん並んでいる。このような光景は今まであまり目にしないものだった。当然、全てではないにしても、そうした米株投資は円売りを伴うはずである。

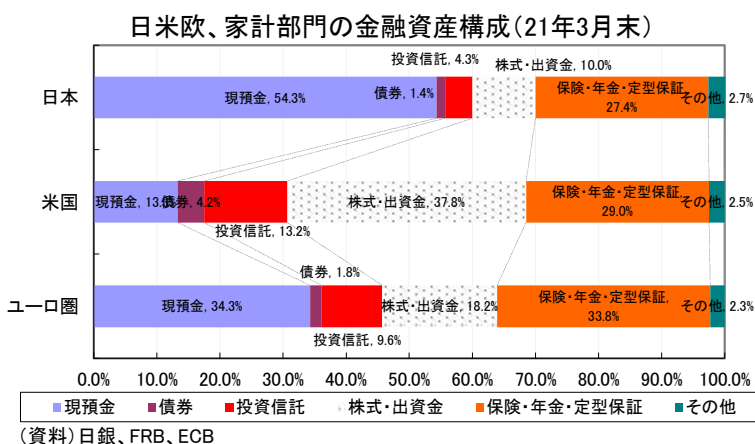


～円売りは急に走り出す可能性～

国際比較をしても、日本の金融資産構成は修正される余地が見える。図に示すように、40%弱が株式に寄せられている米国は極端としても、日本と同様、間接金融が力を持つユーロ圏でも20%弱が株式に割り当てられている。そのユーロ圏の半分程度の日本はやはり相当に保守的と言わざるを得ず、現預金が50%を超えていることも世界的には異例である¹。しかし、年初来3か月半

で円の対ドル相場は▲10%近く、昨年初めからでは▲20%近くも下落している。当然だが、ドルで保有していれば、それが単なる外貨預金であったとしても、その損失がカバーできたことになる。得られる金利も当然、円よりは高い。もちろん、外貨預金の為替差損益は雑所得なのでそこから所得税も勘案するなど、細かな修正は必要だが、大半の日本人が安全資産の代表格と見ているであろう「円の普通・定期預金」は昨年来、資産防衛の観点からは相当に酷い選択肢だったと言える。

多くの日本の人々は海外資産との比較で自国通貨建ての保有資産の価値を判断しないだろうが、実際は巷説で取り上げられることの多い「安い日本」の傾向が強まる中、自身の保有資産から



¹ 米国の資金循環統計では国内・海外証券の区別がされていないため、外貨なのか内貨なのかという比較はここでは控えている。

消費・投資する金額は同じものであっても漸増傾向にあるはずである。結局、分散投資することなく抱えていた円建て資産は一般物価上昇の中で少しずつ召し上げられるという構図であり、その度合いが強まった時に、「円の普通・定期預金」は特に安全ではなかったことに気づくのもかもしれない。国際経済に組み込まれている以上、必然の帰結と言える。

もちろん、そうした家計部門からの資本逃避(いわゆるキャピタルフライト)とも言えるような動きが早晩加速するという確信はない。しかし、その可能性に警鐘を鳴らす時期には来ていると筆者は考えている。そうなるだけの客観的な諸条件が揃い始めていることは再三、本欄では論じてきた。日本では一度定められた方向に皆が走り出すとその展開が非常に早く進む傾向にある。「円の普通・定期預金」の10%が動くだけでも100兆円規模の円売りになる。それは過去5年平均(18兆円程度)の経常黒字に換算すれば5～6年分に相当する。今の世の中、海外投資はさほど難しいことではなく、十分想定する価値のある数字である。何事も一定の「空気」が醸成されてからでなければ動けない日本だが、今後「円で保有していること自体が損であり、リスク」という認識が支配的になった時、家計部門の円売り主導で円相場は一段と値を下げる懸念はある。それは最近のロシアで、かつてはギリシャなどで起きたことである。真の円安リスクはそうした動きに絡んだものだろう。

市場営業部
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
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ループルにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMC を終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試験に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本場の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？