

みずほマーケット・トピック(2022年5月10日)

「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～

既報の通り、岸田首相は訪英に際し、日本の個人金融資産約2000兆円に関し貯蓄から投資への動きを促す「資産所得倍増プラン」に着手する旨を表明した。だが、今の日本で「貯蓄から投資」を焚きつけることは危うい思想でもある。見るべき論点は2つ。1つが為替(円相場)への影響、もう1つが国債(円金利)への影響である。仮に日本の家計部門が「貯蓄から投資」を実行した場合、果たして日本経済の将来に賭けて円建て資産を選ぶだろうか。政策によって投資意欲を焚きつけるのは良いが、そうして呼び起こされた投資の行き先が円建て資産である保証はなく、為替相場の観点からは円安の起爆剤として作用する可能性が高い。政府はそれで良いのだろうか。もう1つの不安点は国債(円金利)への影響。「貯蓄から投資」が進むことで現在の国債の安定消化構造が崩れる可能性を政府は認識しているだろうか。現預金という保有形態を指して「眠っている」と表現されるが、それが眠りから覚めた場合、「民間銀行－政府部門－日本銀行」が三位一体となっている日本国債の消化構造は崩れることになる。その心づもりはあるのだろうか。プラン実行前のリスクマネジメントを慎重に行うことを推奨したい。

～資産所得倍増プランの真意～

既報の通り、5月5日、岸田首相は訪英に際し、ロンドンの金融街(シティ)で講演し、自身が掲げる経済政策「新しい資本主義」の具体策として、日本の個人金融資産約2000兆円に関し貯蓄から投資への動きを促す「資産所得倍増プラン」に着手する旨を表明した。首相は、日本の個人金融資産の半分以上が現預金で保有された結果、「この10年間で米国では家計金融資産が3倍、英国は2.3倍になったのに、我が国では1.4倍にしかなっていない」と述べ、この状況を指して「日本の大きなポテンシャル(潜在能力)」と表現した。投資原資の大きさをアピールしているわけである。

就任早々、金融所得課税の導入を打ち上げ株式市場から強い洗礼を浴びた経緯を思い返せば

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(%)
621.9	
55.7	2.5
4.0	0.1
18.2	0.8
33.6	1.5
566.2	▲ 2.5
343.0	0.7
▲ 24.9	▲ 2.3
73.2	0.6
7.9	▲ 0.8
170.2	0.3
▲ 3.2	▲ 0.9

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

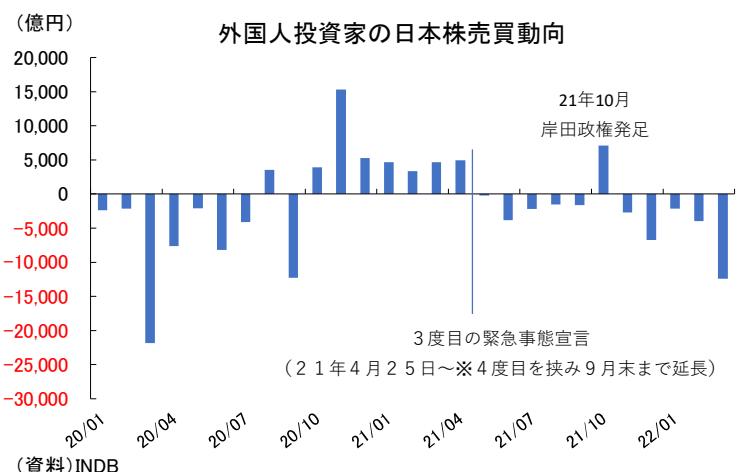
意外な講演だったと言わざるを得ない。それに限らず岸田政権は自社株買いの制限、四半期開示の廃止、株主還元ではなく賃上げの要請など、株式市場と対峙する姿勢を続けていた印象が強い。これらの方針を堅持したまま「Invest in Kishida」と主張することの真意は捉えづらいと言わざるを得ない。株式市場から嫌気された従前の主張は今後修正もしくは取り下げられていくのだろうか。少なくとも昨日の会見で松野官房長官は金融所得課税の強化に関し「一般投資家が投資しやすい環境を損なわないよう十分に配慮して検討していく」と述べており、修正の意向はなさそうであるが。

～「貯蓄から投資」に孕むリスク：為替・金利への影響～

現状、それに付随する具体策の情報もないため「資産所得倍増プラン」の真意がどこにあるのかはよくわからない。だが、そもそも「運用されていない現預金」を投資原資と見なして「ポテンシャル」と表現することが今の日本にとって危うい思想であることは留意すべきである。見るべき論点は 2 つある。1 つが為替(円相場)への影響、もう 1 つが国債(円金利)への影響である。

まず、為替、具体的には円相場への影響を政府・与党はどのように整理しているのだろうか。過去の本欄でも詳しく議論したように、円安のデメリットが懸念される現状において、最大のリスクは「家計部門の円売り」が勢いづく展開である。岸田首相の述べるように、個人金融資産の 50%以上が円建ての現預金であり、その額は 2021 年 12 月末時点で 1084.6 兆円、比率にして 53.6% である。一方、株式・出資金は 211.6 兆円で比率にして 10.5% にとどまる。「現預金が半分で株式投資は 10%程度」という構図は日本の家計金融資産構成の問題点として頻繁に取り上げられてきたものであり、その数字自体、一度は目にした向きも多いのではないか。この現預金に滞留する貯蓄を投資原資としてもっと期待収益の高いリスク資産に振り向けていきたいという気持ちは分からぬではない。

しかし、その振り向ける先が円建て資産であるという保証は全くない。本欄では繰り返し述べているが、コロナ対策で貫徹された「経済より命」路線や原発再稼働をタブー視する雰囲気の結果、日本はすっかり「成長を諦めた国」のポジションで定着している。今やコロナ前の GDP 水準を割っている先進国は日本くらいである。こうした日本の地力の弱さが日本株や円相場に軟調な展開を強いているという論調は今や珍しいものではなくなっている。折りしもテスラのイーロン・マスク CEO が出生率低下を理由に日本の「消滅」を予言するというショッキングなヘッドラインが流れたばかりだが、同氏の指摘する「年長者が多いと、社会に閉塞感を生む。なぜなら彼らの大半が考え方を変えない」というのが真実だからだ」という構造問題は日本の抱える闇そのものである。程度の差こそあれ、日本経済に対し、同様の見方をしている向きは少なくないだろう。事実、岸田政権発足後、海外投資家が日本株を買わなくなっているのもそのような見方が背景にあるだろう(図)。



こうした状況で日本の家計部門が「貯蓄から投資」を実行した場合、果たして日本経済の将来に

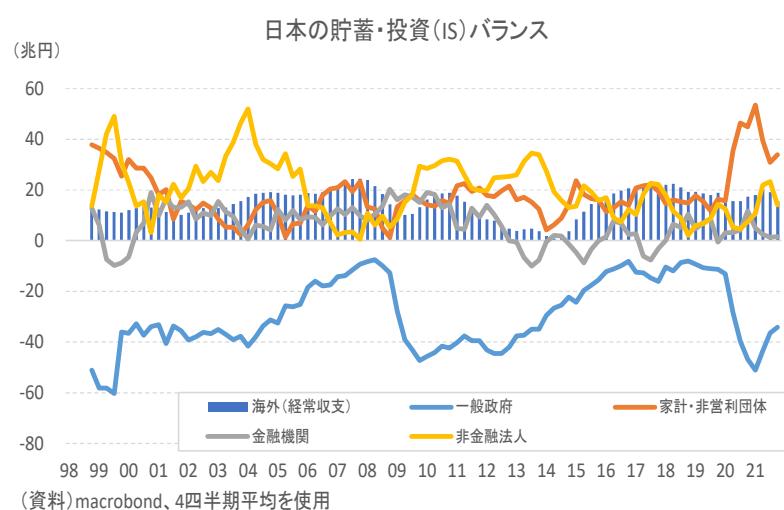
賭けて円建て資産を選ぶだろうか。政策によって投資意欲を焚きつけるのは良いが、そして呼び起こされた投資の行き先が円建て資産である保証はなく、為替相場の観点からは円安の起爆剤として作用する可能性が高いのではないか。円安のデメリットを指摘する声が大きくなっている中、「貯蓄から投資」を謳うことでさらに円安が進む可能性を政府・与党はリスクと考えていないのだろうか。とりわけ昨年来、米株投資はブームとまで言われており、「投資をするなら海外」という発想が先に立ちやすく、実際に国内で設定された投資信託の資金流入入状況を見ても明らかに「国内ではなく海外」の志向は鮮明である(図)。もちろん、さらなる円安を歓迎する方針ならば問題はないが、政府として少しでも円安を懸念する気持ちがあるならば、現時点で貯蓄から投資を煽るのは危うさを秘めているように筆者は思う。



～日本人が貯蓄しないなら誰が国債を買うのか？～

「資産所得倍増プラン」にまつわるもう1つの不安点は国債(円金利)への影響である。具体的には「貯蓄から投資」が進むことで現在の国債の安定消化構造が崩れる可能性をどう評価すべきかという話だ。歴史上繰り返されてきた「貯蓄から投資」のスローガンの裏には「貯蓄過剰で投資が行われない現状が日本経済の長期低迷の原因」という思惑が見え隠れする。これは現預金を「死に金」と呼んだり、その保有形態を指して「眠っている」と表現したりする風潮によく表れる。しかし、このような考え方は因果を取り違えている。「日本経済が低迷」しているからこそ家計(や企業)は自国通貨建ての現預金という最もリスク量が小さい運用形態を選んできたというのが実情だろう。有望な投資機会があれば政府に指示されなくとも貯蓄ではなく投資を選ぶ。

現在の日本経済において「貯蓄から投資」を進めることの危うさを理解するためには日本経済の貯蓄・投資(IS)バランスの構造を理解することが必要である。順を追って解説する。まず、日本経済の期待成長率低迷を受けて、家計(や企業)は現預金という運用形態で資産防衛を図ってきた。その現預金は銀行部門に貯蓄される。そのまま銀行部門に滞留して誰も使わなければ文字通り「死に金」だが、こうした民間部



門(家計や企業)の貯蓄は政府部門が借りて消費・投資に充てられてきた(図)。そうすることによって資金循環構造が釣り合ってきた。厳密にはそれでも国内全体で貯蓄過剰になるので、その分、海外部門を貯蓄不足(=経常黒字)にさせることで経済全体の貯蓄・投資が均衡してきた。こうして長年見られてきた「民間部門(家計と企業)の貯蓄過剰」は日本経済低迷の象徴として定着した。

しばしば目にする「銀行の役割は貸出なのに国債運用ばかりしている」という批判はこうした資金循環統計を正しく読めないことに起因している。銀行の本質的な役割は貸出ではなく、「経済の資金過不足を均すこと」である。より噛み砕いて言えば「『資金を持て余している主体』から『資金を必要としている主体』へ融通すること」だ。バブル崩壊後の日本の銀行部門において貸出が盛り上がり、国債投資が増えたのは「資金を持て余している主体」である家計や企業から「資金を必要としている主体」である政府に銀行を介して資金が融通されていたという話である。景気低迷に合わせて銀行の役割である「資金過不足の調整」が機能したのである。結局、これまでの日本で「貯蓄から投資」が進まなかつたのは「そうせざるを得ない経済状況があったから」という事実が出発点になっている。資金循環構造は銀行部門を要とする一国経済の地力を反映した資金動向の結果であつて、その結果を力づくで変えようとしているのが「資産所得倍増プラン」という位置づけになる。

それでも「資産所得倍増プラン」を推し進め、それが奏功して「貯蓄から投資」が盛り上がった場合、政府は大きな問題に直面する。それは国債をどうやって消化するつもりかという問題である。「眠っている」と表現される現預金は銀行部門経由で民間銀行もしくは日本銀行の国債購入に充てられている。それを眠りから覚ました場合、代わりに国債を買う経済主体を見つけてくる必要がある。海外部門に購入して貰うのだろうか。国内の銀行部門や日本銀行は低利でも国債を購入するが、海外の投資家はそうはいかない。当然、これまでよりも高い金利を要求されるようになる。良いか悪いかは別にして「民間銀行—政府部門—日本銀行」が三位一体となっている日本国債の消化構造は鉄壁である。これを「資産所得倍増プラン」によって政策的に崩した場合、それにより訪れる国債価格の下落(円金利の上昇)をどのように受け止めるつもりなのか。

一見して前向きな話に見える「資産所得倍増プラン」だが、今の日本が直面している為替や債券の現状を踏まえると、日本経済にとって望ましくない急変動をもたらす可能性を秘めているように思われる。プラン実行前のリスクマネジメントを慎重に行うことを推奨したい。

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に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5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のフレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
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」
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～ルーピルにも負ける円～
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～「デフレの原因是インフレ」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～「三歩進んで二歩下がる」～
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	経常赤字は新常態なのか？～「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ムリスクになるのか？
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	年初來の為替市場総括～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～変わるべき基礎収支の姿～
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見通し改定について～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	既に濃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」を体現するアバレル生産日本回帰報道
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(いきなり外交的試練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～本当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～