

みずほマーケット・トピック(2022 年 9 月 12 日)

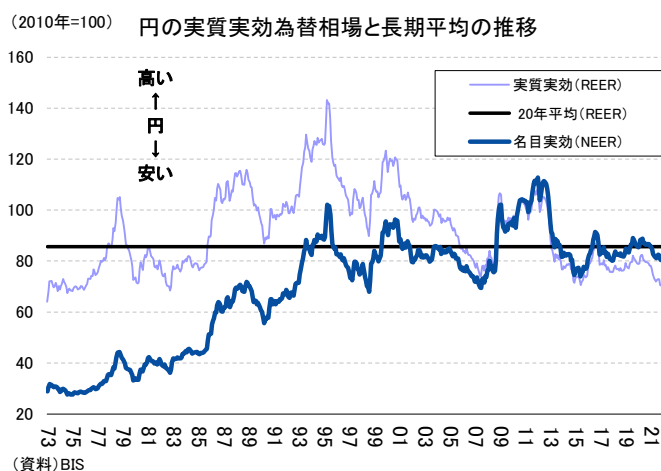
## 動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～

9 月 6 日付の日本経済新聞は個人の外貨定期預金口座開設が活況を呈していることを報じている。20 年 1 月対比で円の価値劣化は著しく、またそれに付随して「安い日本」を裏付けるナラティブな事実も枚挙に暇がなくなっている。こうした世の雰囲気の家計部門の外貨への投資意欲を焚き付けているのはある程度間違いないだろう。パンデミック下において円は名目実効為替相場(NEER)で▲17%、実質実効相場(REER)で▲24%、対ドルでも▲24%下落している。その上で、各国購買層の賃金情勢に差が生じているため、円安以前の問題として定価自体が日本人にとって高価に映りやすくなる。iPhone や高級外車や高級時計が象徴的だが、身近な輸入財でも値上げ圧力が生じている。物価高を「円安のせい」と理解しやすい雰囲気が社会に充満している。かかる状況下、家計金融資産の現状と展望を改めて議論することは重要。岸田政権は金融教育を国家戦略化する姿勢を示している。だが、「貯蓄から投資」を焚き付けるその先に「円が選ばれる未来」があるのか。過去 20 余年で家計は外貨資産への投資を増やしつつある。

### ～「安い日本」に背中を押される家計～

9 月 6 日付の日本経済新聞は個人の外貨定期預金口座開設が活況を呈していると報じている。一部の大手ネット銀行は 1 か月間における新規預入額が半年前対比で 8 割増加したという。海外中銀の利上げに応じて預入金利が急上昇していることに妙味を覚える向きもあるだろうが、やはりそうしたインカム(金利)部分ではなくキャピタル(為替差益)部分を目的とした資産運用の流れであろう。パンデミック局面という括りで議論した場合、2020 年 1 月対比で円の価値劣化は著しく、またそれに付随して「安い日本」を裏付けるナラティブな事実も枚挙に暇がなくなっている。こうした世の雰囲気が家計部門の外貨への投資意欲を焚き付けているのはある程度間違いないだろう。

数字を見てみよう。2020 年 1 月から 7 月末までに関してみた場合、円は名目実効為替相場(NEER)で▲17%、実質実効相場(REER)で▲24%下落している(図)。ちなみに対ドルで 2020 年初頭から足許までの変化率も▲24%だ。何もしなくても名目ベースで見たドル建て資産価値が 2 割以上も減った上、内外価格差(それはかなりの部分、内外賃金格差に起因している)も相まって、日本が海外から購入する財は定価そのものが高くなっている。もちろん、円安の影響も免れないが、各国購買層の賃金情勢に差がある以上、円安以前の問題として定価自

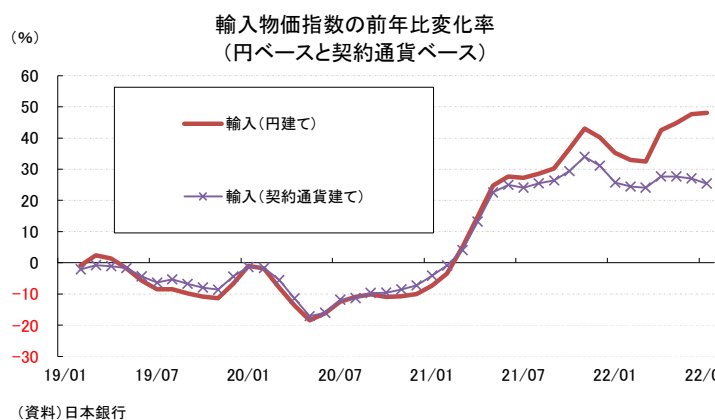


体が日本人にとって高価に映りやすくなる。iPhone や高級外車や高級時計のように、世界中の誰もが欲しがる財は日本の事情とは関係なく定価設定が検討される。スマホや時計のように国境を越えて持ち運びが容易な財は裁定が働きやすく、「日本だけ安い」という状況が放置されにくくなる。

それが高価な輸入財の話にとどまっていれば社会の問題意識としても拡がり

は限定的なものになる。だが、周知通り、既に円安と資源高の併存によって食料品などを中心に生活必需品にも値上げの波が及んでいる。それは資源高の影響が大きいのであって円安の影響がメインではないのだが、日常のメディア報道の取り扱い方も相まって「円安のせい」という問題意識は醸成されやすい。もっとも、

輸入物価指数を見ると、契約通貨（つまり外貨）ベースの騰勢はピークアウトしているが円ベースではまだ加速が続いている（図）。直近の物価高に関して「円安のせい」という思惑を抱くのは正確ではないものの、全てが間違いとも言い切れない。



## ～家計部門の外貨シフトは着実に進んでいる～

本邦家計部門の金融資産構成(2022年3月末)

|               | 金額(兆円)  | 構成比(%) |
|---------------|---------|--------|
| 総資産           | 2,005.1 | 100.0  |
| 外貨性           | 67.6    | 3.4    |
| 外貨預金          | 7.0     | 0.4    |
| 対外証券投資        | 23.5    | 1.2    |
| 投資信託          | 37.1    | 1.9    |
| 円貨性           | 1,937.4 | 96.6   |
| 現預金(外貨預金を除く)  | 1,081.4 | 53.9   |
| 国債等           | 25.7    | 1.3    |
| 株式・出資金        | 203.9   | 10.2   |
| 投資信託(外貨部分を除く) | 58.8    | 2.9    |
| 保険・年金準備金      | 539.7   | 26.9   |
| 預け金など         | 28.0    | 1.4    |

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2022年3月末にかけての変化

|               | 金額(兆円) | 構成比(%) |
|---------------|--------|--------|
| 総資産           | 603.9  |        |
| 外貨性           | 54.5   | 2.4    |
| 外貨預金          | 3.9    | 0.1    |
| 対外証券投資        | 18.8   | 0.8    |
| 投資信託          | 31.8   | 1.5    |
| 円貨性           | 549.5  | ▲ 2.4  |
| 現預金(外貨預金を除く)  | 339.7  | 1.0    |
| 国債等           | ▲ 24.9 | ▲ 2.3  |
| 株式・出資金        | 65.6   | 0.3    |
| 投資信託(外貨部分を除く) | 6.6    | ▲ 0.8  |
| 保険・年金準備金      | 169.8  | 0.5    |
| 預け金など         | ▲ 7.3  | ▲ 1.1  |

(資料) 日本銀行「資金循環統計」から試算。

こうした状況下、冒頭紹介したような個人レベルで「円から外貨へ」という動きは出やすくなることが予想される。現状、日本の家計部門が保有する金融資産構成に関しては2022年3月末時点のデータが最新である。これを見ると、未だ個人金融資産の95%以上が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。この構図は20年以上前から基本的に変っていない。具体的に数字を見ると、2022年3月末時点で日本の家計金融資産は2005兆円と2000年3月末対比で+600兆円ほど増えている(図)。しかし、その増分の半分以上(+340兆円)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%前後で長年殆ど変わっていない。2014年に鳴り物入りで導入されたNISA(少額投資非課税制度)などの

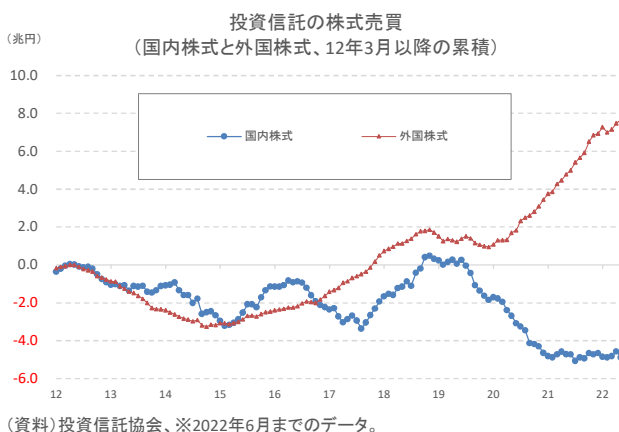
影響もさほど見られず、「貯蓄から投資」はあまり奏功しているように見えない。日本の家計部門において、未だ円に対する信頼は極めて大きいものと見受けられる。少なくとも 2022 年 3 月末時点で、家計金融資産が円相場の価値にとって「最後の砦」であるというイメージは変わっていない。

だが、変化の胎動もある。前頁表に示すように、外貨性資産を構成する預金・対外証券投資・投資信託のいずれも 2000 年 3 月末と比較すればシェアを伸ばしており、金額ベースで預金は 2.3 倍、対外証券投資は 5.0 倍、投資信託は 7.0 倍になっている。円貨性の現預金が依然として約 54% を占め、金額としては 2000 年 3 月対比で +340 兆円ほど増えているものの、シェアで言えば +1.0% ポイントにとどまる。片や、筆者試算では外貨性の投資信託だけでシェアは +1.5% ポイント伸びており、家計金融資産における存在感の高まりはこちらの方が相対的に大きい。同じ期間に円貨性の株式や投資信託は際立った増え方をしていない(シェアでは概ね横ばい)であることを踏まえれば、「貯蓄から投資」への動きが進んだというよりも「円から外貨へ」という動きが進んだというのが正確な表現に思われる。全体の比率の中では円貨性の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ことは注目に値する。

### ～いつまでも保守的である理由はない～

過去の本欄で議論を重ねてきたように、日本経済の対外経済部門(経常収支や対外純資産の動向など)が何らかの構造変化に直面していることは否めない真実である。フェアバリューのない為替市場において因果関係を断定する議論は難しいものの、日本の貿易収支は 10 年前に黒字が消滅し、赤字が急拡大した。また、対外直接投資が急拡大したのもちょうど 10 年ほど前からだった。こうした需給面の変化が「24 年ぶりの円安・ドル高」や「REER の半世紀ぶりの円安」、「乖離が激しくなった購買力平価(PPP)」などの事実と恐らく無関係ではないと筆者は思う。円建て資産を取り巻く環境が 2000 年前後、いや 2010 年前後と比較しても大きく変わってきているのは間違いない。その上で円の価値低下が値上げ機運の高まりなどを通じて実感されれば、日本の家計部門も動き出す可能性はある。歴史的に当然視されてきた保守的な運用傾向が持続する理由は無い。ちなみに、変動相場制移行後の日本の歴史は「デフレの歴史」であり、それは「円高の歴史」だった。「円高の歴史」において円預金に資金を寄せること自体、(今とは真逆なのだから)相応に賢い運用姿勢だったと言えなくもない。いずれにせよ、家計部門は相応に合理的な経済主体であり、いつまでも不利な場所に資金を置き続ける理由はない。

元より日本の家計部門は FX(外国為替証拠金取引)や暗号資産取引など投資というよりも投機に近い資産運用に高い関心を持つ傾向があり、決して根っから投資意欲が低いという訳でもないと筆者は思っている。実際、2020 年以降見られている米国株ブームは「日本経済の成長に賭けるよりも海外経済の成長に賭けたい」という家計の本音が現れたものであろう。図に示すように、日本人の日本株への投資意欲は海外株への投資意欲と代替的である。岸



田政権の推進する「貯蓄から投資」の潮流は「円から外貨へ」という潮流も伴うであろうことはある程度覚悟すべきだろう。本稿執筆時点で、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)とも言える動きが早晩加速するという確信はない。だが、日本では一度定められた方向に皆が走り出すとその「空気」感が社会を支配し、展開が非常に早く進む傾向にある。資金循環統計における現預金(外貨預金除く)が10%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(2017～2021年で平均+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。わざわざ銀行の窓口で高い手数料を払って外貨を買わなければいけない過去とは異なり、現代における海外投資は全く難しいことではない。スマホ1つで好きな時に好きな額を外貨へ換金できる。保守的な思想を持つ高齢世代が今の現役世代と入れ替わり始めた時、家計部門の投資意欲は今とは異なるものになるはずだ。

昨今伝えられる日本人の外貨投資の動きは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、米国株を筆頭とする海外投資ブームは国内資産への執着が修正される前振れかもしれない。前頁表でも示した通り、2000年以降の四半世紀弱でその動きは確実に進んでいる。岸田政権は金融教育を国家戦略として推進する姿勢を表明している。しかし、家計部門に金融教育を施し、「貯蓄から投資」を焚き付けるその先に「円が選ばれる未来」があるとは限らない。円安の弊害が指摘される状況下、為政者としてはそこまでの論点を踏まえる必要がある。

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](mailto: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](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9月9日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)          |
| 2022年9月7日  | 金利差が本当にテーマになるのはこれから                             |
| 2022年9月6日  | ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安                             |
| 2022年9月5日  | 円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～                      |
| 2022年9月2日  | 週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)                  |
| 2022年8月29日 | ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて                            |
| 2022年8月26日 | 週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)     |
| 2022年8月24日 | 水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～                           |
| 2022年8月23日 | パリティ割れと欧州のインフレ動向について                            |
| 2022年8月22日 | 顕著になる鎖国政策の副作用                                   |
| 2022年8月19日 | 週末版                                             |
| 2022年8月18日 | 過去最大を更新し続ける貿易赤字                                 |
| 2022年8月17日 | 生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場                           |
| 2022年8月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)                     |
|            | 本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～                       |
| 2022年8月15日 | 独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～                            |
| 2022年8月12日 | 週末版                                             |
| 2022年8月10日 | 独ライン川の水位低下とユーロ安リスク                              |
| 2022年8月9日  | 2022年上半期の国際収支統計を受けて                             |
| 2022年8月8日  | ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？                           |
| 2022年8月5日  | 週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)        |
| 2022年7月29日 | 週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)                 |
| 2022年7月27日 | IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて                            |
| 2022年7月25日 | ドル/円相場の近況をどう評価するか？                              |
| 2022年7月22日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～) |
| 2022年7月20日 | ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか                          |
| 2022年7月19日 | パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～                            |
| 2022年7月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)                     |
|            | 週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)            |
| 2022年7月14日 | 米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも                            |
| 2022年7月12日 | やはり顔を出し始めた新規感染者主義                               |
| 2022年7月11日 | リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～                           |
| 2022年7月8日  | 週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスクープゴートにされる可能性～)          |
| 2022年7月7日  | ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～                     |
| 2022年7月5日  | やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～                           |
| 2022年7月4日  | 世界の外貨準備状況～22年3月末時点～                             |
| 2022年7月1日  | 週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)     |
| 2022年6月28日 | 家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～                         |
| 2022年6月27日 | 世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～                         |
| 2022年6月24日 | 週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)                |
| 2022年6月22日 | 「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況                          |
| 2022年6月21日 | タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～                        |
| 2022年6月20日 | 疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営                             |
| 2022年6月17日 | 週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)                |
| 2022年6月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)                     |
|            | FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～                          |
| 2022年6月14日 | 悲惨指数を感じなかった日本人                                  |
| 2022年6月13日 | 米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来                     |
| 2022年6月10日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)                    |
| 2022年6月9日  | 黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～                      |
| 2022年6月8日  | 金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～                      |
| 2022年6月7日  | 要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～                        |
| 2022年6月6日  | ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～                     |
| 2022年6月3日  | 週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)            |
| 2022年6月2日  | 変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望                           |
| 2022年5月31日 | 31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方                         |
| 2022年5月27日 | 週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)      |
| 2022年5月26日 | ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～                         |
| 2022年5月25日 | ブログで政策修正を図ったECBの真意                              |
| 2022年5月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)                     |
|            | 週末版(円安相場は終わりののか？～先行きは夏場以降の政治次第～)                |
| 2022年5月19日 | 本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～                       |
| 2022年5月17日 | ECB、「行動の夏」が意味するところ                              |
| 2022年5月16日 | 円のREERは変動相場制以前の水準へ                              |
| 2022年5月13日 | 週末版                                             |
| 2022年5月12日 | 米4月CPIと今後の考え方について                               |
| 2022年5月11日 | インバウンド解禁と円安抑制の関係性                               |
| 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～                      |
| 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」のプレーキが重要～)            |
| 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～)                |