

みずほマーケット・トピック(2022 年 12 月 5 日)

「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？

2023 年の展望について執筆や講演を依頼される機会が増えている。そうした中、「日本の家計部門の円売り(いわゆるキャピタルフライト)」の可能性を問われることも多くなっている。これは例年には見られないもので、プラザ合意以降で最大の円安相場となった 2022 年を象徴する傾向に思える。現時点で「家計の円売り」と呼べるような動きは確認できない。しかし、欧州債務危機のような象徴的な窮地にでも陥らない限り、家計部門の資産運用が非連続的な変化を見せることはそもそも考えにくい。いくら金融市場(プロ)で「円安は終わった」と言われても、家計部門(アマ)は日常生活で「円の弱さ」を体感しているはず。「名目賃金は伸びないが、物価が上がる」という状況に直面した家計部門からすれば、外貨建て資産への投資はかなり手っ取り早い防衛手段であるのは確か。「大幅な円安からの揺り戻し(円高)」は長くても 1 年単位の時間軸で物事が推移する金融政策(≒金利)を主材料とする相場の話であり、5 年や 10 年という中長期の時間軸では需給や物価という要素も加味する必要。2023 年も目が離せないテーマの 1 つ。

～「家計の円売り」展望～

2022 年も残すところあと 1 か月を切ったところで、2023 年の展望について執筆や講演を依頼される機会が増えている。ドル、円、ユーロの見通しは元より、年末においては注目材料やリスク材料を列挙して欲しいという依頼が定番である。そうした中、今年は「日本の家計部門の円売り(いわゆるキャピタルフライト)」の可能性を問われることも今年は珍しくない。これは例年には見られないもので、プラザ合意以降で最大の円安相場となった 2022 年を象徴する傾向に思える。メディア報道でも「家計部門の円売り」を警戒的なトーンで報じるものがままた見られたのが 2022 年だった。

もっとも、現状では日本の家計金融資産がそうした挙動を示している証拠はない。本稿執筆時点では 2022 年 6 月末時点までの資金循環統計が発表されている。6 月までの半年間を振り返ればドル/円相場は年初の 113 円付近から 137 円まで、+20%強も急騰している。当時の論調も踏まえば、その間にキャピタルフライトに類した動きが出ても不思議ではない。しかし、円安・ドル高が加速する直前(2021 年 12 月末時点)と比較すれば、外貨建て資産は増えるどころか減っている(比率で言えば 3.4%から 3.2%。次頁表)。もちろん、ドル/円相場は 7 月以降も上昇を続け 10 月には年初来高値である 152 円に接近しているため、7～9 月期の資金循環統計の結果も見する必要はある。だが、2022 年上半期時点で「家計の円売り」は確認できていない。ここまでは事実である。

しかし、欧州債務危機のような象徴的な窮地にでも陥らない限り、家計部門の資産運用が非連続的な変化を見せることはそもそも考えにくい。今次円安局面に関しては「あくまで FRB 利上げを受けた動きであり、利上げが止まれば円安も止まる」という解釈が支配的である。そうした「循環要因で円安になっているだけ」という理解が家計部門にも浸透しているのであれば急いで外貨建て資産の保有を増やす理由はない。事実、11 月以降は米国のインフレピークアウトと共に円売りは急速に

巻き戻されており、「外貨建て資産への移動はしなくてもよかった」というのが本稿執筆時点でのスナップショットになりそうである。しかし、後述するように、米金利低下に伴うドル高の調整という理由だけで果たしてどこまで円高・ドル安が進むのかという視点も今後浮上してくるだろう。

また、2021 年 12 月末と比較した半年の時間軸では増えていなくても、過去四半世紀(2000 年 3 月末→2022 年 6 月末)で変化幅を見れば外貨建て資産は比率として 4 倍弱(0.9%→3.2%)に増えている。金額だけで言えば、外貨預金は倍、対外証券投資は 5 倍、外貨建て投資信託は 7 倍になっている。「貯蓄から投資」がそれほど進んだ印象はない日本の歴史だが、「円から外貨」は遅々たる歩みながら進んでいるようにも見える。

本邦家計部門の金融資産構成(2022年6月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,007.1	100.0
外貨性	64.0	3.2
外貨預金	6.7	0.3
対外証券投資	22.3	1.1
投資信託	34.9	1.7
円貨性	1,943.1	96.8
現預金(外貨預金を除く)	1,095.4	54.6
国債等	25.2	1.3
株式・出資金	198.9	9.9
投資信託(外貨部分を除く)	56.2	2.8
保険・年金準備金	538.5	26.8
預け金など	28.9	1.4

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

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6月末にかけての変化

金額(兆円)	構成比(%)
606.0	
50.8	2.2
3.6	0.1
17.6	0.8
29.6	1.4
555.2	▲ 2.2
353.8	1.6
▲ 25.3	▲ 2.4
60.5	0.0
4.0	▲ 0.9
168.6	0.4
▲ 6.4	▲ 1.1

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	2,014.1	100.0
外貨性	68.2	3.4
外貨預金	7.1	0.4
対外証券投資	23.2	1.2
投資信託	37.9	1.9
円貨性	1,945.9	96.6
現預金(外貨預金を除く)	1,085.9	53.9
国債等	25.9	1.3
株式・出資金	210.0	10.4
投資信託(外貨部分を除く)	58.7	2.9
保険・年金準備金	536.8	26.7
預け金など	28.6	1.4

2021年12月末から2022年6月末にかけての変化

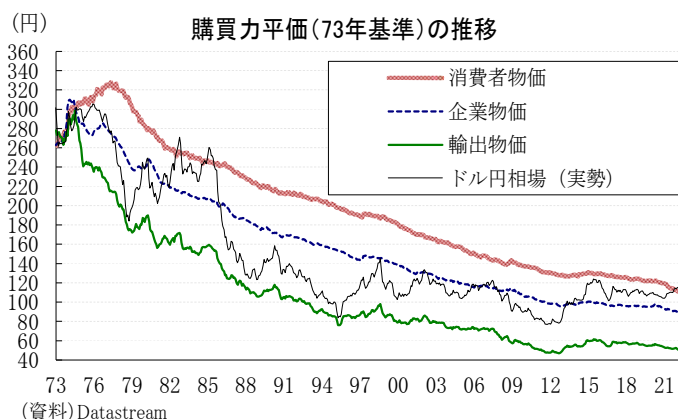
金額(兆円)	構成比(%)
▲ 7.0	
▲ 4.3	▲ 0.2
▲ 0.4	▲ 0.0
▲ 0.9	▲ 0.0
▲ 2.9	▲ 0.1
▲ 2.7	0.2
9.5	0.7
▲ 0.6	▲ 0.0
▲ 11.1	▲ 0.5
▲ 2.4	▲ 0.1
1.7	0.2
0.4	0.0

～円高はドル買いの押し目か？～

変動為替相場なのだから、1 年に 40 円弱(変化率にして 35%弱)も一方向に動けばどう考えても揺り戻しはある。筆者は今次円安局面は「ドル全面高を受けた円売り」と「円全面安を受けた円売り」の複合的な結果だと考えている。現在は米金利低下と共に前者が剥落している過程だが、世界で唯一のマイナス金利と大幅な貿易赤字という後者の材料は変わっていない。40 円弱動いた部分の半分が前者の要因だとすれば、それが全部剥落するとして 130 円が目途だろうか。しかし、対米金利差が非常に大きい事実は不変なのだから全てが剥落するという想定も極端にも思える。

今後のドル/円相場を展望するにあたって重要なポイントは 11 月以降の円高・ドル安を長い目で

見た「(ドルを安く買うための)押し目」と評価するかどうかだ。1973 年に変動為替相場制へ移行して以降、ドル/円相場の歴史は「円高の歴史」であり、それは「デフレの歴史」だった。その動き自体は購買力平価説 (PPP) で予見された通りである。こうした過去の流れを踏まえれば、円安・ドル高の局面は海外勢にとって円建て資産に投資する「押し目」だったということになる。裏を返せば、日本勢にとって家計金融資産の



殆どが円建て資産だったという選択は為替リスク抑制という点に照らせば長年、合理性があったとも言える (もっとも、米国株式への投資はそれ以上のリターンを生んだはずなのでやはり問題はあ

しかし、こうした過去と同じことが未来で起きる保証はない。一瞥しても分かるように、PPP の円高方向への傾斜は明らかに過去 10 年で緩くなっており、なんらかの構造変化が起きている可能性を検討したくなる。本欄で繰り返し主張しているように、例えば今の日本が「成熟した債権国」の終盤に差し掛かり、「債権取り崩し国」の段階に差し掛かっているのだしたら、今後、日本経済の悩みは通貨高ではなく通貨安になる。巨額の経常黒字を慢性化させてきた「未成熟な債務国」ないし「成熟した債権国」の時代、悩みは常に通貨高だったが、その逆になる恐れはないのか。もし、そこまで大きな想定に備えるならば円高・ドル安はドル建て資産に投資する「押し目」という整理になる。

そういった意識を持つかどうかは個人の相場観次第ではある。しつこいようだが、これほどの円安相場に揺り戻しは付き物である。ない方がおかしいくらいだ。為替に限らず、どのような資産クラスでも「押し目」や「買い場」というのはある。その上で長期の資産運用の視点に立った場合、持つべき問題意識は当面の円高・ドル安相場を見て「米金利低下と共に円安が終わった」という浅薄な議論に浸るのではなく「どこまで円高へ戻すのか」、「元の水準 (113 円付近) に戻ると思うか」であろう。「大幅な円安からの揺り戻し (円高)」は長くても 1 年単位の時間軸で物事が推移する金融政策 (≡ 金利) を主材料とする相場の話であり、5 年や 10 年という中長期の時間軸では需給や物価という要素も加味する必要が出てくる。この点はまだ円安を支持している。

～円高に戻る理由はあるのか? : 物価と需給～

物価に関して言えば、日本の相対的な劣後は世界的にも鮮明であるため、円が再び PPP の考え方に沿って「デフレ通貨は上昇する」という展開に至ることが理論的には支持される。しかしそうした展開に至るためには、「デフレで進んだ実質ベースの通貨安」が「輸出数量の増加」を促し、貿易黒字が積み上げられるという経路が必要だと筆者は思っている。今や (正確には 10 年ほど前から) その経路が途切れている以上、「デフレ通貨は上昇する」という理論的事実はどこまで現実的な議論なのか。少なくとも当然視するのは危うい話であるように思える。

片や、需給に関して言えば、日本の貿易赤字の水準が過去と比べて相当切り上がっている。2022 年は資源高で特に貿易赤字幅が広がった。原油価格はピークの 1 バレル 120 ドル前後から 80 ドル台にまで戻しているが、それでもパンデミック前に照らせばまだ大分高いと言える。脱炭素や

ロシア抜きの世界という資源価格を押し上げる要因は半永久的に残りそうなことを踏まえると(この点は議論があるかもしれない)、貿易赤字は新しい時代(≒今までよりも高い水準)に入った可能性もある。それは「成熟した債権国」と「債権取り崩し国」の過渡期で起きていることかもしれない。

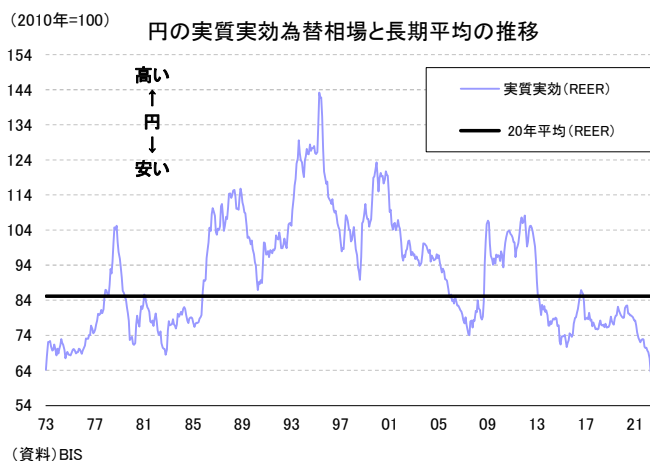
～日本人の資産運用は保守的なのか?～

当面予想される円高・ドル安を前に、家計部門が円建て資産保有にまつわる危機感をやはり持たず、引き続き金融資産のほとんどが国内にとどまるという可能性も当然ある。しかし、2022年の円安騒動を通じて「今後は資産防衛が必要」と思う向きも増えた可能性はある。筆者は日本人は保守的だから投資をしないという巷説にはあまり賛同できない。現実問題として「投資はしないが投機はする」という風潮はある。例えば暗号資産や外為証拠金取引(FX)などは流行るが、投資信託を主軸とする伝統的な運用方法はそれらに比べて不人気な印象がある。なぜそうなのかはよく分からないが、日本人の気質として「すぐ結果が見える」という性質が好まれるのだろうか。暗号資産やFXに金銭を投じることの是非をここで論じるつもりはないが、それは「投資よりも投機」と表現した方が正確だろう。ボラティリティが極端に高い資産へ資源を集中させるのは理論的にも正当化される姿勢ではない。2022年であれば単にドル預金しておくだけでも資産は最大+30%近くも増えたことになる。暗号資産のように短期間のうちに資産が十倍になるようなポテンシャルは見込めないが、円金利の情勢を思えば破格のリターンだったと言える。

～「プロの体感」と「アマの体感」が同じとは限らない～

元より外貨建て資産への分散投資は理にかなった投資行動だが、日本人は「合理的だからやる」よりも「皆がやっているからやる」という動きに収束しやすい。今年、新聞、テレビ、雑誌といった高齢者層にリーチ力のありそうなメディアでも「円建て資産だけを保有する危うさ」が散々喧伝されていただけに、金融市場(プロ)における「円安は終わった」という言説にもかかわらず、家計部門(アマ)における外貨建て資産への運用意欲は2023年以降も持ち越されるかもしれない。特に若年世代ではその動きが顕著になる可能性がある。ちょうど1年ほど前、日本経済新聞のインタビューに対し大手ネット証券会社の社長が「若者の投資は消費感覚」と述べていたが¹、今や外貨建て資産への投資はわざわざ銀行で手数料を払って対面手続きをしなくてもスマホで実行できてしまう。

いくら金融市場(プロ)で「円安は終わった」と言われても、家計部門(アマ)は日常生活で「円の弱さ」を体感しているはずである。先週の本欄でも論じたように、名目ベースの円高が終わっても実質実効為替相場(REER)ベースで見れば「安い日本」は明確に残っている(図)。市場参加者の関心はあくまでFRBを筆頭とする米国の金融政策と金利情勢に付随した株・為替動向に集中しやすいが、それは金融市場(プ



¹ 日本経済新聞『若者の投資は消費感覚 楽天証券・楠社長に聞く』2021年12月28日

ロ)の話であって家計部門(アマ)の話ではない。例えば個人が今、海外旅行に出かけたとして1ドル150円でも120円でも「あらゆるものが高い」という実感に大差はないはずだ。そもそも賃金・物価情勢に応じて定価設定の時点で高いのである。為替は二次的な上乗せ要因に過ぎない。

「名目賃金は伸びないが、物価が上がる」という状況に直面した家計部門からすれば、外貨建て資産への投資はかなり手っ取り早い防衛手段である。今後も円安発・輸入物価経由のインフレ高進はしばらく日本経済を覆うだろう。経験則に照らせば、円安で引き上げられた輸入品の価格が円高で元に戻ることは殆ど期待できない。その間、名目賃金はもちろん横ばいなのだから、実質所得環境は確実に劣化したままである。こうした状況が極まっていけば、外貨建て資産で運用することが「投資」以前に「防衛」の行動として選択される可能性はある。

少なくとも円高が日本経済の宿痾のように語られていた時代は貿易黒字の消滅と共に過ぎ去っている。あとはそれを市井の人々がどう受け止め、行動に起こすかである。2022年はそうしたことを考える1つの契機になる年であったように思える。

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

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12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか?
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか?
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
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～
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～日銀がスケ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プ化構想～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)