みずほマーケット・トピック（2023 年 6 月 6 日）

「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？

昨年来の本欄では「家計の円売り」こそ最大のリスクと論じてきた。「国内から海外へ」という資産運用の動きは過去数年で少しずつ見られ始めており、例えば外国株式への投資に伴う円売りなども今次円安局面に寄与している可能性がある。日本人は合理性よりも「皆がやっているからやる」という空気で行動変容が起こりやすい。海外から日本へやってくる訪日外国人観光客（インバウンド）は「弱い円」の裏返しである「強い外貨」を背景として旺盛な消費・投資意欲を発揮し続けている。日本人の多くは「こんな高いホテル誰が泊まるのか」、「どうせインバウンド向けでしょう」という会話をしたことがあるのではないか。これは「弱い円」と「強い外貨」に対する諦観に基づいた会話であり、「もう円で買えるものは少なくなっている」という日本人の胸中が透ける。このような状況が極まっていった場合、合理的な経済人であれば、資産を「弱い円」ではなく「強い外貨」で持つという意欲は強まるはず。本当の円安リスクはまだ顕在化していない。

～「家計の円売り」の胎動～

ドル/円相場は年初来高値圏での取引が続いている。この原因をどこに求めるかは識者により見方が異なるものの、筆者は円相場を取り巻く基礎的需給環境の変化から目を逸らすべきではないという立場を続けている。需給環境と言った場合、象徴的には国際収支統計を軸に議論を展開するのが基本だが、家計の金融資産構成の動きに着目する価値も大きい。周知の通り、日本の家計金融資産は 2000 兆円にも及ぶため、多少の構成変化でも大きなインパクトになり得る。周知の通り、日本の家計金融資産は現状、97%が円建て、しかも 55%が現預金という保守的な構成にある（図）。リスクテイクに動く余地という意味では相当に大きい状況にあり、それが外貨だった場合の為替への影響は気がかりである。

本邦家計部門の金融資産構成（2022年12月末）

	金額（兆円）	構成比（%）
総資産	2,022.8	100.0
外貨性	62.4	3.1
外貨預金	6.3	0.3
対外証券投資	20.9	1.0
投資信託	35.2	1.7
円貨性	1,960.4	96.9
現預金（外貨預金を除く）	1,109.8	54.9
国債等	25.6	1.3
株式・出資金	199.3	9.9
投資信託（外貨部分を除く）	56.2	2.8
保険・年金準備金	536.3	26.5
預け金など	33.1	1.6

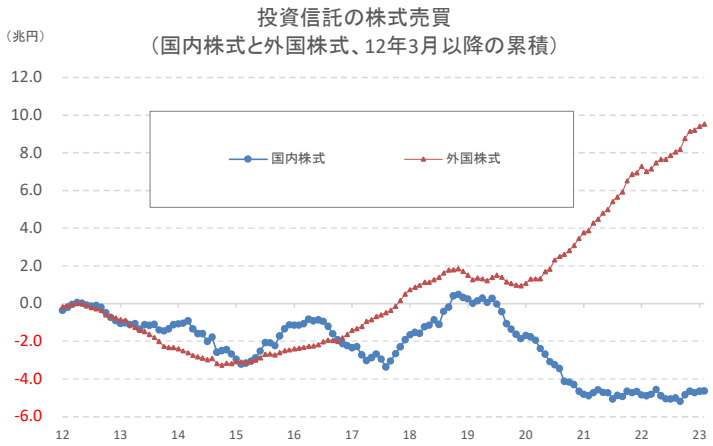
（資料）日本銀行「資金循環統計」から試算。

この点、気になる報道も断続的に見られている。例えば、ちょうど 1 か月前の日本経済新聞（2023 年 5 月 1 日）は『外貨資産「増やした」4 割　若手投資家、日本より米国株』と題し、若年層ほど外貨建て資産の比率を増やしてることを報じた。かねて本欄ではこうした「家計の円売り」こそ円相場ひいては日本経済が抱える最大のリスクではないかと論じてきた[1]。記事中で紹介されていたアンケート結果に目をやると「外国企業の方が日本企業よりも期待リターンが高いから」、「右肩上がりの成長

[1] 例えば本欄 2022 年 9 月 12 日号『動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～』などをご参照下さい。また、拙著『強い円はどこへ行ったのか』（日経 BP 社）でも同様の議論は詳しくさせて頂いている。

が不可能となり、日本株を長期で保有するにはリスクがある」など、内外の成長格差への意識が透ける。これから投資をする個人にとって国内よりも海外という志向は概ね共通する志向だろう。

こうした「国内から海外へ」という資産運用の動きは今に始まったものではなく過去数年の潮流である。例えば投資信託経由の株式売買動向に目をやると2015 年以降、じわじわと買いが積み上がる外国株式に対して国内株式の取得意欲は非常に弱く、2019 年以降は国内から海外への代替が進んでいるかのような構図にも見える。同統計からでは為替ヘッジの有無までは判別できないものの、こうした外国株式(恐らく多くは米国株式)への投資を通じた円売りも今次円安局面に寄与しているのではないかと推測される。

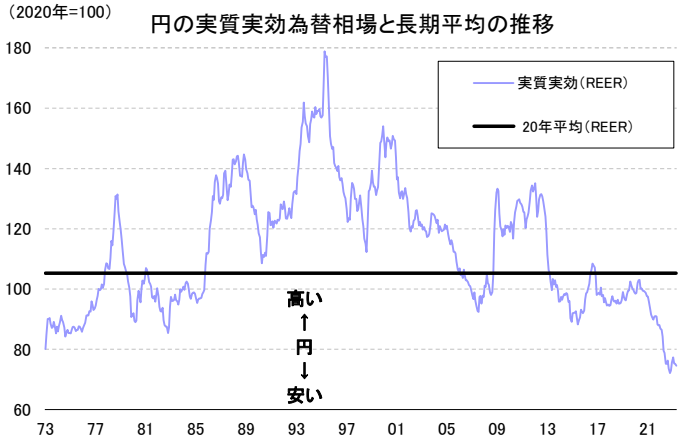


(資料)投資信託協会、※2023年4月までのデータ。

～「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？～

もっとも、上述した通り、家計金融資産の半分以上はまだ円建ての現預金に集中している。よって、外国株式への投資などが過去に比べて盛り上がっているのは事実としても、そうした「日本人の円売り」が資金循環構造を根本的に変容させるような状況にはまだない。

しかし、任意となっても大多数が続けているマスク着用のように、日本人は合理性よりも「皆がやっているからやる」という空気で行動変容が起こりやすい。冒頭の日経報道で指摘されたように、外貨建て資産を増やす層がこのまま増えていけば、どこかでそれが多数派として空気を形成することになる。もはや窓口で高い手数料を払って外貨を購入する必要はなく、スマートフォン操作で簡単に外貨建て資産を購入できてしまう。動く時は一気に動く恐れは常にあるはずである。実際、「半世紀ぶりの安値」が続く実質実効為替相場(REER)が象徴するように、日本が海外に対して持つ購買力はこの上なく弱まっている(図)。よって外貨運用を増やすこと自体に相応の合理性もある。円の購買力が弱いからこそ海外から輸入される財の値段が押し上げられ、毎日のように値上げが報じられる状況に直結する。



(資料)BIS

片や、海外から日本へやってくる訪日外国人観光客(インバウンド)は「弱い円」の裏返しである「強い外貨」を背景として旺盛な消費・投資意欲を発揮し続けている。日本人の多くは「こんな高いホテル誰が泊まるのか」、「こんな高い鮨、誰が食べるのか」、「どうせインバウンド向けでしょう」という会話をしたことがあるのではないか。これは「弱い円」と「強い外貨」に対する諦観に基づいた会話

であり、「もう円で買えるものは少なくなっている」という日本人の胸中が透ける。こうした状況に対し名目賃金が騰勢を強めてくれば良いが、大きな望みは持てない。今朝発表された 4 月実質賃金は前年比▲3.0%と 13 か月連続でマイナスだった。日本人の懐事情は確実に貧しくなっている。

こうした状況が極まっていった場合、合理的な経済人であれば、資産を「弱い円」ではなく「強い外貨」で持つという意欲は強まるはずである。毎日のように「円は安い(≒外貨は高い)」という情報に晒されていけば、自国通貨の脆弱性に愛想を尽かす向きは増えて当然である。事実、円の対ドル相場は 2019 年 12 月から足許までの間に▲30%弱も下落している(※110 円から 140 円への変化と仮定)。これまで最も安全だと考えられていた「自国通貨建ての現預金」に置いておくだけでこれほど目減りしてしまった以上、何らかの形で対策を打とうと考えるのが普通である。円安が 2022 年の一過性の動きで終われば良かったが、2023 年に入ってからもしっかり持続している。必然的に「円から外貨へ」という投資意欲を持つ層は増えてくるだろう。

～資産運用というより資産防衛～

こうした動きは広義には「貯蓄から投資へ」という意味合いを孕むが、筆者は若干異なるように思っている。「貯蓄から投資へ」のスローガンが企図するのは資産運用を通じて保有資産を増やしていこうという「攻め」の姿勢転換だろう。だが、上述のような諦観に起因する「弱い円」から「強い外貨」へという動きは資産運用というより資産防衛であり、保有資産を減らないようにしようという「守り」の姿勢転換と言える。高度経済成長以降、日本人は円高に悩んだことはあっても円安に悩んだことはなかった。だからこそ、今後起きることも未知の展開になる可能性があると筆者は危惧している。

2022 年 12 月末時点で日本の家計が保有する円の現預金は約 1110 兆円だった。この 10%が「強い外貨」に移ろうとするだけでも 110 兆円規模の円売りが起きる。5%なら 55 兆円だ。2022 年の経常黒字が約+11 兆円なので、日本の年間経常黒字の 5～10 年分が家計の外貨シフトで相殺されるイメージになってしまう。ちなみに、その経常黒字自体も第一次所得収支黒字を主軸としているため実需としての円買いは乏しいのではないかという実情も過去の本欄[2]では詳しく議論している。このような日本の需給環境の下で「日本人の円売り」が焚きつけられた場合、円相場は相当にまとまった幅で下落する懸念があるのではないか。裏を返せば、昨年直面した 113 円付近から 152 円付近までの円急落は「日本人の円売り」を抜きにして起きた現象であり、その意味で限定的な円安相場だったという見方もできる。本当の円安リスクはまだ顕在化していないという目線を持ちたい。

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。

[2] 本欄 2023 年 4 月 10 日号『第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～』をご参照下さい。

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
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版（コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～）
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版（32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～）
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年4月分）
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版（米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～）
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版（インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～）
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年3月分）
2023年4月14日	週末版（FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～）
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバリゼーション（slowbalization）
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版（日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～）
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数（HICP）の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版（鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～）
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年2月分）
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版（1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～）
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版（賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～）
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版（本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～）
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年1月分）
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版（当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～）
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版（史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～）
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年12月分）
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版（依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～）
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版（史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～）
2022年12月21日	日銀の政策修正関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～）
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年11月分）
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～