

みずほマーケット・トピック(2023年6月13日)

## 家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～

政府が先週公表した2023年の「骨太の方針」原案では「2000兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する「資産運用立国」を実現する」といった文言が見られた。過去の本欄でも議論したように、「2000兆円の家計金融資産を開放」することの功罪は慎重に吟味する必要がある。家計金融資産の開放にまつわる懸念は主に2つある。第一に為替、第二に金利への懸念。前者は先週の本欄で取り上げた通りだが、後者への懸念も小さいものではない。家計金融資産が解放されることで長年日本経済が享受してきた国債の安定消化構造に影響が及ぶ可能性はないのか。仮に、政府の希望通りに「貯蓄から投資」が盛り上がった場合、国債は無難に消化されるのか。「眠っている」と表現される現預金は銀行部門経由で国債購入に充てられている。それが眠りから目覚め、例えば外貨建て資産へ投資された場合、日本の銀行部門の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。仮に海外部門に購入して貰うならば金利上昇は必至である。「資産運用立国」論にも正当性はあるが、それに付随して懸念される為替や金利といった国民生活に直結する変数への大きな影響はあまり議論されていない印象。

### ～家計金融資産の「開放」を目指す政府～

政府は先週7日、2023年の「経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)」の原案を公表している。ヘッドラインでは新型コロナウイルス対策を筆頭に有事で膨らんだ財政出動を平時に戻すことがクローズアップされているものの、原案では以下のような言及も目を引いた:

- 2000兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する「資産運用立国」を実現する。そのためには、家計の賃金所得とともに、金融資産所得を拡大することが重要であり<中略>これらによる家計所得の増大と併せて、持続可能な社会保障制度の構築、少子化対策・こども政策の抜本強化、質の高い公教育の再生等に取り組むことを通じ、分厚い中間層を復活させ、格差の拡大と固定化による社会の分断を回避し、持続可能な経済社会の実現につなげる。

本欄では繰り返し議論しているように、「2000兆円の家計金融資産を開放」することの功罪は慎重に吟味する必要がある。家計金融資産の開放にまつわる懸念は主に2つあると筆者は考えている。第一に為替、第二に金利への懸念である。前者は先週の本欄で取り上げた通りだが、「現状、95%以上が円建て資産で構成される2000兆円の数%でも外貨建て資産へシフトすれば大変な円安圧力を生む」という懸念だ。2022年に直面した「史上最大の円安」は社会問題化するほどの震度だったものの、家計金融資産が外貨建て資産に向けて開放されたわけではなかった。仮に、家計部門がリスク許容度を高め、国内から海外に目を向けた場合、どれほどの円安相場が実現し、また、それが輸入物価上昇を通じてどれほど日本経済の足枷になってくるのかという問題意識は抱かざ

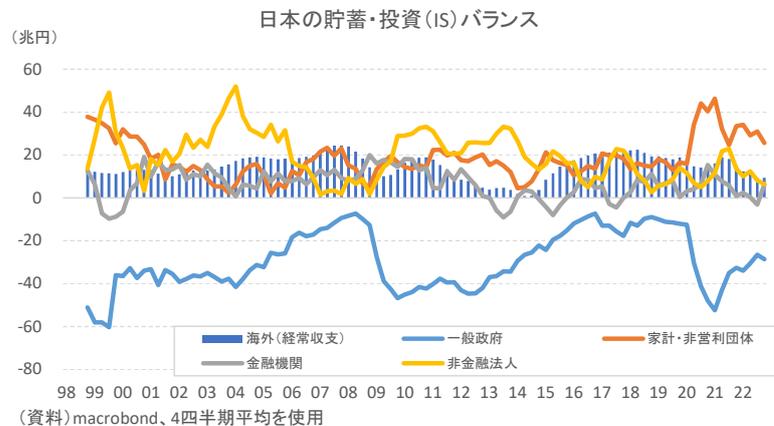
るを得ない。「安い日本」を象徴する出来事は枚挙に暇がなく、そのような社会情勢から自国通貨の脆弱性を懸念し、外貨建て資産に関心を持つ層は今後増える可能性が高い。その上で政策的にも「貯蓄から投資へ」を声高に叫べば、余計にその雰囲気は強まる恐れがある。

### ～円金利への影響と資金循環構造の実態～

第二の懸念は円金利への影響だ。家計金融資産が解放されることで長年日本経済が享受してきた国債の安定消化構造に影響が及ぶ可能性はある。家計や企業が円建て現預金という運用形態を取ってきた背景には日本経済に期待される成長率が低迷しているからという事情がある。低成長に最適化された運用先が自国通貨建て現預金という(理論的には)最もリスク量が小さい資産クラスだったのであり、そこに合理性はあった。民間部門が下した合理的な決断を政策的に開放しようと揺さぶった場合、これが為替や金利にもたらす危険性はもっと認知されても良いように思える。

#### 家計金融資産の開放と円金利への

影響を理解するためにはまず、資金循環構造を正確に理解する必要がある。家計や企業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、そうした民間部門(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。銀行部門を主語として言い



換えれば、預かった現預金を国債に投資してきたという話だ。そうすることで日本経済の資金循環はバランスしてきたのである。厳密にはそれでも国内全体に貯蓄過剰が生じるため、その分、海外部門が貯蓄不足(≒経常黒字)になることで経済全体の貯蓄・投資が均衡するという構図が続いてきた(図)。こうして完成された「民間部門(家計と企業)の貯蓄過剰」は日本低迷の結果であり、円建て現預金への傾斜もその現象の1つの結果に過ぎない。

今年度の「骨太の方針」原案を見てもこの点に理解の齟齬があるように思えた。原案では家計金融資産の開放が「持続的成長に貢献する」と謳われている。ということは、「家計金融資産が解放されなかったため、持続的成長が損なわれてきた」という問題意識があるとも言える。つまり「貯蓄は低成長の原因」という見方だ。しかし、低成長が予見されているのに家計が株式への投資を積極化させたり、企業が設備投資を積み上げたりする理由は無い。「貯蓄は低成長の原因」ではなく「貯蓄は低成長の結果」という方が実情に近いのではないかと。

なお、銀行部門、特に民間銀行が国債を多く保有する実情を捉えて「銀行の役割は貸出なのに国債運用ばかりしている」という批判は断続的に見られてきたが、これも因果を取り違えている。銀行の本質的な役割は貸出ではなく「経済全体の資金過不足を均すこと」だ。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」が銀行部門に期待される役割である。日本の銀行部門において貸出が盛り上がりず国債投資が増えたのは、低成長の結果として「資金を持て余している主体」となった家計や企業から、成長の下支えを強いら

「資金を必要としている主体」となった政府へ、銀行を介して資金が融通されたというだけの話である。低成長に合わせ銀行の本質的役割である「資金過不足の調整」が機能したとも言える(厳密には黒田体制以降で民間銀行から日本銀行への国債移管が進んだが、銀行部門には変わらない)。

まとめると、これまでの日本で「貯蓄から投資」が進まなかったのは「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。円建て現預金を中心とする家計金融資産の構成も、それを原資として低位安定する国債利回りも、一国経済の地力を反映した結果であり、その結果を力づくで変えようとしているのが「資産運用立国」論である。

### ～日本人が貯蓄しないなら誰が国債を買うのか？～

善悪は別にして「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円金利の安定という意味では盤石だった。家計金融資産を開放し「貯蓄から投資」を政策的に促すことは、この消化構造を揺さぶる行為でもある。仮に、政府の希望通り、「貯蓄から投資」が盛り上がった場合、国債は無難に消化されるのか。しばしば「眠っている」と表現される現預金は銀行部門経由で国債購入に充てられている。それが眠りから目覚め、例えば外貨建て資産へ投資された場合、日本の銀行部門の代わりに国債を買う経済主体を見つける必要がある。海外部門に購入して貰う展開はあり得るが、国内投資家のような低利での購入は望めない。円金利上昇は円安同様、国民生活に直結する話であるため、こうした懸念は小さなものとは言えないだろう。

もちろん、実際問題として、日本の家計金融資産の構成が過度に保守的である可能性は否めず、「資産運用立国」論にも正当性はある。しかし、それに付随して懸念される為替や金利といった国民生活に直結する変数への大きな影響はあまり議論されていないように感じる。既に制度的な枠組みが出揃ってしまっているが、例えば iDeCO (個人型確定拠出年金) や NISA (少額投資非課税制度) の抜本的な拡充が図られるにしても円建て資産と外貨建て資産えでは受けられる恩恵に差があっても良かったのかもしれない。もしくは将来的に家計金融資産の変動が為替や金利に大きな影響を持っているという議論が活発化した場合、そのような修正が検討される可能性はあるだろうか。いずれにせよ日本において資産運用が活発化しなかった背景を検討する際には、日本人特有の保守性や金融リテラシーの欠如に求める発想も必要とは思われるが、日本経済が強いられてきた厳しい経済環境も併せて考慮すべきではないかと考える。

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](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
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遅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	「世界中が欲しがれる財・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～円安見直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ライゼーション(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/円相場見直しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり強い円高シナリオ～)
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見直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/円見直しに影響なし～
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	日銀の政策修正に関する論点整理～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