

みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 21 日)

「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門

岸田政権の掲げる「資産運用立国」に乗じて家計の資産運用を取り上げる報道が増えている。安全であったはずの現預金に放置しておくだけで対ドルでの価値が大きく目減りした近況を踏まえ、日本でも「持たざるリスク」がそろそろ認知され始めても不思議ではない。日常生活に関係する財・サービスの価格が著しく値上がりしている背景に昨年来の円安相場が寄与しているのは周知の事実であり、こうした状況も「持たざるリスク」を気づかせる契機になるだろう。内外物価格差を加味した実質実効為替レート(REER)は23年7月時点で71年8月以来、半世紀ぶりの低水準を更新中。なお、過去を振り返ると、名目ベースで円高が進んでもREERベースの修正は進んでいない。本当の問題は「1ドル＝〇〇円」という「名目為替レート」ではなく、財・サービスに付けられている「値札」の違い。値札の違いは賃金格差に起因している。賃金格差は簡単に埋まらない。とすれば、少なくとも名目為替レートで負けている部分くらいは外貨運用を通じてヘッジしようという発想に至るのはごく自然な話。「家計の円売り」は引き続き大きなリスクだ。

～「持たざるリスク」に直面する日本の家計～

岸田政権の掲げる「資産運用立国」に乗じて家計の資産運用を取り上げる報道が増えている。2024年以降にNISAの非課税投資枠が大幅に拡充されることもあって、投資先の取捨選別は多くの家計にとって自分事になっているという面もあるだろう。先週19日の日本経済新聞は『現預金が10年で2割減も？インフレ下のリスク』と題し、日本の家計部門が資産の大宗を寄せる円の現預金で保有することの

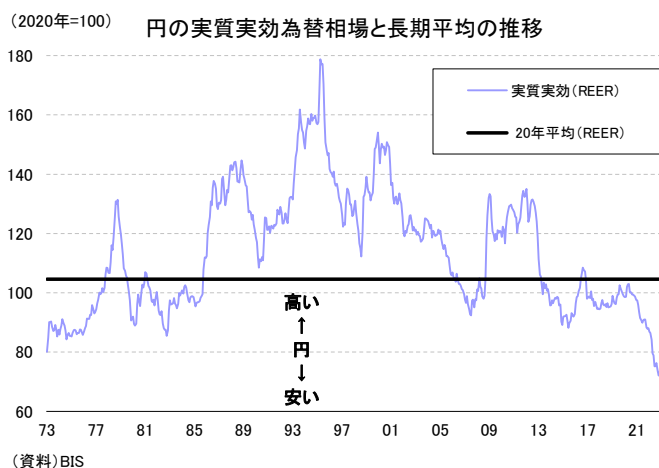


リスクを特集している。日経新聞では21日にも『機会損失 2000兆円、運用立国に挑む「ふやす文化」推進』と題し、やはり類似の論点を取り上げている。機関投資家においては「キャッシュ潰し」という言葉があるくらい「現金を無用に持つリスク」が意識されるが、日本の家計部門ではむしろ「沢山持って置くと安心」という認識が未だ強いものだろう。だが、後述するように、安全であったはずの現預金に放置しておくだけで対ドルでの価値が大きく目減りした近況を踏まえ、「持たざるリスク」がそろそろ日本でも認知され始めても不思議ではない。図を見れば分かる通り、ドル/円相場の歴史は基本的に「円高の歴史」だった。よって、為替変動だけに焦点を当てれば「円の現預金」は賢明な選択だったことになる。「円高の歴史」が「デフレの歴史」だったので、理論通りの展開である。

しかし、2022年、円は対ドルで最大▲30%、対ユーロでは最大▲18%下落している。通年で見

でもそれぞれ▲12%と▲7.5%だった。ちなみに過去3年間(2019年末と2022年末)で比較した場合、対ドルでは▲17%、対ユーロでは▲13%と下落幅は広がる。今年に入ってから日常生活に係る財・サービスの価格が著しく値上がりしているように感じるのはこうした名目ベースでの円安傾向も当然影響している。こうした状況も「持たざるリスク」を気づく契機になってくるだろう。

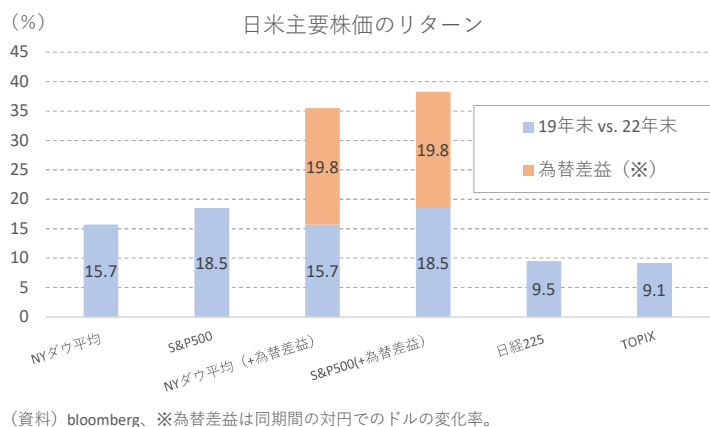
なお、過去の本欄でも強調しているように、2012年前後からドル/円相場は円高になりにくくなっている。これは前頁図を一瞥すれば分かるだろう。これはちょうど趨勢的に貿易黒字が稼げなくなった時期と符合する。円相場が構造的に変わり始めたのが10年程前であり、そこに近年ではデジタルやコンサルティング、研究開発といった「新時代の赤字」が重なっていることが円相場の軟調を招いているというのが筆者の仮説である。なお、上述の円相場動向は名目ベースの話で、物価格差を加味した実質ベースはさらに円の減価が大きくなる。



内外物価格差を加味した実質実効為替レートは2022年通年で▲14%下落している。その後もREERは続落しており、2023年7月時点の水準(70.24)は1971年8月以来、半世紀ぶりの低水準に沈んでいる。

～「株価の劣後」+「為替の劣後」～

資産運用を検討する上で重要なことは、こうした日本の劣後は通貨という資産クラスにとどまっていないということだ。上述の日経新聞記事では機会損失2000兆円という仰々しいヘッドラインが踊っていた。その数字を額面通り受け止めるかどうかは脇に置くが、米国株やドル/円相場の動きを踏まえる限り、相当大きな「持たざるリスク」が存在したのは事実である。例えば、株価指数で見た場合、直近3年間(2019～2022



年)に関して言えば、日経平均株価指数やTOPIXが+9%程度の上昇率だったのに対し、NYダウ平均株価指数やS&P500指数は+15～18%程度と倍程度のリターンがあった。その上でそうした米国の主要株価指数に為替リスクをヘッジせずに投資していた場合、円安・ドル高による為替差益もオンされることになる(図)。むしろ過去3年間について言えば、ドル/円相場の変化率の方が大きかったくらいだ。2022年に関して言えば、米国の主要株価指数は調整局面にあったが、円投していたことで為替差益に助けられたという投資家は多いだろう。

もっとも、株価のパフォーマンスに関して言えば、日本が米国に劣後している構図は今に始まっ

たことではなく、長年続いてきたものだ。にもかかわらず、それが問題視されるようなことは特になかった。これは株価のパフォーマンスが海外に対して大きく劣後しても日常生活に直接的な痛みを感じることは無いからだろう。しかし、為替はそうはいかない。自国通貨が外貨に対し下落しても「海外旅行に行かないから関係ない」という話にはならず、輸入物価経由で一般物価に影響が及ぶことになる。多少の円安ならばそれも企業部門が吸収することで家計部門の痛みには発展しない。しかし、2022 年以降のように、短期間でここまで下落するとさすがに価格転嫁は止められない。かくして家計部門は現在、「円の現預金」以外の資産クラス、厳密に言えば外貨建て資産について「持たざるリスク」をこの上なく感じ取りやすい状況に陥っていると考えられる。

～米利下げを待つ意味はあるか？～

本欄では四半期に一度、日銀から資金循環統計が更新されるたびに最新の数字を用いて「家計の円売り」こそ日本経済が抱える最大のリスクだと議論を重ねてきた。2023 年 3 月末時点で円の現預金は 1100 兆円で家計金融資産(2043 兆円)の 54% を占める。現状、累次の利上げを経て 1 年物の米ドル定期預金でも 4～5%の金利は付く状況にあるが(※もちろん、各行によって条件は異なる)、未だ日本人にとって最大の資産クラスは金利の全く付かない自国通貨の現預金である。過去 1 年半で円のドルに対する購買力が最大▲30%も下落し、今も殆ど修復されていない状況が続く中、いくら保守的な日本の家計部門でも円から外貨へのシフトを検討し始めても不思議ではない。それを考えさせる契機となる値上げも止む気配がない。

この点、プロである有識者をして「米国経済のリセッション入り、これに伴う米利下げ」が次の大きな展開だと指摘される状況にある中、「それを待ってからにしよう」と考える向きも多いと推測する。しかし、本当の問題は「米国経済のリセッション入り、これに伴う米利下げ」という局面に至ったとして、本当に円高・ドル安が進むのかという話である。もちろん、進むだろう。しかし、貿易収支だけではなくサービス収支からも外貨流出が拡大する中、100～120 円といったかつてのレンジに復帰できる勝算はあるのだろうか。常々主張しているように、筆者は難しいのではないかと感じている。『中期為替相場見通し』では今後 1 年で利下げ議論の台頭は予見されるものの、130 円割れを臨む展開は難しいと見ている。円安が長引けば諦観と共に外貨運用に動く層も出てくるかもしれない。

～問題は「為替レート」よりも財・サービスに付く「値札」～

百歩譲って、100～120 円のレンジに戻ったとしよう。しかし、それは名目ベースの世界の話であって、実質ベースの世界の話は別である。例えば今年 1 月、ドル/円相場は 127 円台まで下落し、これが今年の年初来安値となっている。前年 11 月の 152 円付近と比較すれば▲16%の下落であった。つまり、円から見れば+16%上昇している。しかし、同じ期間(2022 年 10 月～2023 年 1 月)の

本邦家計部門の金融資産構成(2023年3月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,042.8	100.0
外貨性	66.9	3.3
外貨預金	6.4	0.3
対外証券投資	24.2	1.2
投資信託	36.3	1.8
円貨性	1,976.0	96.7
現預金(外貨預金を除く)	1,100.2	53.9
国債等	26.6	1.3
株式・出資金	225.7	11.0
投資信託(外貨部分を除く)	59.2	2.9
保険・年金準備金	534.3	26.2
預け金など	29.9	1.5

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

円の REER は+7.1%しか戻っていない。名目の世界で円が買い戻されても、実質の世界で劣後した日本の物価環境は簡単には修正されない。例えば現在、ニューヨークでミネラルウォーター(500ml)は 2〜3 ドルという(もし違っているということがあればご指摘頂きたい)。日本で同量のミネラルウォーターは 100 円前後だ。極端な話、1ドル 100 円まで円相場が急伸しても、米国のミネラルウォーターの値段は日本のそれに比べて 2〜3 倍高いということになる。

つまり、本当の問題は「1 ドル=〇〇円」という「名目為替レート」ではなく、財・サービスに付けられている「値札」の違いである。値札の違いは賃金格差に起因している。賃金格差は簡単に埋まらないだろう。日本より高い賃金コストをかけられて提供される財やサービスは高くなるのは当然である。日本が海外から財を輸入するにあたっては結局、こうした賃金格差が乗せられた支払いを強いられることになる。これが「実質(≡REER)ベースで見れば半世紀ぶりの円安」の正体である。賃金は直ぐには上がったりしないことを思えば、少なくとも名目為替レートで負けている部分くらいは外貨運用を通じてヘッジしようという発想に至るのはごく自然な話だ。「持たざるリスク」を感じる人々が増えれば、その動きは潮流になってくるだろう。日本では合理性よりも「皆がやっているからやる」というのが行動基準になりやすい。今のところ、資金循環統計でそうした動きを捕捉するには至っていないものの、その胎動を感じさせるニュースは散見され始めていることは念頭に置きたい。

金融市場部
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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値を確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEDドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
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～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
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～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	「世界中が欲しがらる財・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～