

みずほマーケット・トピック(2023 年 9 月 20 日)

23 年 4～6 月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～

4～6 月期の日銀資金循環統計によれば約 2115 兆円にのぼる家計金融資産のうち、依然として円貨性資産が約 97% (2041 兆円) を占め、そのうち円貨性の現預金が約 53% (1111 兆円)。家計部門の運用傾向が保守的であるという状況は未だ健在である。だが、保守的傾向の中にも変化の胎動はある。株高を背景として株式・出資金の比率は 12.7% まで上昇。これは過去最高値 (12.9%) に肉薄する水準であり、近々にピークを更新するかどうかは注目したい。また、外貨性資産も 3.2% から 3.5% へ +0.3% ポイントと微増している。ちなみに、2000 年 1～3 月期の外貨性資産の比率は 0.9% だったので、過去 20 年余りで比率が 4 倍になったことになる。徐々に、しかし確実に「貯蓄から投資」は「円から外貨」という形では進んでいる。足許では大手行の一角において米ドル定期預金の金利が引き上げられたことが話題だが、高齢者層にリーチするだろう大手行でそうした動きが注目され、大々的に報じられたことの意味は侮れない。資金循環統計の趨勢はスマホで外貨を買うような若年層もさることながら、高齢者層の動きが重要になる。

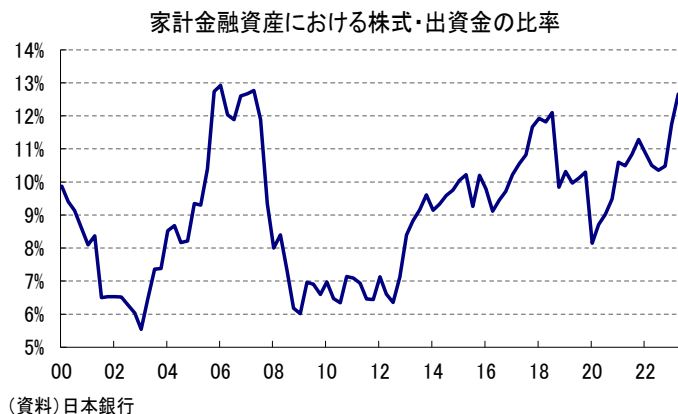
～「貯蓄から投資」の胎動～

本日は 4～6 月期の日銀資金循環統計が公表されている。「資産運用立国」の旗印の下、政府・与党が「貯蓄から投資」を後押しする報道が連日続いているが、その進捗度を測る目安になるのが資金循環統計であり、政策運営上の注目度は今後増してくるだろう。以下の表は家計金融資産に関し、2022 年 12 月末から 2023 年 6 月末の半年間の変化を見たものである。約 2115 兆円にのぼる家計金融資産のうち、依然として円貨性資産が約 97% (2041 兆円) を占め、そのうち円貨性の現預金が約 53% (1111 兆円) である。日本の家計部門の運用傾向が保守的であるという状況は未だ健在と言って良い。だが、保守的傾向の中にも変化の胎動が見られないこともない。例えば春先以

本邦家計部門の金融資産構成 (2023年6月末)			本邦家計部門の金融資産構成 (2022年12月末)			2022年12月末から2023年6月末にかけての変化	
	金額(兆円)	構成比(%)		金額(兆円)	構成比(%)	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,114.9	100.0	総資産	2,037.5	100.0	77.4	
外貨性	74.1	3.5	外貨性	64.4	3.2	9.7	0.3
外貨預金	6.6	0.3	外貨預金	6.4	0.3	0.2	▲ 0.0
対外証券投資	26.0	1.2	対外証券投資	22.7	1.1	3.3	0.1
投資信託	41.5	2.0	投資信託	35.2	1.7	6.2	0.2
円貨性	2,040.8	96.5	円貨性	1,973.1	96.8	67.7	▲ 0.3
現預金(外貨預金を除く)	1,110.8	52.5	現預金(外貨預金を除く)	1,109.9	54.5	1.0	▲ 1.9
国債等	27.5	1.3	国債等	25.6	1.3	1.9	0.0
株式・出資金	267.7	12.7	株式・出資金	213.5	10.5	54.2	2.2
投資信託(外貨部分を除く)	64.4	3.0	投資信託(外貨部分を除く)	56.6	2.8	7.8	0.3
保険・年金準備金	537.9	25.4	保険・年金準備金	532.8	26.1	5.1	▲ 0.7
預け金など	32.4	1.5	預け金など	34.8	1.7	▲ 2.4	▲ 0.2

(資料) 日本銀行「資金循環統計」から試算。

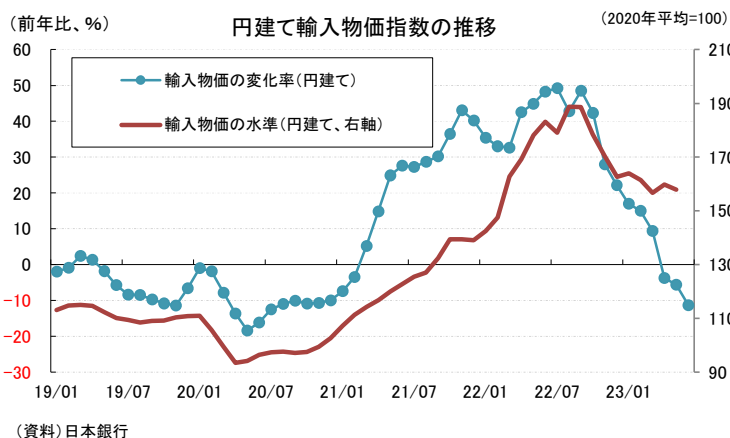
降の株高を背景として株式・出資金が12.7%まで上昇している。金融バブルと言われた2006年1～3月期につけた過去最高値(12.9%)に肉薄する水準であり、近々にピークを更新するかどうかは注目されるだろう(図)。また、筆者試算によれば、外貨性資産についても3.2%から3.5%へ+0.3%ポイントと微増している。しかし、金額にして約10兆円の増加は今の日本の為替需給を思えば小さいとは言えない。ちなみに、2000年1～3月期の外貨性資産の比率は0.9%だったので、過去20年余りで比率が4倍になったことになる(金額で言うと外貨性資産が約61兆円増えた計算になる)。徐々に、しかし確実に「貯蓄から投資」は「円から外貨」という形では進んでいることは知っておきたい。



～外貨預金金利の引き上げ報道が持つ意味～

なお、昨日は本邦大手行の一角において米ドル定期預金の金利が0.01%から5.3%へ引き上げられるという事実が大々的に報じられた。既にネット銀行では大分前から5%台での提供は始まっているし、条件によっては10%に迫る米ドル定期預金も販売されているため、金融商品に土地勘のある向きからすれば「今までの異様に低かっただけ」という感想が殆どだろう。しかし、上で見たような資金循環統計の趨勢を握るのはあくまでネットリテラシーが決して高くはない高齢者層であることを踏まえると、そうした層にリーチするであろう大手行でも金利引き上げが大々的に報じられたことの意味は侮れない。若年層であればスマホ片手に外貨を買うであろうが、そうした層の投資行動が資金循環統計の比率に反映されるのはまだ相当先だろう。それよりも窓口で手数料を払って外貨を購入していた世代の行動が変わる方が、日本の資金循環、ひいては円相場への動きに影響を与えやすいはずである。過去の本欄でも繰り返し論じてきたように、日本人は国際分散投資という理論的な王道を説くよりも、新聞・雑誌・テレビ等のメディアに扇動される中で「皆がやっているからやっている」という雰囲気があるからこそ初めて動くと思われる。

この点、変動為替相場制への移行後、これほど長きにわたって円安に伴う「負の側面」がクローズアップされたことはなく、「何もしないことのリスク」は黙っていても体感するところになっているはずだ。現実問題としてガソリンを筆頭とする日用品の価格が上がっているのは円安と資源高が併発した結果であり、名目賃金が物価高を相殺するほど上昇しないと見切った向きは資産運用によってカバーするという発想を持つだろう。契約通貨建ての輸入物価指数は変化率で見れば落ち



着いているものの、水準としては短期間にかなり高い水準へ引き上げられたまま止まっている(前頁図)。現状はこうした輸入物価の高止まりが、少しずつではあるが日常生活に浸透してきている局面と思われる。最近になって政府・与党が執拗に資産運用の必要性を説く背景には、名目賃金上昇に限界を覚える中、「ある程度、自分で何とかして欲しい」という思惑も透ける。

～依然最大のリスクは「家計の円売り」～

色々な考え方はあるものの、「弱い円」のリスクは外貨を買うことである程度ヘッジできることは事実である。これは「投資」であると同時に「防衛」であり、自己資産に危機感を覚えて初めて日本人が「貯蓄」一辺倒の状況を修正するという展開である。巨額の金融資産を抱える高齢者層が防衛意識に目覚めた時、約 1100 兆円の現預金が相応に動くことになる。仮に外貨建て資産へのシフトが 5%ならば約 55 兆円、10%なら約 110 兆円の円売りになる。年間 10 兆円強の経常黒字しか持たない(しかも恐らくその殆どが円に回帰してこない)日本からすれば、極めて大きな資金移動であり、円相場の急落を促す可能性は十分考えられる。少なくとも 1 ドル=152 円まで肉薄した 2022 年はそのような「日本人の円売り」は起きていなかった。近い将来、160 円や 170 円に行くと主張するつもりはない。しかし、巨大な円売り余地が家計部門に埋め込まれているのは事実であり、将来的にそのような水準に至る可能性は十分秘めていると考えるべきだろう。かねて述べているように、日本経済が抱える最大のリスクは「家計の円売り」であり、それが現実化した場合のインフレ状況は現在の比ではないだろう。そうなった場合、通貨・金融政策で抑止するのは相当に難渋するはずである。

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/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9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+ α 」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
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
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)
	年初来安値で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	ICE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～イ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