

みずほマーケット・トピック(2023年11月13日)

24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～

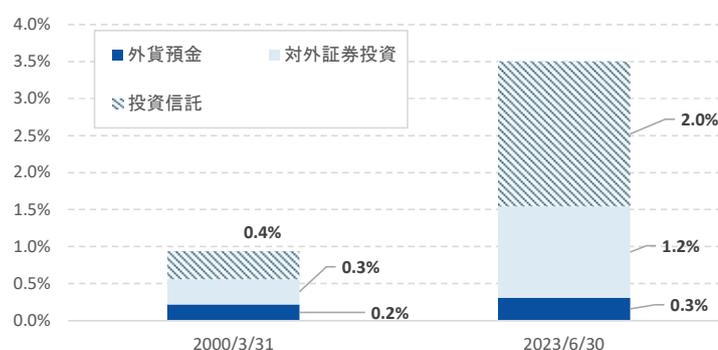
本欄では四半期に一度の日銀「資金循環統計」の更新に合わせて家計部門の金融資産構成を議論し、「家計の円売り」こそ為替市場ひいては日本経済にとって最大のリスクと繰り返し論じてきた。政府の旗振りも手伝い、今や資産運用を指南するような新聞・雑誌の特集は目にしない日が無く、関連取材や照会にはにわかに増えている。最近では高金利の外貨預金が頻りに話題となっているが、家計金融資産に占める外貨資産の割合は過去四半世紀(2000年3月～2023年6月末)で4倍になっているものの、外貨預金の比率は0.2～0.3%程度で横ばいだ。預金はあくまで外貨運用としてはマイナーな部類にとどまりそうである。片や、同期間に最も比率が顕著に上昇した外貨資産は投資信託で比率は4倍、金額では8倍になっている。最近では「投資性の高い保険商品」も外貨運用先として注目される。なお、資産所得倍増計画では金融教育を施すことで「新たな投資家層を創造する」という意図も透ける。「新たな投資家層」は円売りを担う存在だろう。「資産運用立国」元年となる2024年は、多くの個人投資家にとって「円売り」元年となるのか。想定外の円安リスクを警戒するという立場から本格的にウォッチしたい論点。

～「家計の円売り」の登竜門となる外貨預金～

本欄では四半期に一度の日銀「資金循環統計」の更新に合わせて家計部門の金融資産構成を議論し、「家計の円売り」こそ為替市場ひいては日本経済にとって最大のリスクと繰り返し論じてきた。現在、約1100兆円存在する現預金(除く外貨預金)のうち、10%でも外貨に向かえば110兆円の円売りに繋がる。これは当然円安に繋がる話だ。また、民間銀行部門の保有する現預金が日銀当座預金を介して国債消化に繋がっている現状があるのだから、「家計の円売り」は円金利にとってもリスクを帯びる話である。だが、そうしたリスクが指摘されながら、政府の旗振りも手伝い、今や資産運用を指南するような新聞・雑誌の特集は目にしない日が無い。

資産運用と円相場の関係性に着目した取材や照会も増えている。例えば11月3日付の日本経済新聞では『ドル定期預金の魅力増す 1年6%も、手数料に注意』と題し、国内主要行の外貨預金金利が軒並み高い水準にあることやこれにまつわるリスクが紹介されていた。日経新聞でこれほど大々的に「高金利の預金」が紹介されれば、食指を動かした層もいるかもしれない。外貨預金に関して言えば、リスクと言っても為替リスク

家計金融資産に占める外貨資産



(資料)日本銀行、投資信託部分は筆者試算

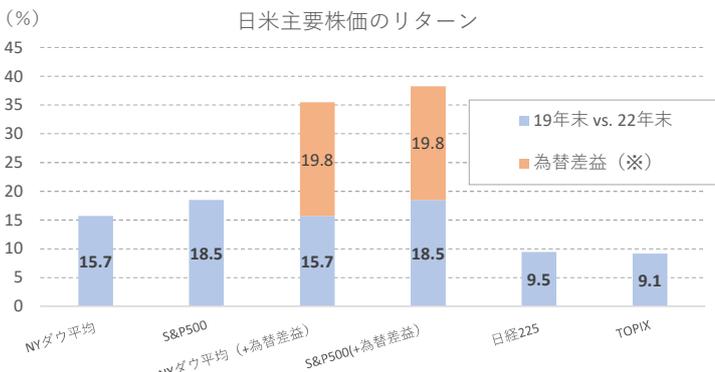
を除けばあくまで「預金」であり運用の手始めとしては極めて検討しやすい選択肢になることは想像できる。もっとも、過去四半世紀で見れば、家計金融資産に占める外貨資産の割合は2000年3月末の0.9%から2023年6月末の3.5%へ4倍になっているものの、外貨預金部分は0.2~0.3%程度で変わっていない(前頁図)。「貯蓄から投資」の本格化に伴い、これから比率が上昇してくる可能性は着目されるが、預金はあくまで外貨運用としてはマイナーな部類にとどまりそうだ。

～基本的には伸びているのは投資信託～

片や、過去四半世紀で最も比率が顕著に上昇した外貨資産は投資信託だ。前頁図に示すように、家計金融資産に占める外貨建て投資信託は比率にして0.4%から2.0%へ4倍になり、金額にして約5兆円から約42兆円へ8倍になっている(筆者の試算値)。外貨預金よりも価格変動リスクは高いものの、パンデミック以前からある米国株投資ブームに沿って投資信託経由の外国(≒米国)株式購入は強い勢いを維持していることが分かる。投資信託協会のデータを見てもパンデミックの始まった2020年以降、「国内株から外国株へ」のシフトは鮮明であり(右図・上)、それ自体が相応の円売りを包含した結果が今のドル/円相場の水準になっている疑いは否めない。なお、累次の利上げに伴って2022年以降、米国株式は大きな下落を経験したが、円を原資として米国株式に投資していた



(資料) 投資信託協会、※2023年9月までのデータ。



(資料) bloomberg、※為替差益は同期間の対円でのドルの変化率。

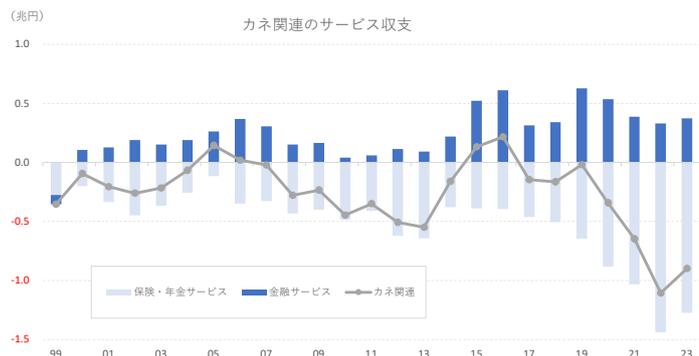
日本の家計部門は激しく進んだ円安・ドル高によって為替差益も得ており、トータルの上がりとしてはそれほどの痛手に至っていないと推測する。それは結果だけ見れば投資の成功体験であり、今後政府が「貯蓄から投資」を奨励していく上での追い風になる。ちなみに2019年末と2022年末の変化率で評価した場合、米国株投資から得られるリターンはキャピタルゲインそのものよりも為替差益の方が大きかった。同期間における米国株の主要インデックスが▲20%近く下がったとしても、為替差益だけで概ね乗り切れたイメージだ(図)。それほど円安の震度は大きいものであり、個人投資家の行動に持続的な影響を持つ可能性も十分考えられるだろう。

ちなみにQUICK社と日経ヴェリタスが共同実施した10月の月次調査<外為>では「資産運用立国構想は為替にどう影響するか」という質問が行われていた。ここでは「円相場への影響はない」との見方が63%を占めたものの、「円安方向に作用」との意見は26%、「円高方向に作用」は4%にとどまっていたのも事実だ。また、「ご自身の資産を投資する際に今後の運用対象として最も魅

力的だと思える金融商品は何ですか」という質問では国内株式(41%)と国内債券(3%)との回答が合計 44%、海外株式(39%)と海外債券(13%)との回答が合計 52%になっており、海外への投資意欲が強いことも分かる。さらに、「ご自身の資産を投資する際に最も魅力的な地域はどこだと思いますか。2 つまでお選び下さい」との質問では米国が 79%で圧倒的に多く、これに日本(44%)、インド(24%)が続いていた。為替への影響について確信は持てないものの、「自分の資産形成はドル建て資産を選ぶ」という本音が透ける。このような調査結果を見る限り、家計が「貯蓄から投資」を進めるほど、日本株への投資も進みつつ、同時進行で「円から外貨」も避けられないと思われる。

～保険商品として進む円売り～

なお、「低リスク資産を外貨で運用する」という選択は分かりやすさと安心感が相まって個人には受け入れられやすく、外貨建ての保険商品が流行している現状にも表れる。過去の本欄¹でも紹介したように、近年では投資性の高い保険商品を多く販売した国内保険会社がリスク量の増加に伴って海外へ再保険に出す動きが活発化しており、これがサービス収支



(資料) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」※23年は1-8月合計時点の数字

における保険・年金サービス収支赤字を拡大させている(図)。この傾向に関しては今年 8 月の日銀レビューでも指摘されていた。淡い推測だが、今後、外貨預金や外貨建て保険は今後、資産運用の登竜門的な位置づけとして理解されていくのかもしれない。それは「家計の円売り」が増加することも意味する。既に国際収支の一部項目に影響するほど、保険商品を通じた外貨運用は進んでいるのだから、「貯蓄から投資」はもう進んでいるという見方もできるのかもしれない。

～円売りを背負う「新たな投資家層」～

なお、報道の盛り上がりを見ていると資産所得倍増計画が既に始まったかのように感じられるが、NISA(少額投資非課税制度、以下新NISA)の拡充やiDeCo(個人型確定拠出年金、以下新iDeCo)の改革(加入年齢の引き上げ)が走り出すのは 2024 年以降だ。よって「家計の円売り」というテーマが現実的な話として監視され、議論・分析されていくのは年明け以降である。それは為替市場に限らず日本経済を語る上での重要論点として注目されてくるだろう。

なお、資産所得倍増計画では新 NISA や新 iDeCo の存在ばかりがクローズアップされるが、同計画の「第五の柱」としては「安定的な資産形成の重要性を浸透させていくための金融経済教育の充実」が謳われている。ここでは「金融経済教育を受けたと認識している人は 7%に留まる一方、金融経済教育を行うべきと回答した者は 7 割を上回っており、金融経済教育を求める国民の声は大きい」と金融教育の必要性が明記され、資産運用を行わない理由の 4 割が「資産運用に関する知識がない」と回答されている現状を指摘している。その上で「こうした層に安定的な資産形成の重要性を浸透させていくため、金融経済教育を届けていくことが重要」と結んでいる。

¹ 本欄 10 月 12 日号『カネ関連収支でも広がるサービス赤字』をご参照下さい。

資産所得倍増計画を通じて、現行制度で利用できる金額や対象年齢が拡大されることはもちろん、金融教育を施すことで「新たな投資家層を創造する」という意図が透ける。今後、「貯蓄から投資」が進めば、「安い円」を契機に決断する層は多いだろう。そのように考えれば政府が創ろうとしている「新たな投資家層」は円売りを背負う、これまでの日本社会には存在しなかったものと言える。

政府が「貯蓄から投資」というスローガンを初めて掲げたのが小泉政権の「骨太の方針」(2001年6月)であり、その後、繰り返し謳われながらも不発に終わって来た。もっとも、これまでは「円高の歴史」だったのだから「円の現預金」は為替リスク回避という意味では最善の選択であったとも言える。しかし、巨額の貿易黒字という「鉄壁の需給環境」に支えられ最終的には円高へ引き戻されてきた過去の円安局面と異なり、現在はあくまで貿易赤字と低金利という正真正銘のファンダメンタルズに支えられている印象が強い。この点に照らせば、個人投資家の相場観が「今回は違う(this time is different)」という思いを強め、円安相場の持続性を信じながら外貨投資を進めても不思議ではない。依然、日本が経常黒字国であることを理由に「円高へ戻る」という声もある。報道を見ても、経常黒字の水準に拘泥する論調が支配的だ。だが、かねて本欄で論じてきたように、筆者試算によれば第一次所得収支の黒字はその約3分の1程度しか円買いに繋がっていない。これでは貿易サービス収支赤字が少し膨らめばキャッシュフローベースで見た経常収支は赤字になりかねない。需給構造の変化を踏まえれば、かつての主戦場だった100~120円のレンジに戻れる保証はない。

もちろん、こうした従前から筆者が提唱している説は、米国が本当に利下げに転じた際に改めて正当性が問われるもので、まだ立証されたわけではない。また、依然として保守的な高齢者層が日本の人口動態では多数派であるため「貯蓄から投資」は進むとしても緩やかなものにとどまるだろう。しかし、「貯蓄から投資」が全く進まなかった過去に比べれば、それは徐々にしかし確実に進むのではないかと筆者は考えている。「資産運用立国」元年となる2024年は、多くの個人投資家にとって「円売り」元年となるという見方もできるのではないか。資金循環統計以外に使用可能なデータは多くないため、機動的な分析が難しいのがこのテーマの悩みどころではあるが、想定外の円安リスクを警戒するという立場からは2024年以降、本格的にウォッチしたい論点である。

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11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も濃う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
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～
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つた円の独歩安
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)
2023年8月14日	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)
2023年7月13日	週末版
2023年7月12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11日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月10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7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6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5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3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6月30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29日	週末版
2023年6月27日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月26日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
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～
2023年6月14日	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13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12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～選か遠のく年内利下げ～