

みずほマーケット・トピック(2023 年 12 月 22 日)

内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック: 本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「根雪」のイメージで～	

1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・ 今週のドル/円相場は、日銀会合を通過し上昇も、その後は値を戻しほぼ往って来い。週初18日、142.33円でオープンしたドル/円は、材料に欠ける中、小動き。海外時間は、複数のFRB高官によるタカ派な発言を受け、米金利上昇に合わせて一時143円台に乗せた。19日、ドル/円は日銀が大規模金融緩和の現状維持を決定後、143円台後半に急伸。海外時間は、植田日銀総裁の会見前後には荒く上下も、早期のマイナス金利が見込みにくくなったことを受け円売りが加速し、一時週高値となる144.95円に上伸した。もともと、NY時間には、バーキン・リッチモンド連銀総裁のハト派な発言が材料視され、144円を割り込んだ。20日、ドル/円は米金利低下につれて143円台後半でじり安。海外時間は、英11月消費者物価指数(CPI)の弱い結果が海外金利全般を押し下げの中で下落する場面もあったが、米12月コンファレンスボード消費者信頼感の強い結果を受け米金利が上昇に転じる中、143円台半ばを中心にレンジ推移した。21日、ドル/円は日本株の軟調推移や、内閣府による物価見通しの引き上げを受け、一時143円を割り込んだ。海外時間は、米7～9月期GDP(確報)の下方修正を受け、米金利が低下する中、142円ちょうど付近まで続落した。本日のドル/円は、円買い地合いの中、週安値を更新しながらの取引となっている。
- ・ 今週のユーロ/ドルは、米金利低下を受け1.10台に乗せた。週初18日、1.0896でオープンしたユーロ/ドルは、米独金利差縮小を受け1.09台前半でじり高。19日、ユーロ/ドルは欧州株高やFRB高官のハト派発言を受けた米金利低下が好感され、1.09台後半に続伸した。20日、ユーロ/ドルは独11月生産者物価指数(PPI)や英11月CPIの弱い結果を受けユーロ売りが優勢となる中、1.09台前半へ下落した。21日、ユーロ/ドルは、欧州株式の反転上昇や、軟調な米経済指標を受けた米金利低下に加え、デギンドス・ECB副総裁のタカ派な発言も材料視され、一時週高値となる1.1012に上昇した。本日のユーロ/ドルは、週高値圏での取引となっている。

今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		12/15(Fri)	12/18(Mon)	12/19(Tue)	12/20(Wed)	12/21(Thu)
ドル/円	東京9:00	142.27	142.33	142.69	143.93	143.52
	High	142.46	143.16	144.95	144.09	143.57
	Low	141.45	142.08	142.25	143.28	142.05
	NY 17:00	142.21	142.80	143.84	143.58	142.12
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0994	1.0896	1.0923	1.0979	1.0942
	High	1.1004	1.0931	1.0987	1.0982	1.1012
	Low	1.0885	1.0893	1.0916	1.0930	1.0936
	NY 17:00	1.0894	1.0924	1.0980	1.0943	1.1011
ユーロ/円	東京9:00	156.32	155.11	155.67	157.98	156.95
	High	156.46	156.30	158.56	158.07	157.12
	Low	154.50	154.91	155.47	156.79	156.16
	NY 17:00	155.00	156.08	157.92	157.10	156.50
日経平均株価		32,970.55	32,758.98	33,219.39	33,675.94	33,140.47
TOPIX		2,332.28	2,316.86	2,333.81	2,349.38	2,325.98
NYダウ工業株30種平均		37,305.16	37,306.02	37,557.92	37,082.00	37,404.35
NASDAQ		14,813.92	14,904.81	15,003.22	14,777.94	14,963.87
日本10年債		0.70%	0.67%	0.64%	0.55%	0.58%
米国10年債		3.91%	3.93%	3.93%	3.85%	3.89%
原油価格(WTI)		71.43	72.82	73.94	74.22	73.89
金(NY)		2,035.70	2,040.50	2,052.10	2,047.70	2,051.30

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週・再来週の注目材料

- 米国では、クリスマスから年末に向かう中、大きなイベントは予定されてない。年明け以降では、1月3日(水)に12月ISM製造業景気指数、5日(金)に12月ISM非製造業景気指数が発表される。11月の結果は、それぞれ46.7、52.7となった。製造業は10月から横ばいだったものの、市場予想の47.8は下回った。13か月連続で拡大/縮小の節目となる50を下回って推移しており、製造業部門の軟調が続いている。ストライキの影響が剥落したこともあり、11月にはリバウンドも期待されたがそうはならず、雇用指数の低下も目立っている。実際、全18対象業種のうち活動拡大を示したのは3業種に限られた。一方、非製造業は10月から+0.9ポイント上昇し、市場予想の52.2も上回った。ホリデーシーズンの売上が好調だったようで、事業活動指数が持ち直した。実際、全18対象業種のうち15もの業種が活動拡大を示した。ただ、サービス業の需要の強さが年末商戦でも維持できるかは不透明であり、今後いずれかのタイミングで失速は不可避だろう。なお、ブルームバーグの事前予想では、12月の結果に関しそれぞれ47.2、52.6と見込んでいる。そのほか、経済指標としては5日(金)に12月雇用統計が公表予定となっている。

金融政策関連では、3日(水)にFOMC議事要旨(12月会合分)が発表予定。会合では、政策金利の据え置きを決定。パウエルFRB議長は「利下げは視野に入り始めている」と述べ、利下げの議論を開始したことを認めた。「現状維持が長過ぎる場合のリスクを認識」としており、今までの政策スタンスである「より長く」が明白に後退した。もちろん、「適切であれば追加引き締めを用意」とも述べてはいるが、追加利上げの可能性は限りなく低い。これらを踏まえれば、2024年1～3月期に利下げの議論、4～6月期に着手というのが基本線だ。新たに更新されたドットチャートでは、2024年末の政策金利の水準が4.625%(予想中央値)となっており、これに基づけば利下げは3回という計算になる。毎会合利下げを行うなら開始は9月になるが、「視野に入っている」以上、これは若干遅い可能性がある。市場の織り込みは行き過ぎの可能性はあるか、ドットチャートで示唆される以上の利下げが行われる可能性も否定できない。
- 本邦では、26日(火)に11月失業率/有効求人倍率が公表される。失業率について、10月は2.5%となり、9月および市場予想の2.6%を下回った。完全失業者は175万人(季節調整後、以下同様)と前月比▲2万人と減少したが、就業者数も6749万人と前月比▲7万人と減少したことなどにより、失業率は低下。労働力人口の減少が失業率低下の主因であり、供給面での要因が大きそうだ。一方、有効求人倍率は1.30倍と9月および市場予想の1.29倍を小幅に上回った。また、先行性を持つ新規求人倍率は2.24倍と2か月ぶりに上昇しており、宿泊・飲食サービス業の新規求人数の多さが目立つなど、特にインバウンドに関連する分野での人手不足が引き続き確認できる結果となった。なお、ブルームバーグの事前予想では、11月の結果に関し完全失業率を2.6%、有効求人倍率を1.30倍と見込んでいる。

	本 邦	海 外
12月22日(金)	・11月全国消費者物価指数 ・日銀金融政策決定会合議事要旨(10月会合分)	・米11月個人所得/支出 ・米11月個人消費支出デフレーター ・米11月耐久財受注(速報) ・米11月新築住宅販売件数 ・米12月シンガン大学消費者マインド(確報)
25日(月)	・10月景気動向指数(確報)	—————
26日(火)	・11月失業率/有効求人倍率 ・11月企業向けサービス価格指数 ・11月工作機械受注(確報)	・米10月FHFA住宅価格指数
27日(水)	・11月住宅着工件数 ・日銀金融政策決定会合 主な意見(12月会合分)	・米12月リッチモンド連銀製造業指数
28日(木)	・11月小売売上高 ・11月鉱工業生産(速報)	・米11月卸売在庫(速報) ・米11月中古住宅販売仮契約
29日(金)	—————	—————

【当面の主要行事日程(2024年1月～)】

日銀金融政策決定会合(1月22～23日、3月18～19日、4月25～26日)
 ECB政策理事会(1月25日、3月7日、4月11日)
 FOMC(1月30～31日、3月19日～3月20日、4月30日～5月1日)

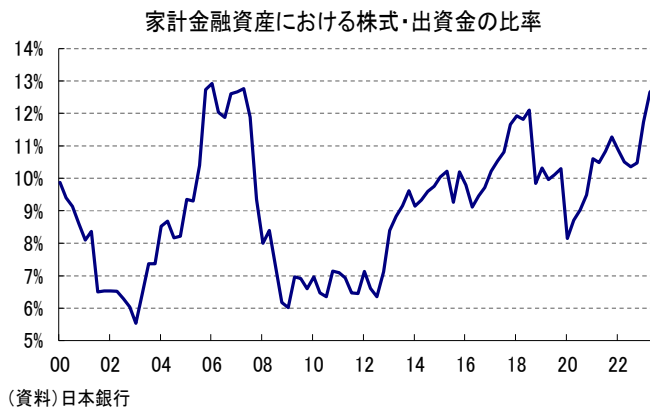
本年の「みずほマーケット・トピック」は本日で最終号となります。本年もご愛読有難うございました。

来年も何卒宜しくお願い致します。12月26日(火)発行予定の『中期為替相場見通し』をぜひご参照下さい。 唐鎌大輔

3. 本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「根雪」のイメージで～

過去最高に並んだ株式・出資金比率

一昨日(12月20日)、日銀から2023年7～9月期の資金循環統計(速報値)が公表されている。いつものように為替への影響を念頭に置きつつ、レビューをしておきたい。既報の通り、2023年9月末時点の家計金融資産は2115兆円と過去最高を更新したが、依然、その過半(52.2%)が現預金(外貨預金除く)である。一方、今回は株式・出資金が12.9%と過去最高タイの比率を更新したことも目に付く(図)。過去にこれと同じ比率だ



ったのが2006年1～3月期であり、世界が(後にサブプライムおよびリーマン・ショックとなる)金融バブルに沸いていた時期である。日本においては円安バブルの下、経常収支も貿易収支も積み上げが進んでいた頃だ。同じく今年4～6月期も円安・株高が進んだ期間であり、とりわけ日経平均株価に関して言えば、33000円台で期末を迎えた。3月末の28000円から約+18%と3か月間としてはかなりまとまった幅の上昇であり、株式・出資金比率の上昇は株価上昇に伴う価格効果の結果と考えて差し支えない。投資信託(外貨部分を除く)の比率が押し上げられているのも同じ理由だろう。実際の取引を伴って数量効果で比率が押し上げられるかどうかは2024年の各種施策が稼働してからでなければ分からないが、比率だけを見れば「貯蓄から投資」は少しずつ胎動が確認できてないことも無い。

本邦家計部門の金融資産構成(2023年9月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,121.2	100.0
外貨性	74.3	3.5
外貨預金	6.7	0.3
対外証券投資	25.9	1.2
投資信託	41.7	2.0
円貨性	2,047.0	96.5
現預金(外貨預金を除く)	1,106.3	52.2
国債等	28.0	1.3
株式・出資金	272.9	12.9
投資信託(外貨部分を除く)	65.2	3.1
保険・年金準備金	539.1	25.4
預け金など	35.6	1.7

本邦家計部門の金融資産構成(2000年3月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,401.1	100.0
外貨性	13.2	0.9
外貨預金	3.1	0.2
対外証券投資	4.7	0.3
投資信託	5.3	0.4
円貨性	1,387.9	99.1
現預金(外貨預金を除く)	741.6	52.9
国債等	50.6	3.6
株式・出資金	138.3	9.9
投資信託(外貨部分を除く)	52.2	3.7
保険・年金準備金	369.9	26.4
預け金など	35.3	2.5

2000年3月末から2023年9月末にかけての変化	
金額(兆円)	構成比(%)
720.1	
61.1	2.6
3.6	0.1
21.2	0.9
36.4	1.6
659.0	▲ 2.6
364.7	▲ 0.8
▲ 22.6	▲ 2.3
134.5	3.0
12.9	▲ 0.7
169.2	▲ 1.0
0.3	▲ 0.8

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

「家計の円売り」と対外直接投資

これまでも繰り返し論じてきたように、2024年から始まる「資産運用立国」論に絡めた各種施策を受けて、家計部門では「円建て現預金」以外を志向する機運が高まる可能性がある。もちろん、資金循環統計におけるボリュームゾーンはあくまで高齢者層であるため、四半期ごとの数字を見るだけで段差を伴

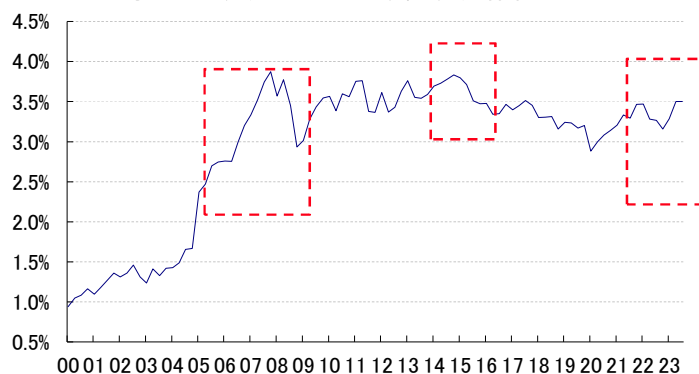
った変化をはっきりと視認する展開は考えにくい。しかし、四半世紀前（2000 年 1～3 月期）と比較すれば、外貨性資産の比率は投資信託を中心として約 0.9%から約 3.5%へ上昇している。比率にして約 4 倍、金額にして約 6 倍の変化は小さいものとは言えない。上昇した比率の幅である+2.6%ポイントのうち+1.6%ポイントが投資信託部分であり、これに対外証券投資（例えば米国個別株などへの投資はここに入る）の+0.9%ポイント、外貨預金の+0.1%ポイントが続く。

資産運用立国の旗印の下、2024 年以降始まる各種施策は基本的には投資信託へのアクセスを円滑にするものが主軸であるから、必然的にこれを通じた押し上げ効果は期待することになる。これまで繰り返し論じてきた通り、その際に選ばれるのが円建て投信ではなく外貨建て投信である傾向は明らかに強まっており、それが円安地合いに寄与している疑いは相当強い。今は大騒ぎするほどの規模感でないにしろ、今後、徐々にそうなる可能性はある。

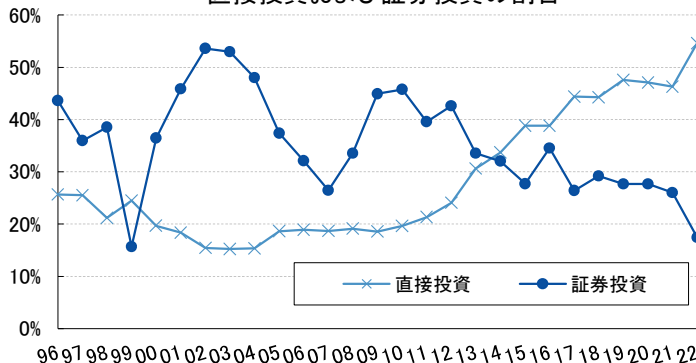
なお、メディアのヘッドライン上では新 NISA などが始まると雪崩を打って外貨投資が始まり円安が進むかのような論調を目にするが、筆者は少しずつ「根雪」のように日本人の持つ外貨建て資産が増えていくイメージを抱いている。2010 年頃からフローベースで増え始めた対外直接投資を思い返すと分かりやすい。目下、日本最大手の製鉄会社が米国の製鉄会社を買収したことが円安要因として取りざたされたが、既に報道前よりも円高へ折り返している。1つ1つのディールでどのような為替取引が発生するかは知る由もなく、また、為替取引が発生してもその影響を抑制するように運用が進む可能性もある。結局、フローベースの対外直接投資と円相場の動きにストレートな関係は実は見出しにくい。だが、2010 年頃から始まったフローベースの対外直接投資が地道に積み上げられた結果、ストックベースで見た残高は明らかに為替市場にとって意味を持つ姿に変わっている。2022 年末時点で世界最大を誇る日本の対外純資産残高の半分が今や直接投資であり、かつて半分を占めていた証券投資は 2 割にも満たない。日本の経常黒字を支える第一次所得収支黒字も半分近くは直接投資収益になっており、その直接投資収益の構成項目である再投資収益が円に還流しないことが「経常黒字でも円安になる」という事実の一因であることは過去の本欄でも繰り返し議論してきた通りだ。1つ1つの対外直接投資が積み重なった結果として、構造的な円安が正当化される状況が仕上がったのであり、ある日突然、フローベースの取引が為替市場を動かしたわけではない。

今後想定される家計部門による外貨投資についても筆者は類似のイメージを持っている。家計金融資

家計金融資産における外貨性資産保有比率



(資料) 日本銀行より筆者試算、点線は円安局面

本邦対外純資産に占める
直接投資および証券投資の割合

(資料) 財務省

産の過半が高齢者世帯に握られていることを踏まえれば、一夜にして為替市場を揺るがすような外貨投資が進むことは基本的にないだろう（そのようなことが起きるとすれば、欧州債務危機のような事態に直面した時だろうか）。しかし、対外純資産残高における直接投資比率がそうであったように、短期的に見て大きな変化はなくとも、徐々に外貨性資産比率が上昇し、気づけば10%、15%、20%と比率が切り上がっていく未来は十分考えられる。基本的には円高基調にあった過去四半世紀ですら外貨性資産比率は約4倍になったのだから、貿易赤字国として円高に戻りにくいという社会規範が定着してくれば、さらに外貨投資は伸びても不思議ではない。NISAなどを通じて発生した円売り・外貨買いは長期的な資本フローとして逆流しない（アウトライートの）取引であろうから、際立って円安が進む要因にはならなくても円高が進まない要因として為替市場に埋め込まれていく可能性はある。「家計の円売り」は依然、最大の円安のリスクではあるが、それは短期的なキャピタルフライトという側面に限らず、長期的に見た家計部門のポートフォリオ変化という側面でも理解しておく必要があるリスクである。

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12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国を迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
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～
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	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡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」も漂う米経済～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	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～