

みずほマーケット・トピック(2024 年 1 月 15 日)

マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～

かねて本欄では取り扱ってきた論点だが、「家計の円売り」について年初から注目が集まっている。入手可能な数字を積み上げると、円売りの背景に家計の存在は確かにありそう。非常に短期間のうちに家計部門が自国通貨売りを行い、国債を含めた自国通貨建て資産価格が一斉に暴落する場合、「キャピタルフライト(資本逃避)」という表現が使われるが、まだそこまで急性的な症状は出ていない。だが、マイルド・キャピタルフライト(穏当な資本逃避)程度の表現は今後当て嵌まる可能性がある。本欄では本日と明日に分けて、本テーマを掘り下げる。前編の今回はまず、巷間で取りざたされる「家計の円売り」とはどの程度の規模なのかを検討する。「つみたて投資枠」と「成長投資枠」を合計して、「7～9 兆円程度」という数字を新 NISA に伴う円売りのイメージとして筆者は抱いている。これは従前ペースに照らすと 1.5～2.0 倍程度の金額。もちろん、直ぐにそれほどの規模に達するのは難しいだろう。だが、潜在的な投資家層も踏まえれば、さほど非現実的な想定とも言えない。後編で議論するが、「7～9 兆円程度」は脆弱性を増す日本の需給構造にとっては非常に大きな金額である。

～マイルド・キャピタルフライト～

かねて本欄では取り扱ってきた論点だが、「家計の円売り」について年初から注目が集まっている。この点に関しては過去 2 年、本欄では何度も議論してきた¹。足許では新たな少額投資非課税制度(以下、新 NISA)の稼働を契機として日系大手運用会社が運用する海外株式を対象とする投資信託に 1 日で 1000 億円を超える流入があった事実と円相場の軟調地合いをリンクさせる報道も見られ、注目を集めている。年初来、米金利が強含む場面もあったため、円安が日米金利差を受けたものなのか、「家計の円売り」圧力によるものなのかは実際のところ判然としない。但し、数字を積み上げると、後者を当て込んだ動きである可能性は確かにある。非常に短期間のうちに家計部門が自国通貨売りを行い、国債を含めた自国通貨建て資産価格が一斉に暴落する場合、「キャピタルフライト(資本逃避)」という表現が使われるが、現状はそこまでの急性的な症状は出ていない。だが、マイルド・キャピタルフライト(穏当な資本逃避)程度の表現は今後当て嵌まる可能性がある。

本欄では本日と明日に分けて、本テーマを掘り下げたいと思う。前編の今回はまず、巷間で取りざたされる「家計の円売り」とは一体どの程度の規模なのかを検討する。その上で後編では、その円売り規模が円の需給環境にとってどれほどのインパクトを持つ数字なのかを検討したいと思う。

～「家計の円売り」は年 7～9 兆円程度か～

昨年 12 月 23 日の日本経済新聞が報じた『新 NISA 積み立て予約、月 2000 億円規模に～ネット証券 5 社』では、旧 NISA 口座数で 6 割強のシェアを握るネット証券大手 5 社について、「積み立

¹ 例えば 2023 年 11 月 13 日の本欄では『24 年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～』

て設定の事前予約額が少なくとも 2000 億円にのぼる」という事実が報じられ話題となった。厳密には 12 月 20 日時点で 2300 億円という事前予約額が記事中で紹介されている。その上で「新 NISA 積み立て設定で購入予約された投信(12 月 20 日時点)」について申込金額上位 3 つの商品が表で紹介されている。その全ては米国株を中心とする世界株で運用する商品であり、3 つの商品の月間購入予約額を合計すると 1499 億円だった。記事によれば日本株を対象とした投信ではトップですら 20 位にとどまるというから、事前予約されている 2300 億円はほぼ全額、外貨(とりわけドル)建て資産に向かっている疑いが強い。

報道から得られる数字に基づき「家計の円売り」の具体的なイメージも検討がつく。月 2300 億円ということは年間で約 2.8 兆円、シェアが 6 割として全体を推定すれば 4.7 兆円(2.8÷0.6)の円売りという話になる。しかし、記事は新 NISA の中でも年間 120 万円を上限とする「つみたて投資枠」の話であって、これと併用可能な年間 240 万円を上限とする「成長投資枠」も存在する。ここについてはデータがないものの、仮に「つみたて投資枠」と同じだとすると 4.7 兆円、その半分でも 2.4 兆円が乗る計算になる。上限が倍ということで「つみたて投資枠」の倍のイメージとすれば 9.4 兆円だ。しかし、そうは行かないだろう。非課税枠が倍になっても家計部門の投資余力が強化されるわけではない。「つみたて投資枠」と「成長投資枠」の総枠(年間 360 万円、月間 30 万円)を使い果たす投資家は稀だろうし、現実的には「つみたて投資枠」すら使い切らない可能性は高い。これは旧 NISA の利用状況から推測できる。金融庁の発表する「NISA 口座の利用状況調査(2023 年 9 月末時点)」によれば、2023 年 9 月末時点の NISA(一般・つみたて)口座数は 2034 万 7312 口座、その買い付け額は 34 兆 0281 億 4597 万円だ。単純計算で 1 口座あたり 167 万円である。2014 年から始まった旧 NISA(年間 120 万円)でこの金額なのだから、年間 360 万円どころかその半分も高いハードルに思える。なお、上述した記事の 2300 億円は旧 NISA 口座が約 1 万円ずつ積み立てた時のイメージに近い。現実には「10 万円を上限として 1 万円程度、毎月積み立てる」くらいのものではないか。

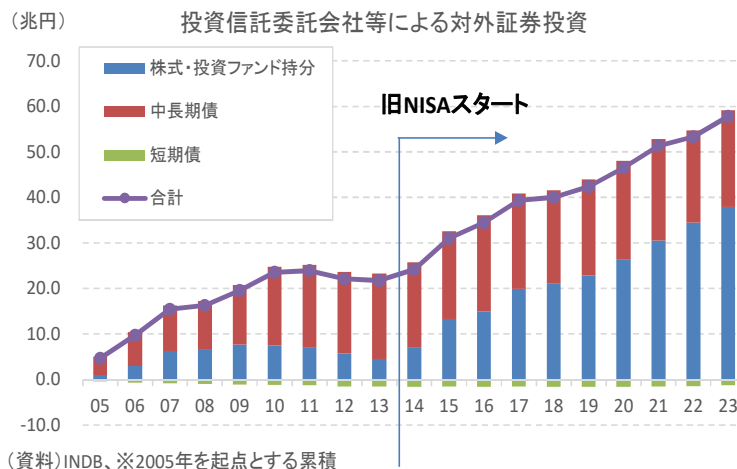
結局、この辺りは推測の域を出ない。1 つのイメージとして「成長投資枠」に関しては「つみたて投資枠」の半分程度から、それと同等程度の申し込み金額を想定し、2.4 兆円～4.7 兆円と考えておこう。そうすると「つみたて投資枠」で想定される約 4.7 兆円と合計して、「7～9 兆円程度」という数字が新 NISA に伴う円売りのイメージとして得られる。もちろん、推測に推測を重ねている数字であるため幅を持って理解する必要はあるが、昨年来、政府が連呼する資産運用の必要性やこれを受けた世の中における新 NISA への煽り方を見る限り、それほど大胆な予想でもないだろう。

～これまでの動向とこれから～

1 つ言えることは、「今までよりも資産運用ニーズは増える」という想定はほぼ確実ということだ。上記の金融庁調査に基づけば、旧 NISA の口座数で言えば、30 代(17.5%)・40 代(18.9%)・50 代(18.3%)がコアゾーンで 60 代以降はシェアが低下する。見方を変えれば、今後高齢者になる世代は従前の高齢者世代とは異なり、運用意欲とリテラシーを備えた層に入れ替わっていくことが想定される。また、元々コアゾーンだった 30～50 代も、「円高の歴史」が当たり前ではなくなったことを知る世代に入れ替わっていく。投資ではなく防衛としての資産運用を検討する動機は過去の世代よりもあるだろう。いずれにせよ、ここから運用ニーズが萎むとは考え難い。上述した月 1 万円の積み立てが 1 万 5000 円になるだけでも年間の円売りは約 7.1 兆円、2 万円になれば約 9.4 兆円となって

くる(成長投資枠を加味しない場合:例えば1万円が1万5000円になった場合、4.7兆円の1.5倍で約7.1兆円という単純計算)。後述する、円の需給構造に照らせば無視できない額だ。

「今までよりも資産運用ニーズは増える」という予想に立った場合、まず「今まで」を知る必要がある。この点は投資家部門別の対外証券投資動向から大まかなイメージは得られる。具体的には投資信託委託会社等(以下単に投信)経由で対外証券投資がどれほど出ていたかが参考になる。図示されるように、2014年1月に旧NISAが始まり、それ以降、投信経由の対外証券投資は前年比での増勢は途切れたこと



が無い。2014年から2023年の10年平均で年間+3.6兆円程度、コロナ前に限ったとして2014年から2019年の6年平均で計算しても年間+3.4兆円程度とあまり変わらない。ちなみに昨年は年間+4.5兆円程度増えている。この年間4.5兆円程度が新NISAでどこまで膨らむのかという話だ。

既述した「7～9兆円程度」という試算は「これまで」の1.5～2.0倍程度のイメージになる。もちろん、直ぐにそれほどの規模に達するのは難しいかもしれない。だが、非課税枠拡大による新規資金流入や今後掘り起こされる潜在的な投資家層も踏まえれば、さほど非現実的な想定とも言えないように思える。明日の本欄では、この「7～9兆円程度」とは現在の円相場の需給環境にとってどれほどの意味を持つ金額なのかを経常収支や家計金融資産の現状に照らして詳しく議論したい。

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
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
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～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナール発言の読み方～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(貿易赤字国が迎える米利下げ～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	ICEDリンデックスの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)