

みずほマーケット・トピック(2024 年 1 月 16 日)

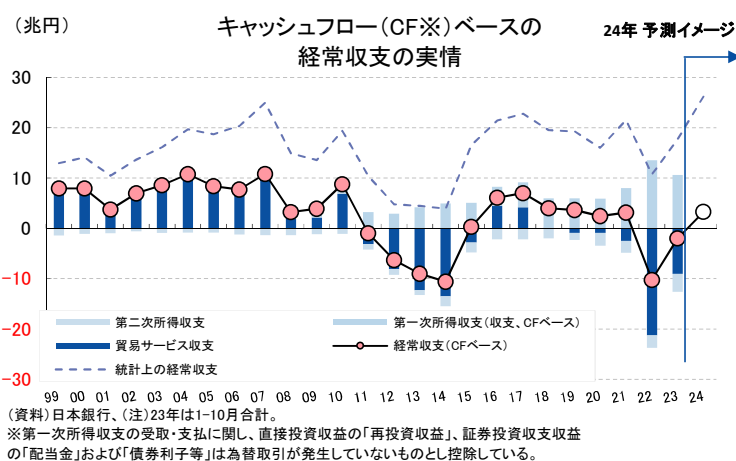
マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～

昨日の前編では、緩やかな資本逃避(マイルド・キャピタルフライト)の様相を呈している「家計の円売り」に関し、その年間規模を「7～9 兆円程度」と見積もった。本日の後編では、こうした円売り規模が円の需給環境にとってどれほどの意味を持つ規模なのかを考察する。経常収支や家計金融資産の現状と比較するとイメージを得やすいだろう。経常収支全体で見ると、1～11 月分は約+17.7 兆円と非常に大きな黒字だが、筆者試算の CF ベース経常収支では▲2 兆円と赤字。2024 年は CF ベースでも黒字転化する可能性を見込むが、恐らく「7～9 兆円程度」という「家計の円売り」を賄うほどではなく、2024 年も円売り超過の体質が続いてしまう可能性がある。家計金融資産にとっても大きな数字で、年間で「7～9 兆円程度」の外貨性資産が増えれば、全体に占める外貨比率は早ければ 1 年後には 4%を突破する。これまでは現預金も増えてきたので比率が抑えられていたが、果たして今後もそうなのだろうか。キャピタルフライトがマイルド(穏当)なものからストロング(強力)なものへとシフトする未来は遠いようで近いものである。

～「資産運用立国」vs.「観光立国」～

昨日の前編では、緩やかな資本逃避(マイルド・キャピタルフライト)の様相を呈している「家計の円売り」に関して「7～9 兆円程度」と見積もった。もちろん、現時点で入手可能な情報を元にした試算ゆえ、今後増減はあろうが、さほど違和感を覚えない数字とも言えるだろう。本日の後編では、こうした「7～9 兆円程度」が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規模なのかを簡単に考えてみたい。分かりやすいところで経常収支や家計金融資産の現状と比較してみたい。

例えば、昨年 1～11 月分の旅行収支黒字合計が約+3 兆円であった。ちなみにこれは暦年としての過去最大を更新する非常に大きな黒字だ。敢えて国策に照らして表現すると「資産運用立国」に伴う円売りが「観光立国」に伴う円買いを凌駕したというような状況になる。また旅行収支を含めた経常収支という観点に立てば、1～11 月分は約+17.7 兆円と非常に大きな黒字であった。しかし、これは統計上の数字であり、第一次

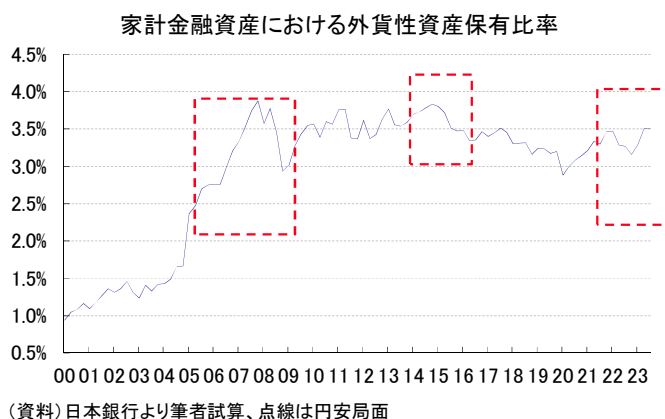


所得収支黒字における円転率を加味した筆者試算のキャッシュフロー(CF)ベース経常収支では▲2 兆円と赤字であった(図)。2024 年は旅行収支黒字の拡大と貿易サービス収支赤字の縮小が重なることで CF ベース経常収支は若干ではあるが黒字を回復するというのが筆者の想定だが、そ

の若干の黒字も「7～9 兆円程度」という「家計の円売り」に飲まれて、やはり円売り超過の体質が変わらないという可能性も想定できる。本欄で懸念していた展開である。ちなみに話題のデジタル関連収支赤字は 1～11 月合計で約▲5.2 兆円、恐らく通年では▲6 兆円弱に仕上がると思われる。「7～9 兆円程度」という円売りはデジタル赤字よりやや大きな規模である。

～「7～9 兆円程度」が家計金融資産構成に持つ意味～

家計金融資産にとっても、「7～9 兆円程度」という額は小さいものではない。日銀資金循環統計における家計の外貨建て資産は 2023 年 9 月末時点で約 74 兆円で家計金融資産全体(約 2121 兆円)の+3.5%を占めている。図に示す通り、これは歴史的に高めの水準だが特筆するほどではない。仮に年間 7～9 兆円、間を取って約 8 兆円が円建て資産から外貨建て資産へシフトしたとすると、2024 年末には約 82 兆



円、比率にして+0.4%ポイントの約 3.9%まで押し上げられる。年間で+0.4%ポイントずつ外貨建て資産比率が上昇傾向した場合、早ければ 1 年後には 4%を優に突破して過去最高を更新する。

もっとも、現実には分母である家計金融資産が膨らむのでそう単純には動かない。前編で述べたように、これまでも投信経由の対外証券投資は年間 3～4 兆円は出ていた。それでも外貨性資産比率が大して押し上げられなかった背景は 1 つではないが、例えば高齢化に伴って現預金志向が強い層の比率が上昇してきた事実などはよく指摘される。実際、現預金の水準は每期、過去最高を更新している。だが、前編でも紹介したように、今後高齢者層に入ってくる 40～50 代は過去よりも投資性向の強い層になってくる可能性がある。預金が減った分、外貨性資産や国内株式への分配が増える可能性は十分考えられる。「7～9 兆円程度」という水準はそうした期待を抱かせるものだ。

～マイルドである以上、まだ円高はある～

かくして「家計の円売り」は市場の一大テーマとなっている。しかし、かねて本欄でも論じた点ではあるが、その年にテーマ視されそうなことは 1 月時点で過剰にクローズアップされやすい。2024 年 1 月 1 日から新 NISA が始まり、特にクレジットカード引き落としを通じた積み立てが当該月の月初(例えば 1 日や 8 日など)に集中しやすいというマーケットトークも手伝って、一部の為替市場参加者における円安リスクに過ぎなかった「家計の円売り」はにわかに金融市場の争点と化しているのが現状にも見える。前編・後編を通じて述べてきたように、「家計の円売り」に伴う潜在的威力は確かに恐れるべきものだ。しかし、それは長期的な話でもある。例えば、日経報道で話題になった「月間 2300 億円」という外貨建て投信買い付け額は、株式市場はともかく為替市場の帰趨を決するほどの数字ではない。過去の本欄¹でも論じたように、あくまで長い年月をかけて「根雪」のように外貨建て資産が増えるというのが筆者の抱くイメージであり、その過程で「意外に円安がしぶとい」、

¹ 2023 年 12 月 22 日号『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～』。

「割と円高にならない」などと感じながら、気づけば主戦場がかつての「100～120 円」から「125～145 円」などにシフトするという未来を筆者は描いている。「家計の円売り」だけをもって、1 か月に 4～5 円の円安・ドル高が進む、さながら通貨危機のような大きな展開を想定しているわけではない。前編で述べたように、あくまで「マイルド」なキャピタルフライトである。

また、資本逃避ペースがマイルドゆえに、仮に FRB の利下げが始まった場合などに備え、ある程度の円高地合いはやはり想定すべきというのが筆者のメインシナリオになる。

～マイルドがストロングになるリスク～

もともと、マイルドな状態が永続する保証もない。例えば、前編でも論じたように、現状の家計部門は「10 万円を上限として 1 万円程度、毎月積み立てる」程度の運用行動にとどまっていそうである。だが、そうした行動が変わるかどうかは家計部門の胸先三寸で決まる。上述したような、月間 2300 億円という円売り規模はせいぜい「月に 1 口座 1 万円」というイメージだが、1.5 万円ならば 3450 億円、2 万円ならば 4600 億円と膨らむ。ラフな議論だが、キャピタルフライトがマイルド(穏当)なものからストロング(強力)なものへとシフトする未来は遠いようで近くもある。そのボリューム次第では FRB の利下げ・米金利低下・日米金利差縮小という材料が揃っても、円高に振れないどころか円安が進む可能性すらある。こうなってくると、筆者が従前懸念してきた需給構造変化が、いよいよ FRB の利下げを持ってしても円安を止められない次元まで深いものになっている証左と言える。

日本では「皆がやっていることをやる」という空気が個人の行動を駆動しやすい。今後、現状のムードに沿って参入してくる投資家層は相応にいるだろう。輸入財を中心として一般物価が上昇傾向にある中、投資というよりも防衛として運用の必要性を感じる層も増える可能性がある。新 NISA を通じた買い付けされた投資は基本的に塩漬けされる「戻って来ない円」なので、企業の対外直接投資が円高抑止効果をもったように、中長期的な円の方角感を縛る可能性がある。その意味で文字通り、円相場は過渡期にある。2022 年 3 月以降、筆者が今次円安を構造的と形容してきた理由である。

『中期為替相場見通し』でも論じてきたように、2024 年はドル/円相場の取引レンジが明確に変わったことを確認する、言い換えればパラダイムシフトを確認する年だと述べた。それは「FF 金利を引き下げても 130 円台どまりだった」という意味でそう論じてきたものだ。しかし、「家計の円売り」がマイルドからストロングに変容すれば「FF 金利を引き下げても 150 円台だった」という展開もあり得る。こうした展開は筆者が抱く 2024 年のメインシナリオにとって想定外ではあるものの、本欄で議論してきた問題意識に照らせば、単に未来が早まっただけという表現も出来る。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) http://www.mizuho-bank.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15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
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～外貨性資産比率は「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？