

みずほマーケット・トピック(2024年1月18日)

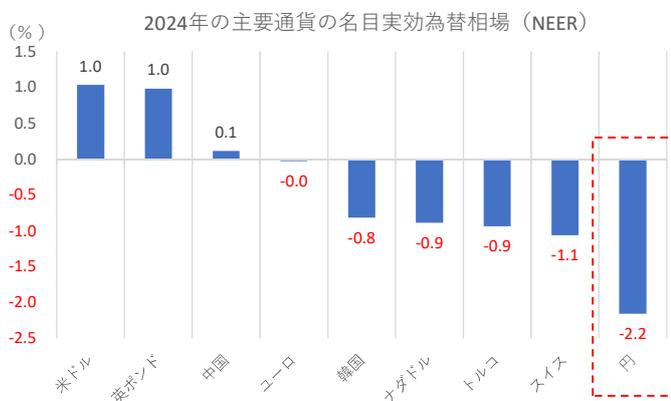
## 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～

現状、為替市場で起きていることは、ドル高かつ円安。円全面安の性格を備えつつ、「ドル高の裏返し」という性格も帯びており、勢いを伴った円安になるのも頷ける。年初来 2 週間分の名目実効為替相場を見ても、この傾向ははっきり出ており、円安の背景として日本固有の材料を疑うべき状況にある。現状、その材料の有力候補として新 NISA に伴う「家計の円売り」が浮上しているわけだが、今週の本欄で詳述した通り、その可能性は確かに否定できない。この点、今朝は 2024 年初週の対内・対外証券投資が公表されている。同週の対外証券投資は 2 兆 5577 億円と 2023 年 9 月 3 日週(3 兆 8581 億円)以来の買い越しを記録。歴史的な大きさとは言えないものの、年初 1 週目の取引としては極めて大きいという見方も可能で、ここから続伸してくる可能性も十分ある。それほどの円売り圧力を「FRB の利下げ転換」というイベントだけで打ち返せるのかが 2024 年、最大の注目点。過去の本欄では「貯蓄から投資」は「円から外貨」だと論じたことがあるが、家計の立場に立てば、より本質的には「貯蓄から逃避」という表現が適切か。

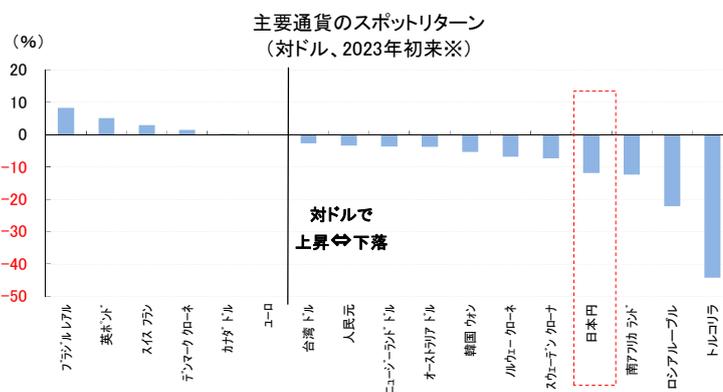
### ～相変わらず独歩安の円～

昨日から本日東京時間にかけてのドル/円相場は遂に 148 円を突破し、1 か月半ぶりの円安水準を付けている。好調な米経済指標と雲散霧消する利下げ観測が米金利を押し上げ、為替市場も素直に反応している。12 月 FOMC で「利下げが視野に入っている」という情報発信があったからこそ、筆者も 2024 年は円高・ドル安が方向感の目安になると考えてきた。真っ当に考えれば、あれほどの急旋回を凶っておきながら、単月の経済指標を経て次会合で覆すとは思えないが、今月 30～31 日の FOMC でその姿勢にぶれがないのかは注目である。

現状、為替市場で起きていることはドル高であり円安である。昨年までの円安は「ドル高の裏返し」ではなく、基本的には円全面安の結果であると本欄では述べていた。しかし、現状は円全面安の性



(資料) macrobond、24年1月15日までの状況。



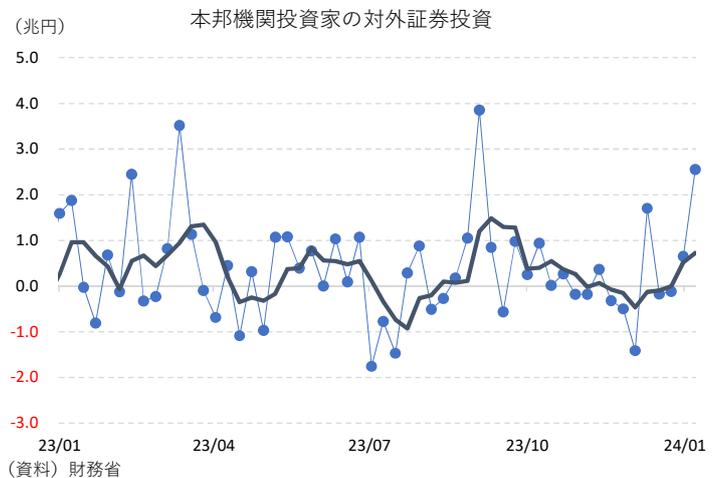
(資料) macrobond、※24年1月17日まで

格を備えつつ、「ドル高の裏返し」という性格も帯びており、勢いを伴った円安になるのも頷ける。ちょうど年初来 2 週間分の名目実効為替相場 (NEER) が公表されているので、これを元に主要通貨を比較してみると、上昇率トップはドルおよびポンドで、下落率トップは円だ。円の▲2.2%は突出した下落幅であり、ドル高の余波で下落する他通貨とは異なり、日本固有の材料を疑う状況にある。

ちなみに対ドルでの年初来変化率を G10 通貨へ範囲を拡げて比較した場合 (前頁図・下)、1月 17 日時点で円 (▲11.9%) よりも下落幅が大きいのは南アランド (▲12.4%)、ロシアルーブル (▲22.1%)、トルコリラ (▲44.3%) といったお馴染みの面子である。円以外の G7 通貨が全て対ドルでは横ばいもしくは上昇している現状と照らし合わせれば、やはり円の現在地は相当特殊である。繰り返しになるが、日本固有の材料を疑って然るべき状況と言える。

### ～「貯蓄から逃避」は進みやすい雰囲気～

現状、その材料の有力候補として新 NISA に伴う「家計の円売り」が浮上しているわけだが、今週の本欄で前・後編に分けて議論した通り、その可能性は確かに否定できない。仮に「家計の円売り」が円安の原動力になっているのだとすると、毎月定額が買い付け予約されている以上、止まる理由が無い。しかも、政府が先頭に立って「貯蓄から投資」を旗振りしている中、時を経るごとに新 NISA への新規資金流入は増えるだろう。この点、



今朝は 2024 年 1 月 7 日週の対内・対外証券投資が公表されており、円売り規模という観点からも注目される。同週の対外証券投資は 2 兆 5577 億円と 2023 年 9 月 3 日週 (3 兆 8581 億円) 以来の買い越し額を記録した。この金額は目を見張るほど巨大ではないが、年初 1 週目の取引としては極めて大きいという見方も可能で、ここから続伸してくる可能性は相応にある。それほどの円売り圧力を「FRB の利下げ転換」というイベントだけで打ち返せるのかが 2024 年、最大の注目点だろう。

現状の日本経済に目を向ければ、円安を中心とした内外価格差がそのまま一般物価の押し上げに直結するような状況にあって、生活防衛のための外貨投資を検討せざるを得ないような雰囲気も漂う。過去の本欄では「貯蓄から投資」は「円から外貨」だと論じたことがあるが、より本質的には「貯蓄から逃避」という表現が適切かもしれない。少なくとも政府が意図した通りの資金移動は起きていると言えるが、果たしてそれが日本経済にとって望ましい話なのかは別の議論が必要である。

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.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.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.mizuhoibank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
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～
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/円見直し外観～「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～