

みずほマーケット・トピック(2024 年 1 月 22 日)

「家計の円売り」と「損保のレパトリ」の違い

先週 19 日、鈴木財務相は「新しい NISA だけに変動要因を求めるということは困難」との見方を示した。こうした見解は正しい。先週の本欄でも金額自体は為替市場の帰趨を決するほどの数字ではないと論じた。しかし、為替市場にとって重要なことは「皆がそう思っているかどうか」だ。東日本大震災の際、事実ではない「損保のレパトリ」が争点化し、円は急騰した。多くの市場参加者が信じるに足るかどうかが大いなることであって、真実は脇に置かれることもある。問題は「損保のレパトリ」と違って「家計の円売り」は実際に存在するという事実。しかも、それを国策として後押しする状況がある。政府が資産運用の必要性を強調し、「家計の円売り」で円安が進んでいると喧伝されている現状を受けて、これから投資を始めようとする人々は何を思うか。当然、自分も外貨建て資産を購入してリスクヘッジしようとするのではないかな。その意味では「損保のレパトリ」より「家計の円売り」は「根も葉もある憶測」と言える。今は小さなフローでも自己実現的に大きなフローに変わっていく可能性に警戒すべき。FOMC で潮目が変わるか注目したい。

～「家計の円売り」という美人～

先週 19 日、鈴木財務相は新たな少額投資非課税制度(NISA)に伴う「家計の円売り」が円安を促しているという論調に対し「新しい NISA だけに変動要因を求めるということは困難」との見方を示した。家計の投資行動に絡んでは「分散投資の観点から国内資産のみならず海外資産への投資が増加していることは認識している」と述べ、為替市場は「国内外の経済、財政状況、国際収支、金融政策の動向、投資家の予測やセンチメントなど様々な要因で決定される」との見方を示している。

こうした鈴木財務相の発言は正しい。先週の本欄でも『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」と現実的な議論したばかりだ(※2300 億円は日経報道に基づいた数字)。だが、為替市場にとって重要なことは「皆がそう思っているかどうか」だ。ケインズが株式市場を美人投票に例えたのは有名な話だが、為替市場も同じである。むしろ、ある面では株式市場よりも直情的な性質を備えた為替市場では「皆がそう思っているかどうか」は重要なポイントになる。今年に入ってから何度か言及している東日本大震災時の円高がまさに典型例だ。2011 年 3 月 11 日の震災発生以降、本邦の損害保険会社が保険金支払いに備えるために外貨建て資産を売却し、円に戻すの



ではないかという憶測が拡がった。「世界最大の対外純資産国」である以上、有事に直面した際、手元流動性を改善するために外貨建て資産を売却するという行動は十分想定されるものであり、そもそも為替市場ではそれを「リスクオフの円買い」と呼び円高説明の免罪符のように使っていた。よって、「損保のレパトリ」は大きな抵抗感もなく為替市場で受け入れられ、実際に円は1ドル76円台まで急伸、約10年半ぶりとなる円売り・ドル買い協調為替介入が実施される事態にまで至った。

しかし、その後に財務省から発表された投資家部門別の対外証券投資によれば、2011年3月の損害保険会社は買い越し、すなわち外貨建て資産を積み増していた(前頁図)。多くの為替市場参加者が信じるに足るかどうかが大変なのであって、真実は脇に置かれることもある好例だろう。

～「家計の円売り」は「根も葉もある憶測」～

問題はここからだ。新NISAを契機とする「家計の円売り」が真実ではなく、あくまで一過性の美人投票の結果だとしたら、円安相場もじきに収束するだろう。いくら為替市場でも真実ではないものがある。だが、「損保のレパトリ」と違って「家計の円売り」は実際に存在する。しかも、それを国策として後押しする状況があるのだから、今後も増勢は続くだろう。政府が資産運用の必要性を強調し、「家計の円売り」で円安が進んでいると喧伝されている現状を受けて、これから投資を始めようとする市井の人々は何を思うか。当然、自分も外貨建て資産を購入してリスクヘッジしようとするはずである。先週の本欄では、現在入手可能な情報から新NISAに係る円売りを「7～9兆円」と試算したが、それはキャッシュフロー(CF)ベースで見た経常収支黒字を打ち消すのに十分な規模だ。その意味では「損保のレパトリ」より「家計の円売り」は「根も葉もある憶測」と言って良い。今は小さなフローでも自己実現的に大きなフローに変わっていく可能性が無いわけではない。

～FRBが円安を停めてくれることを願う状況～

幸いまだFOMCは開催されていない。12月FOMCの温度感がそのまま引き継がれるのであれば、FRBの利下げ観測が現状の円安圧力を打ち消してくれる可能性はある。裏を返せば、もはやそこに賭けるしかないという状況とも言えるが、FF金利を引き下げても円安相場が動かないということは流石に考えにくい。よって『中期為替相場見通し』では方向感自体は円高で想定している。仮に、FF金利の引き下げ(観測)をもってしても円安地合いを覆せないような事態になった場合(その上で円安が経済にとって有害と見なされた場合)、もう為替介入や企業部門に対するレパトリ減税など、為替フローに直接訴えかけるような施策が検討される可能性がある。現時点でそこまでの動きをメインシナリオにするわけにはいかない。それにしてもFRBが利下げしない限り、「望まぬ通貨安」に頭を抱えるようになるという構図は発展途上国そのものであり、円高を忌避するために必死に財政・金融政策を動員していた10年前からは隔世の感を覚える。

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
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
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～