

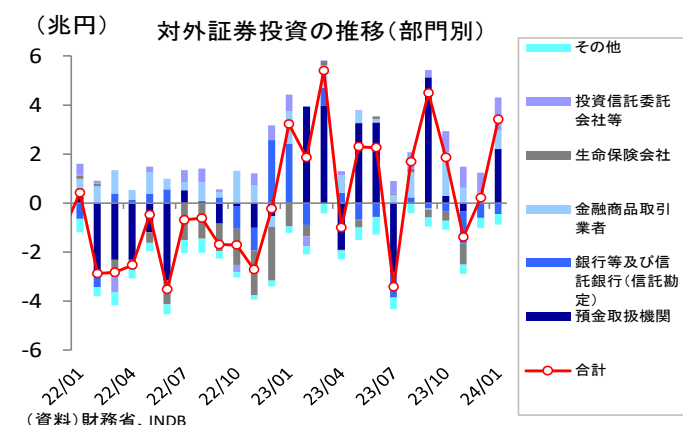
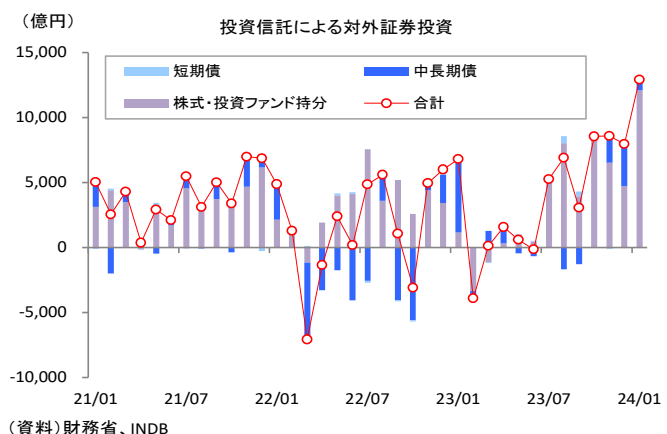
みずほマーケット・トピック(2024 年 2 月 13 日)

投信経由の対外証券投資～滲む資産運用立国の未来～

日本の家計部門が新たな少額投資非課税制度(NISA)経由で購入する外貨建て資産に関しては、様々な数字が交錯しているが、これを把握する公的統計として財務省公表の『対外及び対内証券売買契約等の状況』を精査するのが王道。1 月分の計数を見ると、投信経由の対外証券投資は 1 兆 2937 億円と統計開始以来で最大の買い越しを記録。対外証券投資の半分近くが「投信の買い」であり、改めて新 NISA の威力を感じる内容。成長投資枠の設定が毎月同じペースで持続するとは限らないため、この規模での買い越しが続く保証はない。その認識に立った上でこのペースが通年で続くと仮定すると、年間 15 兆円という凄まじい額に達する。これは過去の趨勢に照らせば、ほぼあり得ない数字。国策の追い風を受けて、機関投資家級の存在として個人投資家の存在が浮上してきたとも読める。しかし、税金を使って海外株を買わせるような状況が続けた末に何が残るのか。元々FRB の金融政策へ隷属的な気質が強かった日本の経済・金融情勢がその性格をさらに強める方向に事態が進んでいるようにも思える。名目賃金上昇を運用で補填するというのが運用立国の着地点か。その副作用の検証・分析は今後進むだろう。

～1 月、「投信の買い」は過去最大～

年初の本欄で論じたように、筆者は日本の家計部門が新たな少額投資非課税制度(NISA)経由で購入する外貨建て資産に関し、「7～9 兆円程度」と試算した。その後、主要投資信託の流入実績が公開されたり、様々な金融機関が独自の試算を公開したりしているが、結局、網羅的にこれを把握する公的統計として財務省公表の『対外及び対内証券売買契約等の状況』を精査するのが王道になる。先週 8 日に公表された 1 月分の同統計に関して投資家部門別の計数を見ると、注目された投資信託委託会社等(以下単に投信)を経由した対外証券投資は 1 兆 2937 億円と統計開始以来で最大の買い越しを記録している。ちなみに旧 NISA が始まった 2014 年 1 月は 1903 億円、つみたて NISA が始まった 2018 年 1 月は 9677 億円だったのと比較してもかなり大きい。1 兆 2937 億円



の内訳は株式・投資ファンド持分が 1 兆 2104 億円とほぼすべてであり、巷説で指摘されるように、米国株を中心とする日本人の海外株運用への熱気が透ける。なお、1 月の対外証券投資全体について言えば(前頁図・下)、3 兆 4226 億円の買い越しと大きいものの、歴史的な規模とまでは言えない。むしろ、買い越しの半分近くが「投信の買い」だったことは目を引く。改めて新 NISA の威力を感じる内容だったと言える。

～年間 15 兆円の衝撃～

今後に関しては成長投資枠の設定が毎月同じペースで持続するとは限らないため、この規模での買い越しが続く保証はない。その認識に立った上でこのペースが通年で続くと仮定すると、年間 15 兆円という凄まじい額に達することになる。ちなみに投信経由の対外証券投資に関し、昨年(2023 年)の実績は約 4.5 兆円、過去 5 年平均(2019～23 年)は約 3.4 兆円、過去 10 年平均(2014～23 年)は約 3.6 兆円だった。よって 15 兆円というのは過去の趨勢に照らせばあり得ないと言っても良いほど大きな数字であり、メインシナリオにはしにくいものだ。

ちなみに先週の本欄でも議論したように、2023 年通年の経常収支黒字は統計上で約+20 兆円の黒字、筆者試算の CF ベースで約▲1.8 兆円の赤字だった。CF ベースで元々需給は円売りに傾斜していたわけだが、15 兆円という規模は「統計上の黒字」すら掻き消す規模である。しかも、これは投信経由だけの話で、年金(≡信託銀行における信託勘定)や証券会社(≡金融商品取引業社)、そして生命保険会社など伝統的に為替市場で注目される機関投資家のボリュームも当然加わるため、仮に「投信の買い」がこのペースを維持し、年金や証券会社の買いも重なった場合、瞬間風速はもっと大きくなる月も出てくるだろう。国策の追い風を受けて、機関投資家級の存在として個人投資家の存在が浮上してきたとも読めるかもしれない。

～日本人と外国人で株をスワップする未来～

片や、あまり報じられることが無い海外から国内への対内証券投資も 5 兆 5243 億円と 2022 年 7 月以来の大幅買い越しを記録している。内訳を見ると、株式・投資ファンド持分が 2 兆 8489 億円、中長期債が 1 兆 6359 億円、短期債が 1 兆 395 億円でそれぞれ買い越しされており、「株を中心とした日本買い」の色合いが目立つ。「株を中心とした海外(≡米国)買い」が鮮明だった対外証券投資の傾向と合わせれば、日本人と外国人で株式をスワップし合っているような構図となっている。日本のケースを「非課税枠を設定したことによる海外買い」と読み替えると、「税金を使って海外株式を買っている」ような構図とも言えるだろう。そこまでして成し遂げようとしている資産運用立国が国としてどこを目指しているのか。家計金融資産の 3 割程度を株式が占め、株高が資産効果を通じて消費・投資意欲を焚きつける米国のような経済体質は 1 つの着地点としてあり得る。

～資産運用立国の目指す地点～

しかし、日本人の投資行動がこのまま続けば、保有株式は基本的に海外、特に米国主体となり、その引き換えに通貨価値(円安)を差し出しているような状況が強まる。元より FRB の金融政策へ隷属的な気質が強かった日本の経済・金融情勢がさらにその性格を強める方向に事態が進んでいるようにも思える。それでも FRB の金融政策が緩和的であるのに従って円高が進めば、円安に

よる交易条件悪化は限定されるが、果たしてその場合に円高は進むのか。それが試されるのが 2024 年だが、仮に FRB が緩和しても円安がそのまま残置されるとしたら、日本人は「(緩和を受けた)米株高による資産効果」と「円安による実質賃金下落」が相殺されるような状況に陥る。また、家計部門の預金は日銀当座預金を通じて国債購入にも充てられている現状を踏まえると、米株高の恩恵だけで円安や円金利上昇というコストを打ち返せるかという中長期的な視座も必要になる。

また、現状では新 NISA の直接的な影響としてその可能性が認められるのは円安くらいであり、米株高自体への貢献度はさほど大きくないのだろう。だとすれば、将来的には円安は残るが、米株は下落するという状況も想定する必要がある。これまで内外金融市場の変動が大きくても現預金主体の家計金融資産には大して影響はなかった。だが、今後は保有資産の変動を通じて、家計の消費・投資行動も変わってくる可能性がある。その功罪は徐々に議論が進んでいくことになるが、名目賃金上昇がインフレに勝てないような状況が続くのだとしたら、その状況打破には資産運用しかないという考え方には一理あるし、それしかないとも言える。むしろ、資産運用立国を謳い上げた政府・与党の胸中に「運用で補って欲しい」という希望は多少あるのではないかと筆者感じている。それ自体は決して悪い話とは思わないが、その多くが海外資産に向かう状況が続けば、将来的には副作用の検証・分析が必要になってくるようにも思える。

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/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2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～繰り込んでも円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
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～「利上げ一利下げ」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