

みずほマーケット・トピック(2024 年 3 月 25 日)

23 年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～

23 年 12 月末時点の資金循環統計を元に、いつも通り、家計金融資産の構成状況を整理する。依然、2000 兆円を超える資産の 95%以上が円貨性の資産というホームアセットバイアスの強さは健在。だが、その円貨性資産も「貯蓄から投資」の胎動が見られており、株式・出資金の比率が 2 期連続で過去最高タイを記録。円安との関係で注目される外貨性資産の比率も 07 年 12 月末に記録した過去最高水準(3.9%)を視野に捉える状況。22 年 12 月末からの 1 年間の変化で見た場合、外貨性資産の比率は+0.5%ポイント上昇、金額にして+14.3 兆円増加した。1 年間の変化幅としてはかなり大きい。株式・外貨共に「貯蓄から投資」の流れは感じる。また、資産だけではなく負債にも着目すると、債務残高は約 373 兆円と過去最大を更新。その約 62%が住宅ローンであり、これも過去最高値。歴史的に日本では日銀が連続利上げに踏み切れない理由として政府部門の債務残高が大きいことが挙げられやすいが、今後はそれに加え、家計の債務残高(≡住宅ローン残高)が大きいことも一緒に言及されるケースが増えてくる可能性。

～外貨比率も株比率も過去最高目前～

ドル/円相場は年初来高値圏での取引が続いている。依然としてマイナス金利解除との関係性や為替介入の可能性を問うような論調が支配的だが、本日の本欄では先週 21 日に公表された 2023 年 12 月末時点の資金循環統計を元に、いつも通り、家計金融資産の構成状況を整理しておきたい。既報の通り、2023 年末の家計の金融資産残高は 2141 兆円と過去最高を更新した。構成を見ると、95%以上が円貨性の資産、特に現預金(外貨預金を除く)が 50%以上とホームアセットバイアスの強さは依然として健在である。だが、その円貨性資産も「貯蓄から投資」の胎動が見られ

本邦家計部門の金融資産構成(2023年12月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,141.5	100.0
外貨性	78.7	3.7
外貨預金	6.7	0.3
対外証券投資	26.7	1.2
投資信託	45.3	2.1
円貨性	2,062.8	96.3
現預金(外貨預金を除く)	1,120.8	52.3
国債等	28.3	1.3
株式・出資金	275.8	12.9
投資信託(外貨部分を除く)	66.1	3.1
保険・年金準備金	537.5	25.1
預け金など	34.3	1.6

本邦家計部門の金融資産構成(2022年12月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,037.5	100.0
外貨性	64.4	3.2
外貨預金	6.4	0.3
対外証券投資	22.7	1.1
投資信託	35.2	1.7
円貨性	1,973.1	96.8
現預金(外貨預金を除く)	1,109.9	54.5
国債等	25.6	1.3
株式・出資金	213.5	10.5
投資信託(外貨部分を除く)	56.6	2.8
保険・年金準備金	532.8	26.1
預け金など	34.8	1.7

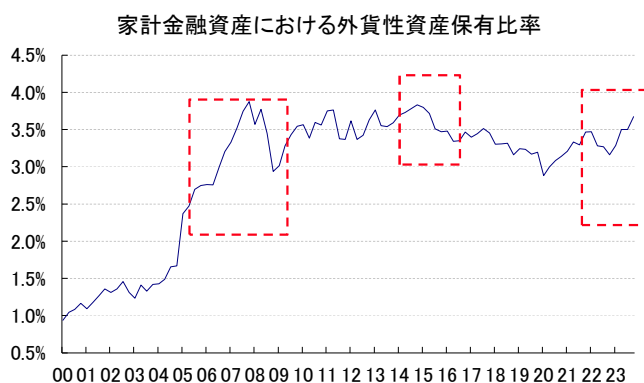
2022年12月末から2023年12月末にかけての変化

金額(兆円)	構成比(%)
104.0	
14.3	0.5
0.3	▲ 0.0
3.9	0.1
10.1	0.4
89.7	▲ 0.5
10.9	▲ 2.1
2.7	0.1
62.3	2.4
9.6	0.3
4.7	▲ 1.1
▲ 0.5	▲ 0.1

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

ており、株式・出資金の比率が 12.9%と 2 期連続で過去最高タイを記録している。

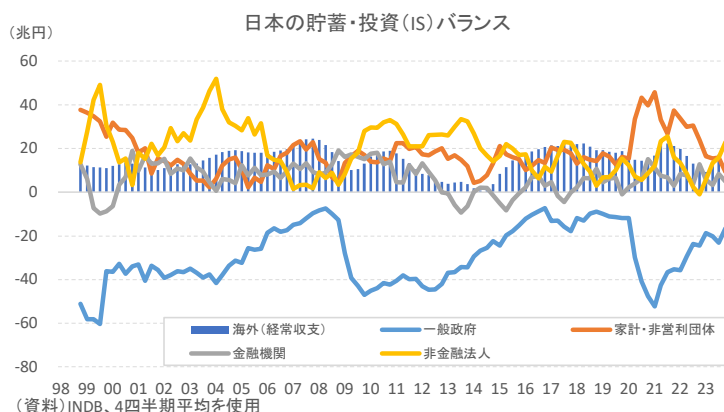
今年 1～3 月期の日本株の盛り上がりを踏まえれば、次回公表の 2024 年 3 月末時点では過去最高比率が更新されている可能性は高い。片や、円安との関係で注目される外貨性資産の比率は前期の 3.5% から 3.7% へ上昇しており、2007 年 12 月末に記録した過去最高水準(3.9%)を視野に捉えている。2022 年 12 月末からの 1



年間の変化で見た場合、外貨性資産の比率は+0.5%ポイント上昇、金額にして+14.3 兆円増加となっており、1 年間の変化幅としては大きい。これを主導したのが投資信託であり、+0.5%ポイントのうち+0.4%ポイントを占めている。海外株式を主軸とする投資信託に対し、強い投資意欲が色濃く出ているものと理解できる。過去の本欄でも論じたように、年明け以降、投信経由の対外証券投資の勢いは過去に類例が無いほど強いため、新 NISA 稼働後で最初のデータとなる次回公表分(2024 年 3 月末時点)は外貨性資産比率が過去最高を更新する公算は大きいと考えられる。株式にせよ、外貨にせよ、「貯蓄から投資」の流れは確実に確認できる数字と言えるだろう。

～IS バランスに見る家計の貯蓄縮小～

なお、資金循環統計と共に貯蓄・投資(IS)バランスの現状もアップデートされている。長らく「デフレの元凶」は IS バランス上に見る「民間部門の貯蓄過剰」だと指差されてきた。動学的資源配分の要である IS バランスにおいて家計部門や企業部門が消費・投資意欲を発揮せず、貯蓄をため込むことが日本経済の成長率を押し下げ、上がらない物価に繋がってきたという

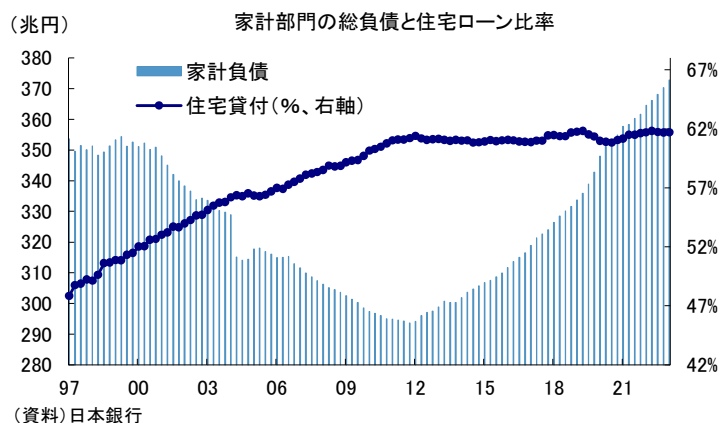


説には説得力がある。この点、近年では家計部門の貯蓄過剰が縮小傾向にあることは興味深いものであり、2023 年 12 月末時点では約 9.3 兆円(※振れが大きいので四半期平均を使用)と 2014 年 9 月以来、約 9 年ぶりの低水準だった。家計部門の貯蓄過剰が解消されるに伴い、貯蓄と投資をマッチングさせる金利(≡自然利子率)は理論上、高くなることが想定される。そのような情勢下ではインフレ圧力は従前よりも増していくことが想定される。IS バランスで起きている変化は現在の円安や物価高と整合的な経済現象である。

～債務の 6 割強は住宅ローン、その意味は～

また、「資産」運用立国という旗印の下ではあまり焦点が当たらないが、「負債」動向にも目を配っ

ておきたい。家計部門の「債務」側の統計も見ておくと、2023 年 12 月末時点の債務残高は約 373 兆円と過去最大を更新している。運用やそれに伴う市況変動（特に円安）への影響という観点からは、どうしても「資産」側の構成変化が耳目を引きやすいが、家計部門の貯蓄過剰が縮小する傍らで負債が増大している事実も押さえておきたい点である。ちなみに過去最大を更新した債務残高の約 62%が住宅貸付（＝住宅ローン）であり、これも過去最高値である。この比率は 2010 年に 60%に乗って以降、じわじわと上昇しており、昨今の不動産価格高騰を踏まれば今後も住宅ローン主導で家計の債務残高は増加していく可能性が高い（図）。既に散見されているが、「住宅ローン負担に直結するため、政治的には連続利上げは容認困難」という懸念は今後、日銀ウオッチの上でたびたび顔を出してくるだろう。モラルハザードとしか言いようがない論理だが、日本の政治がそのように動く可能性は確かに否めない。



更新した債務残高の約 62%が住宅貸付（＝住宅ローン）であり、これも過去最高値である。この比率は 2010 年に 60%に乗って以降、じわじわと上昇しており、昨今の不動産価格高騰を踏まれば今後も住宅ローン主導で家計の債務残高は増加していく可能性が高い（図）。既に散見されているが、「住宅ローン負担に直結するため、政治的には連続利上げは容認困難」という懸念は今後、日銀ウオッチの上でたびたび顔を出してくるだろう。モラルハザードとしか言いようがない論理だが、日本の政治がそのように動く可能性は確かに否めない。

もっとも、本欄では繰り返し述べているように、債券市場（金利）に対する「優しさの代償」は円安の持続であり、結局、被る痛みの種類が変わるだけである。金利上昇で返済負担が増えるのも、円安で一般物価が上がるのも、家計部門の所得環境を毀損するという意味では同じだ。世論は前者のリスクに神経質ゆえ利上げへの反発は大きくなるが、円安発・輸入物価経由のコストプッシュインフレはありとあらゆる財・サービスの価格に反映され、広く薄くコスト負担が生じる。現に過去 2 年ではそうなっているので分かりやすいだろう。歴史的に日本では日銀が連続利上げに踏み切れない理由として政府部門の債務残高が大きいことが挙げられやすいが、今後はそれに加え、家計の債務残高（＝住宅ローン残高）が大きいことも一緒に言及されるケースが増えてくるのではないか。政治は家計部門の不平不満に敏感であることを考慮すれば、利上げの難易度は一段と上がる方向に事態が動きつつあるように思える。

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3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか?～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～
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」がキープレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織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～