

みずほマーケット・トピック(2024 年 4 月 10 日)

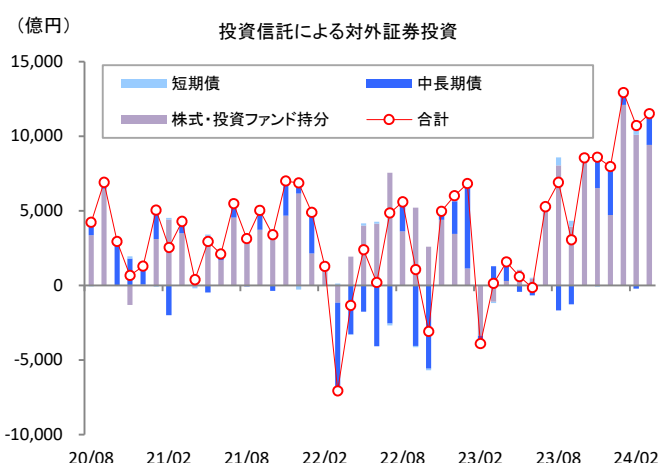
過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1 を終えて～

3 月の対外証券投資に関し、投資信託委託会社等(以下投信)経由の買い越しは+1 兆 1515 億円と現行統計開始以来では 2 番目に大きな数字を記録。ちなみに 1 番大きかったのは今年 1 月、4 番目に大きかったのが今年 2 月だ。1～3 月期合計の買い越し額は+3 兆 5166 億円で、四半期としてはもちろん過去最大。この金額は近年で言えば年間の買い越し額に匹敵するものだ。24 年を通じて 10 兆円の太台は堅そうな状況。24 年最初の四半期を終えたところで、日本の資産運用立国化への歩みは順当な滑り出しと表現できそうだが、この政策の最終的な着地点はどこにあるのか。新 NISA を契機として日本の家計部門が海外株式投資に熱を上げる内実は「税金を使って海外株式を買っている」という構図にも読み替えられる。そこまでして政府が成し遂げようとしている資産運用立国だからこそ、その顛末を国民として真摯に考える筋合いがある。今後の日本は円安を常態として受け入れた上で、米金利に反応しやすい米国株式の動向によって消費・投資意欲も左右されるという未来が待っているのだろうか。

～買い越し額は年間 14 兆円ペース～

ドル/円相場は過去 2 年にわたる円安局面で破ることができていない 152 円を巡る攻防が続いている。語るべき論点が多いが、根雪のように積み上がり続ける「家計の円売り」がドル/円相場の堅調を支えている面は否めない。この点、一昨日には財務省から 3 月分の「対外及び対内証券売買契約等の状況」が発表されているので、現状を把握しておきたい。新 NISA 稼働に伴う「家計の円売り」については年初ほど大きな関心を感じないものの、東京外国為替市場が直面するようになった「新しい円売り圧力」として定期的にチェックすべき論点と考えられる。

注目された投資家部門別の対外証券投資に関し、投資信託委託会社等(以下投信)は 3 月、+1 兆 1515 億円の買い越しと前月から加速している。この金額は現行統計開始以来では 2 番目に大きなものだ。ちなみに 1 番大きかったのは今年 1 月、4 番目に大きかったのが今年 2 月だ。いかに歴史的なハイペースが持続しているかが分かるだろう。1～3 月期合計の買い越し額は+3 兆 5166 億円で、四半期としてはもちろん過去最大である。通年統計で見た場合、過去 10 年平均(2014～23 年)が+3 兆 6111 億円、パンデミック直前の過去 5 年平均(2014～19 年)で見ても+3 兆 4457 億円という実績だった。つまり、今年 1～3 月期で記録した約+3.5 兆円という数字は近年で言えば年間の買い越し額に匹敵する。このペースでいけば年間で約+14 兆円程度の買い越し



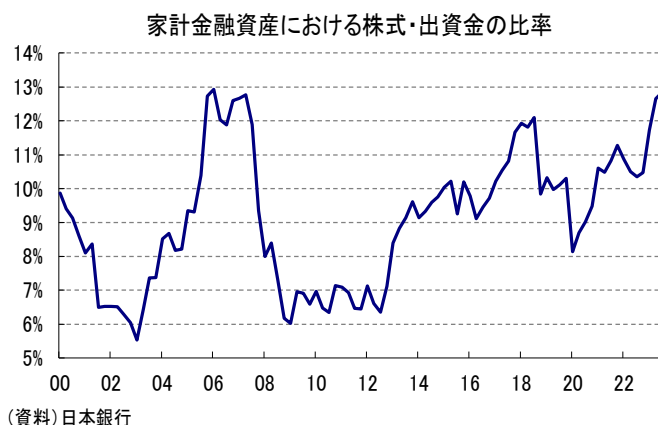
(資料)財務省、INDB

となる。少なくとも 10 兆円の大台は堅いと言える。1～3 月期合計の買い越し額(+3 兆 5166 億円)を商品別に見ると 3 兆 1633 億円が株式・投資ファンド持分であり、相変わらず投資意欲の殆どが海外株に傾斜している。

～資産運用立国の着地点～

2024 年最初の四半期を終えたところで、日本の資産運用立国化への歩みは順当な滑り出しと表現して良いのだろう。しかし、この政策の最終的な着地点はどこにあるのか。その点はまだ良く分かっていない。新 NISA を契機として日本の家計部門が海外株式投資に熱を上げる内実は「非課税枠を設定したことによる海外株式の買い」であり、意地の悪い言い方をすれば「税金を使って海外株式を買っている」という構図にも読み替えられる。そこまでして政府が成し遂げようとしている資産運用立国だからこそ、その顛末を国民として真摯に考える筋合いがある。

例えば家計金融資産の 3 割以上を株式が占め、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経済のような姿は 1 つの着地点になり得る。日本人は「皆がやっている」という動機で極端な行動に走りやすい。多くの国民が日本経済や円の将来を悲観し、オルカンを筆頭とする海外投資に傾倒すれば、株式・出資金の保有比率はいずれその水準に到達するだろう(既に昨年 12 月末時点で過去最高タイの 12.9%だ、図)。



だが、この状況が極まったとしても、日本の家計部門が保有する株式は基本的に海外、特に米国主体ということになってしまう。その上、株式購入と引き換えに通貨価値(円安)を差し出しているような側面もある。元々、円ひいては日本経済は FRB の金融政策(≒米金利)に影響される側面が大きかったが、今後の日本は円安を常態として受け入れた上で、米金利に反応しやすい米国株式の動向によって消費・投資意欲も左右されるという未来が待っているのだろうか。現状を踏まえる限り、否定できない未来である。

～日本人の消費は米国株に依存する時代に？～

仮にそのような体質の経済に変わった場合、FRB の金融政策運営は今以上に日本国民の関心事となる。例えば FRB の利上げ局面では米金利上昇を受けた米国株下落や日米金利差拡大を受けた円安・ドル高が典型的には想定されやすくなる(※あくまで典型的には、である。現実のシナリオはもっと細分化できるが、敢えて単純化している。後述する利下げ局面の場合も同様)。この場合、日本の家計部門は「米国株下落に伴う逆資産効果」と「円安によるコストプッシュインフレ」というダブルパンチを被る可能性がある。

逆に、FRB の利下げ局面では米金利低下を受けた米国株上昇や日米金利差縮小を受けた円高・ドル安が典型的には期待されやすくなる。この場合、日本の家計部門にとっては「米国株上昇に伴う資産効果」と「円高によるコストプッシュインフレの後退」が想定される。こちらは日本経済にと

って前向きな展開と言える。とはいえ、このケース(FRB の利下げ局面)には注意も必要である。貿易赤字国になった日本では「FRB の利下げが円高を招く」と言っても、その動きは限定的なものにとどまる可能性がある。そうすると、FRB の利下げ局面では「米国株上昇に伴う資産効果」を享受する一方、「円安によるコストプッシュインフレ」はある程度残り、資産効果が減殺されるかもしれない。米株保有比率はまだ低いが、ちょうど今の日本が直面している状況がこれに近いように思える。

もちろん、これらはただの頭の体操であり、現実をかなり単純化している。だが、日本の家計金融資産が非常に多くの米国株を抱えるようになった場合、何が起きるのかということについては少しずつ分析を進める価値はある。FRB の政策運営にかかわらず、株式には上昇局面もあれば、下落局面もある。現在、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、米国株上昇への寄与度は良く分かっていない。だとすれば、FRB の金融政策運営はどうあれ、日本の家計部門が米国株式の購入に傾斜したことで発生した円安は残るとしても、日本の家計部門の行動とは無関係に米国株が下落する状況は十分起こり得る。そうなった場合もやはり「円安によるコストプッシュインフレ」と「米国株下落に伴う逆資産効果」が併存することで日本経済は足枷を嵌められたような状況に直面してしまう。元々そうだったという声もありそうだが、日本の実体経済は今まで以上に米国経済とこれに割り当てられる FRB の金融政策に依存してくる可能性がある。

～得も言われぬ不安と新しい分析テーマ～

資産運用立国の歩みはまだ始まったばかりであり、関連統計もまだ十分出揃ってはいない。よって、上述の議論は悲観的な方向へ振れ過ぎている可能性も多分にある。しかし、非課税枠を設定して購入される資産が国内ではなく海外中心という状況が続くことに関し、得も言われぬ不安を抱くのは筆者だけではないはずだ。資産運用立国の着地点については今後明らかになってくる関連統計を踏まえながら、調査・分析を重ねて行こうと思っている。

歴史的に日本の家計部門の金融資産構成は円の現預金が主体だった。よって、その消費・投資行動が内外金融市場の変動に影響される可能性などは考える必要が無かった。しかし、今後、国内外のリスク資産(典型的には米国株式など)を多く保有するようになれば、FRB を筆頭とする海外中央銀行の動きやこれに付随する資産価格の変動を受けて、日本の家計部門の消費・投資行動に影響が出る展開は避けられない。日本人の消費行動と内外金融市場が連動する時代に入ったとすれば、エコノミストとしては興味深い分析テーマではある。

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.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4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
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～
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～進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～織り込んで円安の怖さ～
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～「利上げー利下げ」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