

みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 7 日)

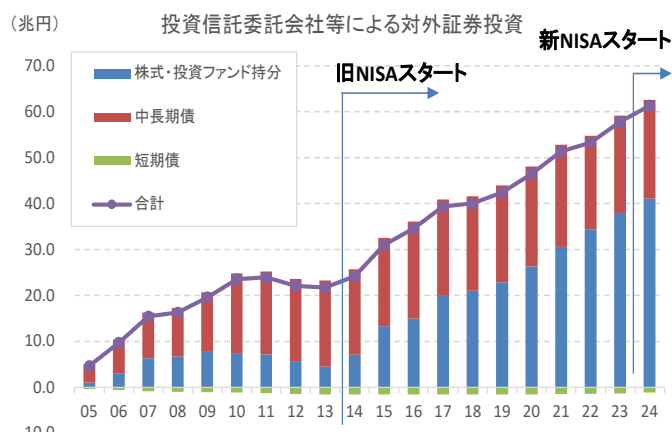
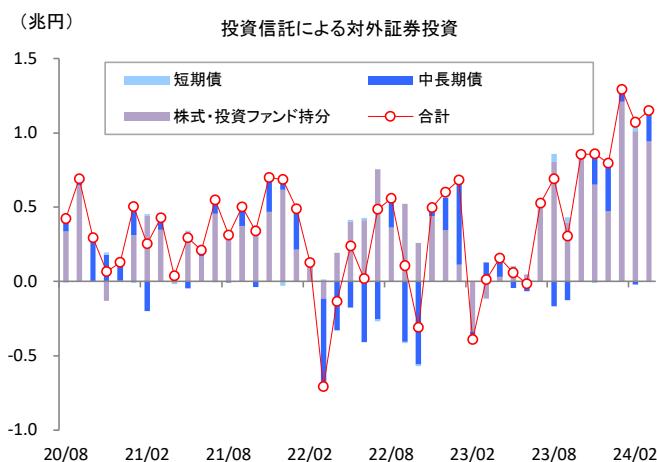
円安抑止の処方箋～NISA 国内投資枠～

現状、円安抑止の処方箋は為替介入や利上げといった裁量的なマクロ経済政策を脇に置けば①対内直接投資促進、②インバウンド奨励、③レパトリ減税が議論の俎上に上がっている。③については先週の本欄で詳述した通りだ。だが、まだ世論が盛り上がっていない論点がある。それは NISA 国内投資枠の設置だ。足許の円安には「家計の円売り」が寄与している側面も大きいと言われる以上、ここに対する有効なアプローチは必然的に求められる。国内投資枠が新設された分、新規投資資金が増えるというのであれば「家計の円売り」の勢いは変わらない。だが、恐らくそうはなるまい。年間 360 万円の枠を全て使い切る個人投資家は多数派ではないからだ。国内投資枠が新設された場合、海外投資に流れていた資金の一部は国内投資へと代替されるだろう。それは立派な円安抑止策である。国内投資枠の強化は既に NISA の原型である英国の ISA で今春、検討が始まっている。波及効果が分かりやすい(かつ大きな副作用も無い)ゆえ、日本も触発される展開は十分考えられる。相対的に持続力のある処方箋には違いない。

～NISA 国内投資枠という円安抑止策～

ドル/円相場は 160 円付近からピークアウトしているが 154 円付近で高止まりしている。現状、円安抑止の処方箋は為替介入や利上げといった裁量的なマクロ経済政策を脇に置けば①対内直接投資促進、②インバウンド奨励、③レパトリ減税が議論の俎上に上がっている。③については先週の本欄で詳述した通りだ。だが、まだ世論が盛り上がっていない政策として筆者が注目する論点がある。それは NISA 国内投資枠の設置だ。既に始まっている現行制度での購入部分にメスを入れるのは難しいとして、新規流入資金を国内へ誘導する努力は可能だ。

周知の通り、年初来の円安相場には新 NISA に伴う海外株式の購入、いわゆる「家計の円売り」が寄与している側面も大きいと言われる。財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況(指定報告機関ベース)」に基づけば、投信経由の対外証券投資は今年 1～3 月期だけで約 3.5 兆円に達しており、こ



これは過去 10 年平均とほぼ匹敵する規模である(前頁、上図および下図)。それが主因かどうかはさておき、円安地合いに寄与しているのはほぼ間違いない。本欄や拙著「強い円はどこへ行ったのか」では「家計の円売り」が過度な円安を促す展開をそもそも危惧してきたが、そのシナリオは半ば実現しつつある。このペースで投信経由の対外証券投資が出ることを許せば、年間で優に 10 兆円を超える円売りが家計部門から出てくることになる。これは近年の日本の経常収支黒字の半分であり、CF ベースで言えばほぼ同額というイメージになる。2022～23 年の円安相場はともかく、2024 年に入ってから円安相場と「家計の円売り」の間には、相応の関係があるだろう。

～海外投資と国内投資は代替的～

「つみたて投資枠」と「成長投資枠」に加えて、「国内投資枠」も設けられた場合、どのような効果が期待されるのか。内外の成長率格差を踏まえれば、今後も海外株への投資意欲は相応に強い状況は続くだろう。とはいえ、過去 2 年間に直面した円安を踏まえ、これ以上の為替リスクを取ることに及び腰になる層も増えてはいるだろう。国内投資枠はそうした層の受け皿になる可能性を秘める。国内投資枠が新設された分、新規投資資金が増えるというのであれば「家計の円売り」の勢いは変わらないが、恐らくそうならない。というのも、現行の年間 360 万円(つみたて投資枠 120 万円、成長投資枠 240 万円)の枠を全て使い切る個人投資家は多数派ではないからだ。金融庁が発表する「NISA 口座の利用状況調査(2023 年 9 月末時点)」によれば、2023 年 9 月末時点の NISA 口座数は 2034 万 7312 口座、その買い付け額は 34 兆 0281 億 4597 万円だ。単純計算で 1 口座あたり 167 万円である。2014 年から始まった旧 NISA(年間 120 万円)が 8 年かけてその程度のだから、平均して月 2 万円弱の投資額だろうか。年間 360 万円の枠が 480 万円や 500 万円になっても、元々使い切っていないのだから大勢に影響はない。

こうした状況を踏まえれば、国内投資枠が新設された場合、海外投資に流れていた資金の一部は国内投資へと代替される展開が予見される。言い換えれば、国内投資枠が増えた部分は選択可能性の拡大でしかない。国内投資に配分された分、海外資産への投資(≡円売り)は減ることになるのであれば、それは立派な円安抑止策になる。G7 である日本では資本規制が難しい以上、インセンティブ設計として流出を減らすような工夫は求められる。

～英国 ISA に倣うか～

この動きは既に他国で始まっている。2024 年 4 月、英国は春に発表された予算編成方針において NISA の原形とされる ISA に関し、英国株投資の非課税枠を現在の年間 2 万ポンドから 2 万 5000 ポンドに引き上げる意向を表明している。当然、英国企業への投資を促して金融市場を活性化させる狙いがある。英国でこの方針が固まれば日本でも同じ方針を求める機運が高まる可能性はあるだろう。家計部門が余資を海外ではなく国内に配分するようになれば、日本株は上昇するし、円売りも抑制される。波及効果が分かりやすい(かつ大きな副作用も無い)ゆえ、日本でも追随を求める声が強まる可能性は高い。これ以外にも、シュレーダー政権下のドイツでは政策保有株式の売却益を時限的に非課税として売却を促し、個人株主の比率を押し上げようとしたこともあった。国内投資枠と比較すれば想定される効果が迂遠だが、家計部門の国内投資を奨励する策という意味では共通するため、一考に値するかもしれない。

いずれにせよ「家計の円売り」に伴う円売り圧力を緩和する政策は利上げや為替介入は元より、最近取りざたされるレパトリ減税案と比較すれば、持続力を持つ円安抑止策であり、しかも資産運用立国の方針とも合致する。今後、議論が盛り上がってくる可能性は十分考えられる選択肢だろう。

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5月2日	週末版(レバトリ減税について～15%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
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～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「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～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(貿易赤字国を迎える米利下げ～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～)