

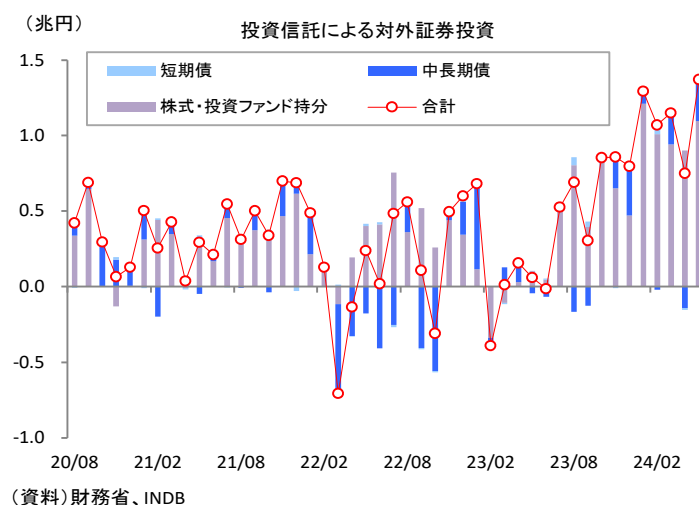
みずほマーケット・トピック(2024 年 6 月 12 日)

既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」

5 月の投資家部門別の対外証券投資を見ると、新 NISA を受けた「家計の円売り」を反映する投資信託委託会社等(以下投信)は過去最大の買い越しを更新。これで投信経由の買い越し額は年初 5 か月合計で+5 兆 6389 億円に達し、2023 年通年(+4 兆 5447 億円)を超えた。このままいけば 2024 年の仕上がりは優に+13 兆円を超えることになる。通年統計で見た場合、2014 年から 2023 年の 10 年平均が+3 兆 6111 億円、パンデミック直前となる 2015 年から 2019 年の 5 年平均が+3 兆 6456 億円という実績だった。現状の動きは文字通り、別次元と言えるもので、新 NISA を受けた日本の新常態と言って差し支えないだろう。歴史的に為替市場では生命保険会社や信託銀行(信託勘定)の動向が円安を駆動する存在として注目を集めていた。今回はそうした部門別対外証券投資の歴史に投信が加わったと見ることもできる。しかし、非課税枠を背景として無慈悲に毎月決まった額の外国株式を買い続けるという投信の動きは、その規模もさることながら、持続可能性の面からも過去の投資主体とは異なる側面があるだろう。

～遂に 2023 年通年分を超えた「家計の円売り」～

一昨日には財務省より 5 月の「対外及び対内証券売買契約等の状況(月次・指定報告機関ベース)」が公表されている。円安相場との関係で注目される日本から海外への対外証券投資は+1 兆 4947 億円と 3 か月ぶりの買い越しを記録している。投資家部門別の数字を見ると、新 NISA を受けた「家計の円売り」を反映する投資信託委託会社等(以下投信)は+1 兆 3719 億円の買い越しで今年 1 月に記録した過去最大の買い越し(+1 兆 2937 億円)を更新している。これで投



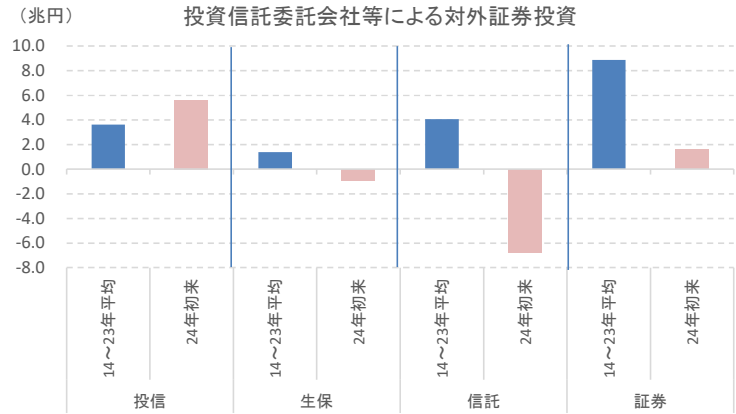
信経由の買い越し額は年初 5 か月合計で+5 兆 6389 億円に達しており、2023 年通年(+4 兆 5447 億円)を超えてしまっている。このままいけば 2024 年の仕上がりは優に+13 兆円を超えることになる。通年統計で見た場合、2014 年から 2023 年の 10 年平均が+3 兆 6111 億円、パンデミック直前となる 2015 年から 2019 年の 5 年平均が+3 兆 6456 億円という実績だった。2023 年通年はこうした過去の平均値と比べれば大きな買い越し実績だったわけだが、その数字をもってしても 2024 年の着地見込みには遠く及びそうにない。文字通り別次元であり、後述するように日本の新常態と言える。

年初 5 か月間に関し商品別に見ると、短期債が+1210 億円、中長期債が+3545 億円、そして株式・投資ファンド持ち分が+5 兆 1634 億円の買い越しで、推定される通り、その殆どが海外株式へ

の投資だ。いずれにせよ「年初来の円安相場に関係が無い」と考えるのはかなり難しい規模である。

～新しい円売り主体の誕生～

こうした過去に類例を見ないハイペースの投信経由の対外証券投資が新NISA 稼働に伴う新常态とすれば、一過性ではない恒常的な動きとしてその影響を客観的に捉え直す必要がある。仮に2024年通年の仕上がりは+13兆円を大きく超える場合、日本から海外への対外証券投資に関し、従前の機関投資家を遥かに凌ぐ円売り主体が生まれたと見ることもできる。為替市場で頻繁に注目される他部門に関し

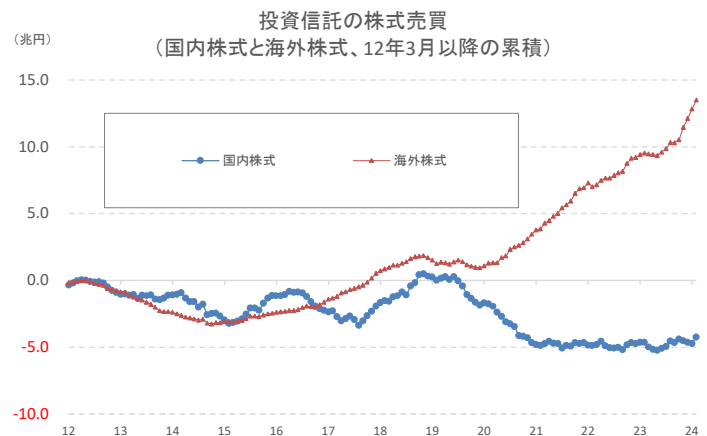


(資料) INDB、※24年は5月分まで。

て2014年から2023年の10年平均を見ると生命保険会社が+1兆3987億円、年金運用の動きを反映する信託銀行(信託勘定)が+4兆880億円、金融商品取引業者(証券会社)が+8兆8688億円であった。ちなみに年初来5か月に関して言えば、生命保険会社が▲9587億円、信託銀行(信託勘定)が▲6兆7556億円の売り越しとなる一方、金融商品取引業者は+1兆5527億円の買い越しであった。投信の+5兆6389億円が頭抜けて大きいことが良く分かる。定量的な裏付けを示せないものの、他の部門と比べて為替ヘッジ比率が低そうなことも投信の円売りの特徴だろう。

～無慈悲な売りを続ける家計～

財務省の計数のほか、過去の本欄では頻繁に引用してきたように、投資信託協会の統計からも「家計の円売り」の強さを把握することができる。ここでは投信経由の株式売買動向について国内と海外を区別した上でその動向を把握できる。右図に示すように、家計部門が投信経由で積極的に円売りに加担するという構図は最近1～2年で始まったものではなく、2020年前後から顕著に定着している構図である。ちょうど4年程前から国内株式と入れ替えるように外国株式が買い



(資料) 投資信託協会、※2024年4月までのデータ。

求められている。そこへ非課税枠を追加したのだから、眼前の動きは必然の帰結と言えるだろう。一瞥して分かるように、2024年に入ってから明らかにそれまでのトレンドが変わっており、鋭角的な増勢に転じている。上で「一過性ではない恒常的な動き」と述べたが、決して言い過ぎではない。

歴史的に為替市場では生命保険会社の年度運用動向、端的には外債投資方針が相場の潮流

に影響を与える存在として注目されており、今でも半期ごとに発表される各社運用方針は相応の注目を集めている。また、アベノミクス初期には年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)を筆頭に資産運用方針の積極的な修正(株式や外貨建て資産への傾斜)が注目を集め、信託銀行(信託勘定)の動向が円安を駆動する存在として注目を集めていた。今回はそうした部門別対外証券投資の歴史に投信が加わったと見ることもできる。しかし、非課税枠を背景として無慈悲に毎月決まった額の外国株式を買い続けるという投信の動きはその規模もさることながら、持続可能性の面からも過去の投資主体とは異なる側面があるように思える。信託銀行(信託勘定)の円売り・外貨買いも、公表済みのポートフォリオの比率に到達した後は自然と収束していった。

理屈の上では家計部門のリスク許容度が許す限り、投信の円売りは続くことになる。この点、国際分散投資という必ずしも合理的な判断から運用資金を動かすわけではない家計部門は「皆がやっているからやる」という空気感で投資行動を持続させる可能性もあるだけに、底知れぬ怖さがある(この点、最近の新 NISA に伴う「家計の円売り」を国際分散投資が動き始めた証左と喜ぶのは些かなイブな側面があるように筆者は考えている)。今後、FRB が利下げすれば米国株式にとっては一段の追い風になるだけに、新 NISA の枠にとどまらず米国株式購入に伴う「家計の円売り」は増えるかもしれない。とすれば、「日米金利差は縮小しても円安が続く」という地合いに寄与しかねない話とも読める。いずれにせよ、後に歴史を振り返れば、機関投資家級存在として家計部門が浮上してきたのが 2024 年という年になるのではないかと。

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6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%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～またも「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	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内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～インフレの締結～
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～滲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資金減速～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」