

みずほマーケット・トピック(2024年6月27日)

家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～

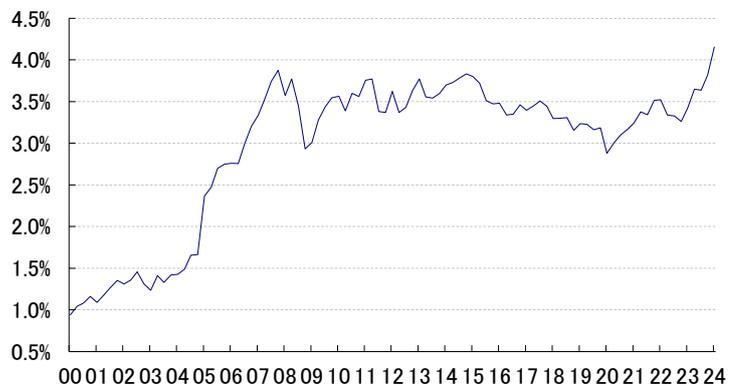
24年3月末時点の資金循環統計は新NISAの効果と副作用を鮮明に映し出す結果。株式・出資金の構成比率が14.2%と統計開始以来の最高水準を更新する一方、筆者試算の外貨性資産の構成比率も4.2%とやはり最高を更新。2020年以降の伸びはかなり一方的であり、新NISA稼働以前から、「貯蓄から投資」は「円から外貨」という構図で進んできたという実情が透ける。こうした動きの背景に円安の不可逆性を意識する国民感情があった可能性は否めないし、事実、これを焚きつけるような論調も増えている。ちなみに約四半世紀の間に外貨性資産比率は5倍弱(0.9%→4.2%)に上昇している。こうした「家計の円売り」を捉える上で資金循環統計は今後も注目を集めるだろうが、これに依存し過ぎることも危うい。実態としてはもっと外貨性資産比率が高い疑いはあるし、3か月前のスナップショットしか分からないという危うさもある。新NISA経由で出て行った円が将来的に戻ってくる保証はなく、今後若年世代を中心に増える公算は大きい。真偽を脇に置いたとしても、このままで良いのかは一考に値するテーマに思える。

～資産運用立国:鮮明になる効果と副作用～

本日は日銀より2024年3月末時点の資金循環統計が公表されている。まだ断言できる段階には無いが、日本の家計部門の投資行動に関し「いよいよ動き出した」という印象を抱く仕上がりとなっている。政府・与党の推し進める資産運用立国との関連で注目される家計の金融資産残高は前年同期比+7.1%の2199兆円で、6四半期連続で過去最高を更新しているが、そのドライバーとなったのはやはりリスク性資産であった。具体的には投資信託が同+31.5%の119兆円、株式・出資金が同+33.7%の313兆円と著しい伸びを見せている。新たな少額投資非課税制度(以下、新NISA)は確実に効果を上げているという評価になるだろう。

しかし、今の日本では新NISAの効果よりも副作用に注目が集まっている。確かに、上述のような動きを受けて株式・出資金の構成比率は14.2%と統計開始以来の最高水準を更新している。これ自体は紛れもなく前向きな効果と言えるだろう。しかし一方、筆者試算の外貨性資産の構成比率も4.2%とやはり統計開始以来の最高水準を更新している(図)。2020年以降の伸びはかなり一方的であり、新NISA稼働以前から、「貯蓄から投資」は「円から外貨」という構図で進んできたという実情が透ける。こうした動きの背景に円安の不可逆性を意識する国民感情があった可能性は否めないし、事実、こ

家計金融資産における外貨性資産保有比率



(資料)日本銀行より筆者試算

れを焚きつけるような論調も増えている。「皆がやっているから」が主たる行動原理になりやすい日本において、これは軽視できない危うい兆候に思える。実際のところ、毎日のように、インバウンドによる「強い外貨」をクローズアップする報道が行われ、「弱い円」の立ち位置を意識させられる過程で、投資よりも防衛としての外貨投資意欲が湧いてくるのは理解できる話だ。

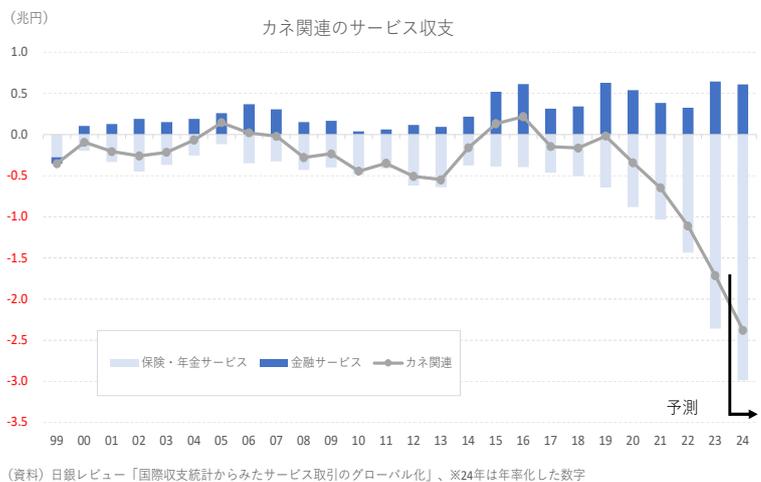
なお、下表は2000年3月末時点との比較を見たものだが、約四半世紀の間に外貨性資産比率は5倍弱(0.9%→4.2%)に増えていることが分かる。主体となるのはオルカンに象徴されるような外貨建て投信信託で、これに次いで米国の個別株投資などに象徴される対外証券投資も増えている様子が窺える。なお、全体の占める比率は大きくないものの、近年ではネット銀行を中心として特別に高い金利を付与する外貨預金も販売されていることから、この部分も伸び余地があるかもしれない。いずれにせよ「貯蓄から投資」は国内株への配分も確かに増えているものの、「円から外貨」の動きを通じて実現されている部分が相当に大きそうなことは事実である。

本邦家計部門の金融資産構成(2024年3月末)			本邦家計部門の金融資産構成(2000年3月末)			2000年3月末から2024年3月末にかけての変化	
	金額(兆円)	構成比(%)		金額(兆円)	構成比(%)	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,199.1	100.0	総資産	1,401.1	100.0	798.0	
外貨性	91.3	4.2	外貨性	13.2	0.9	78.2	3.2
外貨預金	6.8	0.3	外貨預金	3.1	0.2	3.7	0.1
対外証券投資	33.6	1.5	対外証券投資	4.7	0.3	28.9	1.2
投資信託	50.9	2.3	投資信託	5.3	0.4	45.6	1.9
円貨性	2,107.8	95.8	円貨性	1,387.9	99.1	719.9	▲ 3.2
現預金(外貨預金を除く)	1,111.6	50.5	現預金(外貨預金を除く)	741.6	52.9	370.0	▲ 2.4
国債等	28.9	1.3	国債等	50.6	3.6	▲ 21.7	▲ 2.3
株式・出資金	313.1	14.2	株式・出資金	138.3	9.9	174.8	4.4
投資信託(外貨部分を除く)	74.0	3.4	投資信託(外貨部分を除く)	52.2	3.7	21.7	▲ 0.4
保険・年金準備金	540.6	24.6	保険・年金準備金	369.9	26.4	170.8	▲ 1.8
預け金など	39.6	1.8	預け金など	35.3	2.5	4.3	▲ 0.7

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

～資金循環統計では遅きに失する恐れも～

今後も、資金循環統計は「家計の円売り」の進捗をチェックするデータとして注目される可能性が高い(現に、今回も統計発表前からデータを使わせて欲しいという依頼を複数頂いている)。しかし、日本の家計部門の実情を捉えるにあたって、資金循環統計に依存し過ぎることは危ういだろう。例えば、過去の本欄でも何度か議論しているが、現在の日本ではその他サービス収支における保険・年金サービスの赤字が急拡大している。この背景として外貨建て生命保険の販売急増などが挙げられている。昨年



来、その販売方法などを巡って金融庁が監督強化に乗り出していることは既報の通りだ。統計上、こうしたフローが資金循環統計上の「保険・準備金」(≒円貨性資産)に計上されるとすれば、実は試算される外貨性資産比率は上記の 4.2%よりももっと高い可能性はある。また、そもそも統計の発表時期が遅いという弱点もある。資金循環統計が極めて有用な数字であることは間違いがないが、3か月前のスナップショットしか教えてくれない。しかし、周囲の雰囲気を押されて一気呵成に動く傾向にある日本人の気質を踏まえれば、「家計の円売り」が本当に日本経済にとってリスクとなっているという事実を判断する際、統計発表を待っていたのでは初動が遅れる不安もある。

～新 NISA で出て行った円は戻るのか？～

未だに新 NISA 経由の円売りと現下の円安の可能性を直視しない論調も見受けられるが、筆者がこの問題を繰り返し危惧するのは、「一度出て行ってしまった円は半永久的に戻らない」という事実が軽視されているように思えるからだ。もちろん、老後資金のための運用と位置付ければいつかは戻るのかもしれない。それ自体が円高圧力になる可能性も確かにある。しかし、それがいつ、どういった規模で戻ってくるというのか。少なくとも近未来の話ではあるまい。そうしている間にも毎年、社会人になる世代は新 NISA の積み立て設定に勤しむのではないのか。これから社会人になる若年世代はそれまでの世代と違って「強い円」を知らない世代に入れ替わっていく。いつまでも円の現預金を安全資産として抱えてくれる可能性は高くないだろう。これまでは無かった話である。

また、根本的な話をすれば、新 NISA で積み立てられた外貨建て資産に関し、「いずれ戻ってくる」という保証も絶対ではない。既に「外貨を外貨のまま利用するサービス」は一部金融機関で提供されている。「売られた分が必ず戻ってくる」という保証はないし、日本の経済・金融情勢が今よりも悪化していれば、余計に当てはまる不安である。

今の日本経済に目をやれば、円安によって実質所得環境が悪化し、実質個人消費ひいては実質 GDP が停滞する状況にある。こうした中、果たして「家計の円売りが増えてきましたね。円安に関係あるかもしれませんね」と指をくわえて見ていることが正しいのか。事実として前年実績の 3 倍ペースで購入が進んでいる以上、これが円安相場の一翼を担っている可能性は相応に高いと考えるべきであり、そう考えた上で何か処方箋を検討すべきではないか。英国でも議論の俎上に上っている国内優先枠のアイデアなどは、いずれ検討に値するものだと筆者は感じている。

もちろん、制度開始初年度においてそこまで過剰反応を示すのも正しいとは思わない。ただ、「一度決めたものは容易に変えるべきではない」という現状維持バイアスが強そうな日本だからこそ、実体経済にとって悪影響があると感じられた場合は、将来的にどのような変容が相応しいかも少しずつ検討しても良いように思える。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分) 週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見直し～
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」
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～ユーロ相場の方針～
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」の閉書
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	「もしトランプ」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相模～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世界経済見直しを受けて～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(ノ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