

みずほマーケット・トピック(2024 年 9 月 25 日)

家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～

今年 4～6 月期の資金循環統計は本邦家計部門における「貯蓄から投資」の動きを再確認するものであり、それは「円から外貨」を意味する動きでもあった。今年 6 月末時点で家計部門の金融資産における外貨性資産は 101.7 兆円と初めて 100 兆円を突破し、総資産に占める割合は 4.6%と過去最高を更新。もちろん、8 月上旬の相場変動が反映される次回 9 月末時点の数字はまた異なった姿になるだろうが、8 月以降も家計部門の投資意欲がさほど衰えていないことは月次で確認される投資家部門別の対外証券投資からも確認済み。統計の制約上、保険・年金準備金に含まれる外貨建て資産も加味すれば、実態として日本の家計金融資産の 10%近くが既に外貨建てになっている疑いも。新しい総理・総裁が誰になろうと、日本は金利上昇と円安の二者択一を迫られる。既に「貯蓄から投資」が外貨性資産を中心として盛り上がっている中、政治の不用意な情報発信が日本版トラスショックのトリガーを引かぬことを祈りたいところ。

～外貨性資産比率は初の 100 兆円突破～

ドル/円相場は依然 143～144 円付近で膠着状態にある。日米の金融政策決定会合を無難に消化したことで足許は材料難の様相を呈している。着々と縮小する日米金利差にもかかわらず、ドル/円相場が下げ渋っていることに違和感を覚える向きも増えているかもしれない。この点、先週 19 日に公表された今年 4～6 月期の資金循環統計は本邦家計部門における「貯蓄から投資」の動きを再確認するものであり、それは「円から外貨」を意味する動きでもあった。「下がりないドル/円相場」を考察する上で注視したい計数であり、いつも通り、定点観測を与えておきたい。

今年 6 月末時点で家計部門の金融資産は前年比+4.6%増加の 2211.7 兆円と 6 四半期連続で過去最高を更新している。記憶に新しいように、円安・株高がピークを迎えたのが 7 月上旬であるため、こうした仕上がりは想像できたものでもある。毎回注目している筆者試算の外貨性資産は 101.7

本邦家計部門の金融資産構成(2024年6月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,211.7	100.0
外貨性	101.7	4.6
外貨預金	7.1	0.3
対外証券投資	37.7	1.7
投資信託	56.8	2.6
円貨性	2,110.0	95.4
現預金(外貨預金を除く)	1,119.8	50.6
国債等	29.8	1.3
株式・出資金	300.8	13.6
投資信託(外貨部分を除く)	77.1	3.5
保険・年金準備金	544.7	24.6
預け金など	37.8	1.7

本邦家計部門の金融資産構成(2000年3月末)

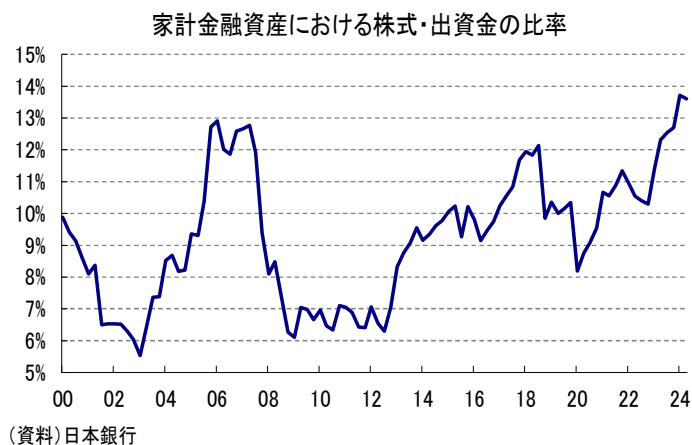
	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,401.1	100.0
外貨性	13.2	0.9
外貨預金	3.1	0.2
対外証券投資	4.7	0.3
投資信託	5.3	0.4
円貨性	1,387.9	99.1
現預金(外貨預金を除く)	741.6	52.9
国債等	50.6	3.6
株式・出資金	138.3	9.9
投資信託(外貨部分を除く)	52.2	3.7
保険・年金準備金	369.9	26.4
預け金など	35.3	2.5

2000年3月末から2024年6月末にかけての変化

金額(兆円)	構成比(%)
810.5	
88.5	3.7
4.0	0.1
33.0	1.4
51.5	2.2
722.0	▲ 3.7
378.2	▲ 2.3
▲ 20.8	▲ 2.3
162.5	3.7
24.8	▲ 0.2
174.9	▲ 1.8
2.5	▲ 0.8

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

兆円と初めて 100 兆円を突破しており、総資産に占める割合は 4.6%とやはり過去最高であった。2000 年 3 月末と比較すると金額にして約 7.7 倍、比率にして約 5 倍まで膨らんでいる。「貯蓄から投資」は徐々に、しかし確実に「円から外貨」という形態で進んでいる。また、株式・出資金も初の 300 兆円台に乗せ、比率も 13.6%とやはり過去最高水準であった(図、厳密には 3 月末の 13.7%が過去最高)。2000 年 3 月末と比較すると

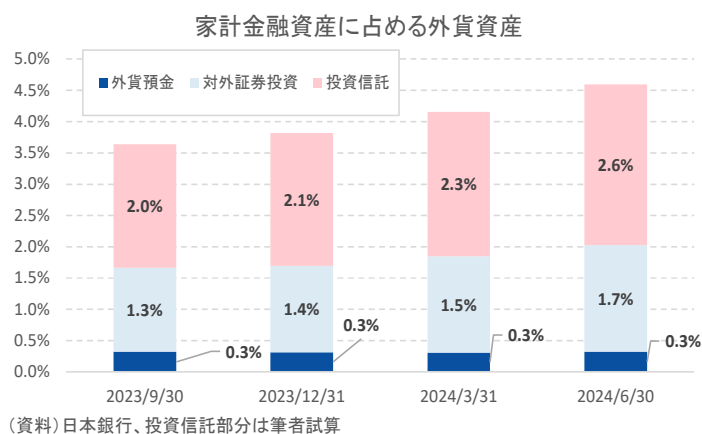


金額にして約 2.2 倍、比率にして約 1.4 倍まで膨らんでいる。少なくとも今年上半期に関しては、日本の家計部門は資産運用立国の旗印の下、投資意欲を遺憾無く発揮しているように見える。

～既に 10%は外貨建て資産になっている？～

もちろん、8 月上旬の相場変動が反映される次回 9 月末時点の数字はまた異なった姿になるだろう。しかし、8 月以降も家計部門の投資意欲がさほど衰えていないことは月次で確認される投資家部門別の対外証券投資からも確認済みだ。9 月末時点の資金循環統計では、円高の影響もあって外貨性資産比率が低下する可能性はあるものの、それをもって「家計の円売り」が退潮になったと判断はできない。既に過去の本欄でも言及したように、近年急増している外貨建て保険は統計の制約上、保険・年金準備金に含まれている。これが金額にして 544.7 兆円、比率にして 24.6%と非常に大きい。仮に、保険・年金準備金のわずか 1 割でも外貨建て資産だと仮定した場合、外貨性資産比率は 7%を超えるし、2 割だとすれば 10%に肉薄する。実態として日本の家計金融資産の 10%近くが既に外貨建てになっている疑いは持っても良い。

外貨建て資産を資産別に見た場合、やはり全体をけん引しているのは投資信託で、筆者試算では金融資産全体に対し 2.6%が投資信託である。これに対外証券投資(1.7%)、外貨預金(0.3%)が続いているが、上述したような外貨建ての保険商品が仮に保険・年金準備金の 1 割だと仮定すると対外証券投資を超え、投資信託に匹敵する存在感を放つことになる。繰り返しになるが、統計で捕捉できる以上に日本の家計部門における「円から外貨」は進んでおり、これが円安相場の底流にある可能性は否めない。



～政治的に容認されやすいのは金利上昇よりも円安～

総裁選プレビューでも議論した点ではあるが、今後は誰が首相になろうとも、日本経済は円安か

金利上昇か、いずれかを受け入れる必要がある。結局、円安やこれに伴う株高を放置した場合のスナップショットが今年 3 月末や 6 月末の資金循環統計であり、数字だけを見れば前向きなイメージが得られる。9 月以降の同統計は「金利上昇を前提とした場合、家計金融資産が目減りする」という絵図が示される可能性がある。それ自体、政治的には愉快ではないだろう。また、金利上昇それ自体は住宅ローン金利上昇などを念頭にやはり政治的に嫌気されやすい論点ではある。実質所得環境の悪化を促す円安も決して甘受できる相場現象ではないが、短い時間軸において「政治的な失点に繋がりやすい」という意味では金利上昇は政治的に避けたい誘因はあるだろう。

こうした認識に立つと、為政者として金利上昇と円安の二者択一を迫られた場合、望む望まないにかかわらず、やはり円安が選択されやすいように筆者は思う。ポリシーミックスとしては財政政策は緊縮寄り、通貨・金融政策は円安・緩和寄りという選択である。もっとも日本において前者が選択されるのかどうかは多分に怪しいものがあることから、結局、野放図なマクロ経済政策運営の下、国債市場はともかく、為替市場が円売りで攻め込まれる状況が出現しやすいと懸念する。

もっとも、この期に及んでは二者択一で済めば良いという心構えも持ちたいところだ。従前述べているように、日銀の連続利上げが行われる未来を想定した場合、それは通貨防衛の手段として執行されている可能性が高く、その時点では円安と金利上昇が同時発生している懸念がかなり濃厚だと筆者は懸念している。いわゆる「金利のある世界」が定着する場合、そういった環境でしか円安を抑制できないという差し迫った状況が想定される。今後迎える新政権において、容認されやすいのは金利上昇よりも円安だが、実際は双方の相場現象が同時発生するリスクも頭に置きたい。

～日本版トラスショックというリスク～

その相場展開は時の為政者に委ねられている部分が大い。現状、次期総裁候補の 1 人と目される高市氏は日銀の利上げを露骨にけん制する言動を発して話題となっているが、その際にはほぼ間違いなく為替相場(円安)が負荷を引き受けることになっているはずだ。その円安が日本社会に多大な痛みを強いる場合、やはり金利上昇は必要というムードは盛り上がりざるを得ない。政府・日銀は遅ればせながら、利上げを容認するだろう。結果、円安も金利上昇も発生してしまう恐れはある。2022 年 9 月、英国のトラス政権は市場期待と相対峙する拡張財政路線を強弁した結果、激しい通貨安と金利上昇に直面し、就任からわずか 45 日間という過去最短記録での退陣を強いられた。既に円安が政治的関心事となっている日本において、これを煽るような情報発信に走れば、同じような混乱に直面する怖さはある。既に「貯蓄から投資」が外貨性資産を中心として盛り上がりつつある中、政治の不用意な情報発信が日本版トラスショックのトリガーを引かぬことを祈りたい。

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9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される覇代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005～07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05～07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていないかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
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～
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是正措置勧告～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通し～
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」と円相場の予想バスのについて
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～