

みずほマーケット・トピック(2024年11月14日)

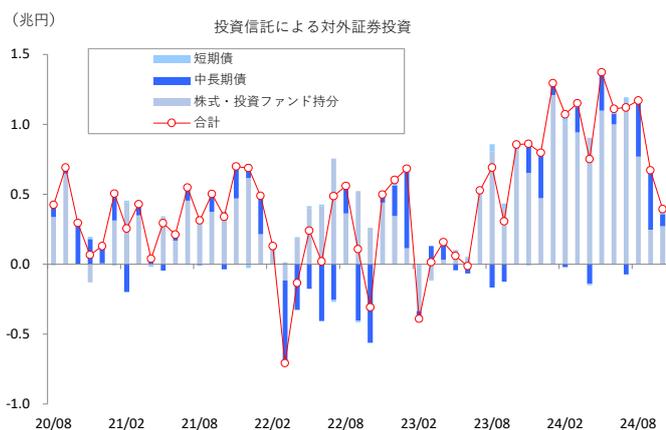
「家計の円売り」は腰折れたのか？

昨日のドル/円相場は約3か月半ぶりに155円台に到達した。こうした状況下、年初来の円安相場に寄与してきたと思われる「家計の円売り」はどういった状況にあるのか。代理変数として注目される投信経由の対外証券投資に関し、10月は+3930億円と昨年9月以来、約13か月ぶりの小さな買い越し額にとどまっている。理由は定かではないが、10月はトランプ氏勝利の期待が先行する中、米金利上昇・ドル高・株高というトリプル高の傾向が強まっていた。かかる状況下、投信(≒家計)を含めて米国債を損切りする動きが先行した可能性はある。こうした傾向は対外証券投資全体にも当てはまる。10月の対外証券投資全体で見ると▲6兆4987億円と過去最大の売り越しで、これは中長期債の過去最大の売り越しを反映している。しかし、振り返れば8月は過去最大の買い越しだったこととセットで評価したい。「8月に買って10月に損切りした」というストーリーは説得力がある。アウトライトの巨大な円売り主体として注目されてきた「家計の円売り」がこのまま萎んでいってしまうのか。円相場が直面する新しいリスクと言える。

～「家計の円売り」は13か月ぶりの低水準～

昨日のドル/円相場は約3か月半ぶりに155円台に到達した。第二次トランプ政権を当て込んだリフレトレードの一環としか言いようがなく、ラフに言えば実需ではなく投機が主導している円安相場という印象は強い。この点は今週11日の9月国際収支統計を踏まえ、議論したばかりである。なお、同日には10月分の対内・対外証券投資が発表されている。年初から「家計の円売り」の代理変数として注目されている投資信託等委託会社(以下投信)経由の対外証券投資は+3930億円と昨年9月以来、約13か月ぶりの小さな買い越し額にとどまっている。

商品別に見ると株式・投資ファンド持分が+2717億円、中長期債が+863億円、短期債が+350億円といずれも買い越しを確保しつつ、新NISA稼働後としては極めて小規模な水準にとどまった。理由は定かではないが、10月はトランプ氏勝利の期待が先行する中、米9月雇用統計などの劇的に弱い結果にもかかわらず、米金利上昇・ドル高・株高というトリプル高の傾向が強まっていた。かかる状況下、投信(≒家計)を含めて米国債を手



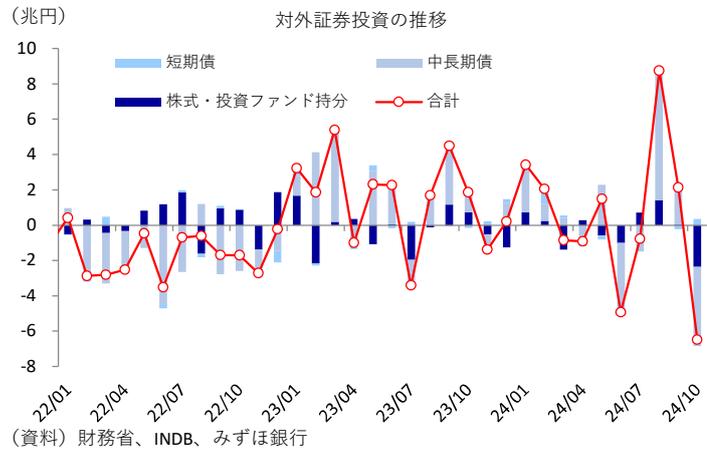
(資料) 財務省、INDB

放す(損切りする)動きが先行したという観測は根強い。中長期債に限って言えば、FRBの利下げ局面入りが話題になった8月と9月で4000億円前後と歴史的に見ても大きな買い越しが続いていた。その損切りが先行したとの解説は確かに説得力はあり、むしろ売り越しではなく買い越しが維持

されたことについて評価すべきかもしれない。

～対外証券投資全体では過去最大の売り越し～

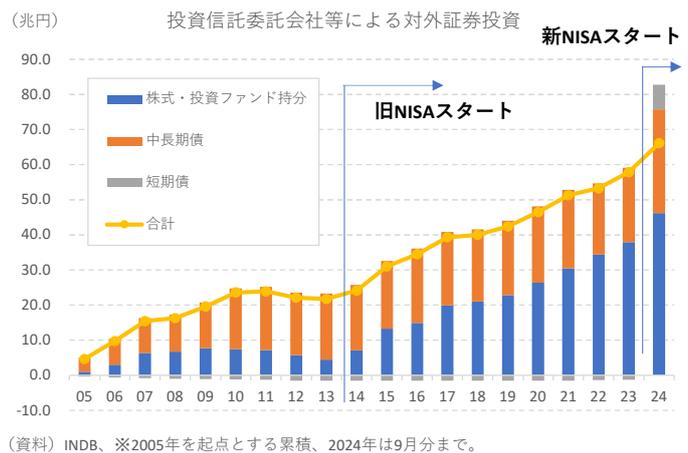
外国債券の売り越しは 10 月のテーマでもあったように見える。10 月の対外証券投資全体で見ると▲6 兆 4987 億円で、これは過去最大の売り越しとなっている。図示されるように、やはり中長期債が▲4 兆 4881 億円と過去最大の売り越しとなったことが大きい。しかし、8 月には+7 兆 3370 億円と過去最大の買い越しだったこととセットで評価すべきだろう。上述した「8 月に買って 10 月に損切りした」というストーリーはやはり



相応に説得力がある。片や、対内証券投資に目をやれば+6 兆 5934 億円の買い越しだったので対外・対内証券投資のネット合計では+13 兆 921 億円(6 兆 4987 億円+6 兆 5934 億円)の資金流入超となる。これも過去最大である。しかし、為替市場で実際に起きたことは 150 円台定着に象徴されるドル/円相場の急伸であった。対内・対外証券投資は為替ヘッジ付きフローのボリュームも相応に大きいことからネットの資本流入額と相場つきの間に安定した関係を見出すのは難しい。特に、現状では対内証券投資の多くが株式・投資ファンド持分であるため、その部分は為替ヘッジ付きフローを前提として考えることが妥当である。

～「家計の円売り」は腰折れたのか?～

そのような中で投信の動向が注目されてきた背景には新 NISA 稼働に伴う「家計の円売り」の多くには為替ヘッジ付きが付いておらず、アウトライトの巨大な円売り主体となっている疑いが指摘される。実際、そのフローが 2024 年上半期の円安局面に寄与してきた疑いは大きい。9 月、10 月と失速したとはいえ年初 10 か月間における投信の買い越し額は+10 兆 1045 億円に達している。残り 2 か月間の買い越しペースが読めないが、既に昨年実績(+4.5 兆円)



の倍以上の円売りが投信から出ている事実を円安相場と結びつけないわけにはいかないだろう。だからこそ「家計の円売り」がこのまま萎んでいってしまうのかは要注目したい。

11 月以降、金利差に応じた投機的な円売りがかさんでおり、NY ダウ平均株価なども史上最高値を模索する地合いが続いていることを考えると、恐らく家計部門による外貨建て資産への投資意欲

は復調に至ると筆者は考えるが、8月の経験などを脳裏に焼き付けつつ「高い内に売る」といった短期的には賢明にも見える決断が優先される可能性はある(元々、日本の家計部門がリスク回避性向の高い投資家であることは周知の通りだ)。そうなると、このまま投信経由の売買動向が売り越しに転じるリスクなども視野に入れる必要がはあるかもしれない。それ自体は、円安抑制に寄与する潮目の変化であり、日本経済全体にとっては短期的にはプラスと言えるだろう。一方で、資産運用立国という観点からは躓きと評価する向きも出てくるだろう。

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.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11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか?～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか?
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は?～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
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～
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～思い出される棚代論と今後～
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～)
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～「やっぱり変わってなかった」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さず～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赤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～