

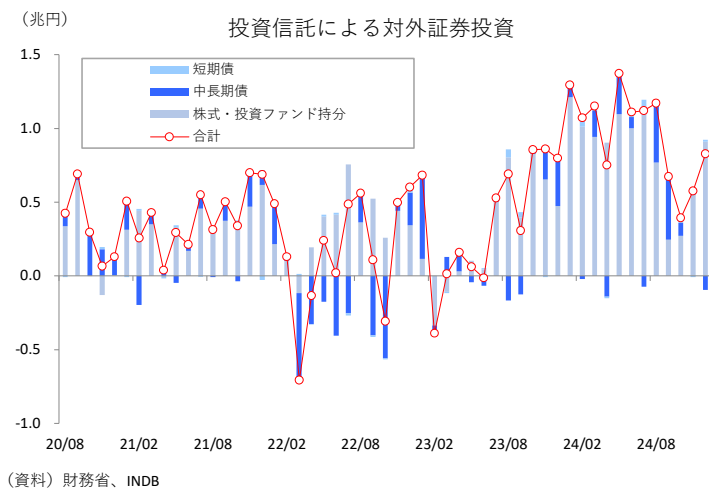
みずほマーケット・トピック(2025 年 1 月 15 日)

「NISA 貧乏」もインフレ税の結果

24 年の投資信託委託会社経由の対外証券投資は+11 兆 5069 億円の買い越し。23 年通年の約 2.5 倍であり、明確に資産運用立国に向けた施策の効果が現れた年になったと言える。昨年 8 月をピークに続いていた落ち込みも 10 月に底打ちを果たした印象。こうした旺盛な「家計の円売り」は 25 年も続くのか。非課税枠が新規設定されている以上、それをインセンティブとした対外証券投資は今後も持続するはず。しかし、最近注目される問題としては投資を行うインセンティブがあったとしても、それを可能にするだけの原資が乏しいという点がある。実際、昨年来、「NISA 貧乏」というフレーズを見聞きするようになってきている。これは「新 NISA 稼働に伴い、資産の多くを投資に振り向けた結果、消費が制約されている」という現象を指している。だが、これを不健全な動きのように解釈するのは誤り。現在の家計部門が行っている資産運用は「投資」である以前に「防衛」という側面が大きい。インフレ税から身を守るために投資をしているのであれば、それは予備的動機に基づく正当な貯蓄行動の 1 つと解釈できる。デフレ下で現預金が増えるのと同様、インフレ下で株式投資が増えるのも、合理的な投資行動であり、今後も続くはず。

～「家計の円売り」、復調か～

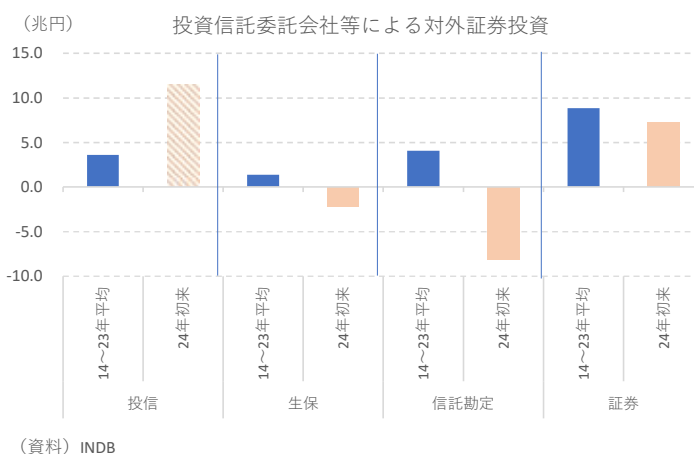
昨日、財務省が公表した 2024 年 12 月の「対外及び対内証券売買契約等の状況(指定報告機関ベース)」を受けて、「家計の円売り」に関し、2024 年通年の実績が明らかになったので考察を与えておきたい。新 NISA 稼働に伴う「家計の円売り」の代理変数と注目されてきた投資信託委託会社経由の対外証券投資は 2024 年通年で+11 兆 5069 億円だった。2023 年通年(+4 兆 5447 億円)の約 2.5 倍であり、明確に資産



運用立国に向けた施策の効果が現れた年になったといって差し支えない。なお、今回明らかになった 12 月分は+8277 億円と 4 か月ぶりの買い越し幅を記録し、株式・投資ファンド持ち分に限って言えば+9099 億円と 2024 年においては 6 番目に大きな買い越し幅であった。まだ確たることは言えないものの、令和版ブラックマンデーと呼ばれた大暴落のあった昨年 8 月をピークに落ち込みが続いていた投信経由の対外証券投資は 10 月に底打ちを果たしたような印象がある。このまま復調を果たし、2025 年も円安相場に寄与するフローとなっていくのかは見通し上、重要な論点である。

～NISA 貧乏もインフレ税の結果～

2024 年通年に関し、外国為替市場で注目されやすいプレーヤーの動きを確認しておく。生命保険株式会社が▲2 兆 1200 億円、銀行及び信託銀行（以下信託勘定）が▲8 兆 1544 億円と大きな売り越しを記録している。前者は債券を、後者は株式・投資ファンド持ち分を売り越した結果である。そのほか金融商品取引業者（≡証券会社）は債券を中心として+7 兆 2040 億円の買い越しを記録している。結果、日本全体としては 2024 年の対外



証券投資は+6815 億円と買い越しであるものの、さほど大きな額にはなっていない。それでも「家計の円売り」の代理変数として投信動向が注目されているのはキャピタルフライトと近似するようなイメージで「家計部門の海外株買い」を解釈する向きが多いからである。キャピタルフライトとしての性格を持つのであれば為替ヘッジも想定されず、「買い越し額≡円売り規模」との連想が働く。直情的な為替市場において連想は事実を超えて影響力を持つが、実際に円安メリットを享受して海外株式を購入したいという層は少なくないだろう。実際、投信経由の対外証券投資は 2014 年から 2023 年の 10 年平均で約 3.6 兆円しかなかった。それが制度改定を経て 3 倍超に膨れ上がったわけで、東京外為市場における「新しい円の売り手」として注目されるのは首肯できる。

～NISA 貧乏もインフレ税の結果～

さて、こうした旺盛な「家計の円売り」は 2025 年も続くのか。10 兆円を超える買い越し規模が常態化するかどうかは別として、非課税枠が新規設定されている以上、それをインセンティブとした対外証券投資は今後も持続するはずである。しかし、最近注目される問題としては投資を行うインセンティブがあったとしても、それを可能にするだけの原資が乏しいという点がある。昨年来、「NISA 貧乏」というフレーズを見聞きするようになってきている。これは「新 NISA 稼働に伴い、資産の多くを投資に振り向けた結果、消費が制約されている」という現象を指している。確かに、消費を制約してまで投資を行っているとするれば、乏しい原資が理由で確かに投資行動は制約されるかもしれない。

しかし、消費を削ってまで投資に回している状況が非合理的とはい切り切れない。この状況は昨年来指摘している「インフレ税で個人消費が抑制されている」という現象と同根ではないかと思われる。かねて本欄や拙著で論じてきたように現在の家計部門が行っている資産運用は「投資」である以前に「防衛」という側面が大きい。何から資産を「防衛」しているのか。言うまでもなくインフレからの防衛である。2022 年 3 月を起点とすれば、円は対ドルで最大で▲40%以上も下落している(113 円と 162 円を比較した場合)。最も安全だと思われていた円の現預金で抱えているだけで対ドルでの円の価値が 40%も削られる状況を受けて、日本国外で直接的・間接的に消費・投資行為を行っている経済主体は自己資産に対する防衛本能が刺激されたはずである。天然資源の 90%以上を輸入に頼る日本で暮らす以上、通貨安は一般物価上昇を通じて全国民を直撃する。

その傍らで日米株式ともに史上最高値更新が断続的に報じられ、国内不動産市場も活況を呈し

ているのだから、「何かしなくては不味い」という漠然とした不安を駆り立てられるのは不自然ではない。国が用意したツールである新 NISA はその格好の契機となる。新 NISA を使ってリスク性資産の保有割合を増やし、インフレから「防衛」を図った結果、個人消費に回す原資が限定されているのであれば、結局、「NISA 貧乏」もインフレを原因とする消費抑制という意味で「インフレ税で個人消費が抑制されている」という事実と本質的に変わらないだろう。「NISA 貧乏」というフレーズは資産運用への過剰な傾斜をけん制するような意味合いが込められていそうだが、そのような指摘は正しくない。デフレ下で現預金を「貯蓄」としてため込む行為も、インフレ下で株・投信・不動産等へ「投資」する行為も経済・物価情勢に合わせた最適行動という意味では同じだ。少なくとも投資のせいで「貧乏になっている(だから消費できない)」かのような言説は本質的ではない。ラフに言えば、新 NISA を介した投資行動は予備的動機に因んだものであり、ある種、貯蓄的な色合いを持つことを指摘すべきだろう。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザヘン2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の要結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期要結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
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～思い出される糊代論と今後～
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」～
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～「賃金は必ず下がる」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～