

2025 年 1 月 14 日

通貨ニュース

日本:「資産運用立国」が日銀金融政策に与える影響について

サマリー

昨年は新 NISA が導入され、文字通り「資産運用立国元年」となった。1 年を振り返ると、8 月初旬に本邦投資家は「令和版ブラックマンデー」に直面した。7～9 月期の新 NISA 買付額を 4～6 月期と比較すると、全体としては若干失速したものの、若年層ほど落ち込みがマイルドであった。「令和版ブラックマンデー」前後の消費者マインドを確認すると、投資マインドは大きく落ち込んだものの、消費マインドはそれほど落ち込まなかった。年代別に見ると、若年層ほど投資マインドが落ち込んでいる。これは、資産額、および投資経験などが影響していよう。消費マインドに関しては、逆に若年層ほど堅調であった。他方、消費動向に関しては、9～10 月に失速、その後 11 月に回復しているが、年代別に顕著な差異は見られなかった。かかる中、資産運用立国化と金融政策との関連性を考えてみる。「パウエルプット」という言葉が示す通り、資産効果が大きい米国においては、株価と金融政策が相互作用しやすい。日銀は現在為替市場との兼ね合いが意識されやすいが、仮に「資産運用立国」が実現するなら、株式市場への配慮も必要になってくる可能性があり、長期的には警戒が必要だ。

～新 NISA1 年目が終了、順調な仕上がり～

既報の通り、2024 年からは新 NISA が導入され、「貯蓄から投資へ」のスローガンのもと、資産運用立国へ向けた取り組みの 1 年目が終了した。弊行が注視している、「家計の円売り」の代理変数たる投信経由の対外証券投資は、2024 年通年で約+11.5 兆円を記録、2023 年の約+4.5 兆円を凌駕する実績を残した。順調な途中経過と評価できるだろう。一方で、2024 年を振り返ると、8 月には急速な円高と株安を経験し、実際 9 月以降投信経由の対外証券投資は一時的ではあったが失速した。今後、もし家計金融資産に占めるリスク資産の割合が増えるのであれば、株価の動向が(例えば米国における資産効果のように)消費に影響を与える未来も視野に入ってくるだろう。

～株価急落後、新 NISA の利用状況はどう変化したか～

2024 年 12 月には、9 月末時点の新 NISA の利用状況が金融庁より公表されている。7～9 月における買付総額は約+3.7 兆円となったが、これは前期の+4.0 兆円からは僅かに鈍化している。対外証券投資統計と整合性のとれる内容である。年代別に同時期の買付額変化を見たものが図表 1 だが、若年層(主に 40 歳以下)はそれほどの落ち込みを見せていないのに対し、高齢者層(主に 60 歳以上)は買付ペースが相対的に大きく落ち込んでいることがわかる。これは、給与という収入があるかどうか、が大きな要因だろう。もちろん給与もインフレに打ち勝ってはいないが、片や年金はその構造上インフレに勝つことはない。収入の実質的な目減りに加え、8 月の「令和版ブラックマンデー」が、特に高齢者層

金融市場部

マーケット・エコノミスト

長谷川 久悟

03-3242-7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔

03-3242-7065

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

を中心に新 NISA による投資を下押しした可能性がある。

～投資・消費マインドの変化～

上記では投資実績が若干落ち込んだことを紹介したが、この間、投資および消費マインドはどうなったのか。この点は、「貯蓄から投資へ」の持続性、および「資産運用立国」が実現した場合の資産効果の面から、非常に重要である。内閣府が公表する消費者態度指数の系列指標である、「資産価値」「耐久消費財の買い時判断」の変化を図表 2、3 に示したが、年代別で対照的な結果になっている。7 月から 8 月にかけて、若年層ほど資産価値に悲観的になっているのに対し、高齢者層ほど消費意欲が抑制されていることがわかる。資産価値に関しては、投資経験の差異、および投資額規模が影響しているだろう。高齢者層においては、リーマンショックを投資家として経験したケースもあろう。ポートフォリオの規模に関しても、一般的に若年層より高齢者層の方が大きい。経験値も考慮に入れば、ショックへの耐性は異なっても当然である。半面、若年層に関しては、投資マインドは悪化したものの、上記の通り新 NISA 買付額はそれほど落ち込んでいない。長期投資の観点からは、良いニュースといえる。

他方で、消費意欲に関しては、運用額全体が大きく絶対額ベースで減少した資産が多いと推察されること、そしてやはりインフレに勝てる(可能性のある)給与所得に乏しいことなどから、高齢者層ほど弱くなったと推察される。ただし、内閣府の消費者態度指数はあくまでソフトデータであって、新 NISA 買付額と同様ハードデータも確認する必要がある。この点、JCB 消費 NOW 指数の変化を年代別に見たものが図表 4～6 だが、全体としてのトレンドは概ね同じである。9～10 月にかけて少々消費が落ち込んだものの、11 月には緩やかな回復が確認されている。高齢者層ほど消費が落ち込んだようには見受けられない。逆に、数字を細かく確認する限り、40 歳代の消費回復ペースが劣後していることは気になる。財・サービスに分解すると、特にサービス分野において 40 歳代の軟調な消費の推移が浮き彫りになっている(図表 7)。サービス分野の方が裁量の支出の枠が多いが、この分野での消費動向が劣後しているのだろう。

この点は、やはり給与所得との兼ね合いは意識せざるを得ない。もちろん、2024 年の『賃金構造基本統計調査の概況』は 3 月にならないと公表されないため、年代別の給与変化に関し確たることは言えない。しかしながら、一般的な報道においても、最近目立つ賃上げは、若年層と高齢者層(シニア層)に偏っているように思う。相次ぐ初任給改定、およびシニア層の待遇改善などは、本稿執筆時点における一般的な報道でもたびたび聞こえてくる。結果、その恩恵を十分受けられていない 40 歳代の消費動向が押し下げられているといった解釈もできるのではないかな。

長くなってしまったが、本節をまとめるのであれば、以下ようになる。まず、「令和版ブラックマンデー」の前後で、投資マインドは大きく落ち込んだものの、消費マインドはそれほど落ち込まなかった。年代別に見ると、若年層ほど投資マインドが落ち込んでいる。これは、資産額、および投資経験などが影響しているよう。消費マインドに関しては、逆に若年層ほど堅調であった。他方、ハードデータに目を移すと、7～9 月期に新 NISA の買付額は若干失速したが、若年層ほど落ち込みはマイルドであった。他方、消費動向に関しては、9～10 月に失速、その後 11 月に回復しているが、年代別に顕著な差異は見られなかった。もっとも、40 歳代の消費動向の弱さが特にサービス分野で目立っており、これは同世代が賃上げの波に乗れていないことが背景にあるかもしれない。

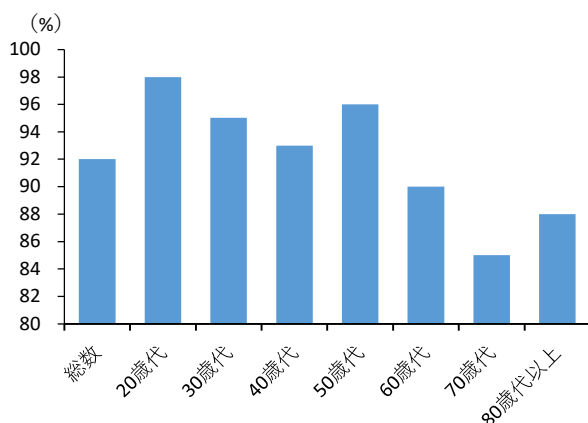
～「資産運用立国」と「資産効果」、そして金融政策～

「パウエルプット」という言葉を耳にしたことはあるだろうか。何か定義があるわけではないが、株式市場が軟調になった際にパウエル FRB 議長がハト派的な情報発信を重ねて行ってきた経緯から、近年金融市場で造られた用語と理解している。これは日銀金融政策が為替と関連付けやすいこととも同じ構図である。即ち、FRB であれば日銀であれば、政策目標はもちろん資産価格ではない。もっとも、米国においては株式市場が、日本においては為替市場が実体経済に与える影響が非常に大きいため、あたかも金融政策が資産価格に駆動されているように見えているのだ。

以上を踏まえたうえで、日本が「資産運用立国」になった場合の金融政策を考えよう。米国の例に倣えば、日銀は株式市場への配慮も求められる可能性がある。歴史的に為替市場において因縁が付けられやすかった日銀だが、さらに株式市場においても同様の構図になるかもしれない。もちろん、金融政策としては窮屈になろう。もちろん、日米の家計金融資産に占めるリスク性資産割合には非常に大きな乖離があるので、今後数年で決定的に状況が変わるとは思えない。ただし、長期的に見ればリスクシナリオとして検討に値するようには思える。

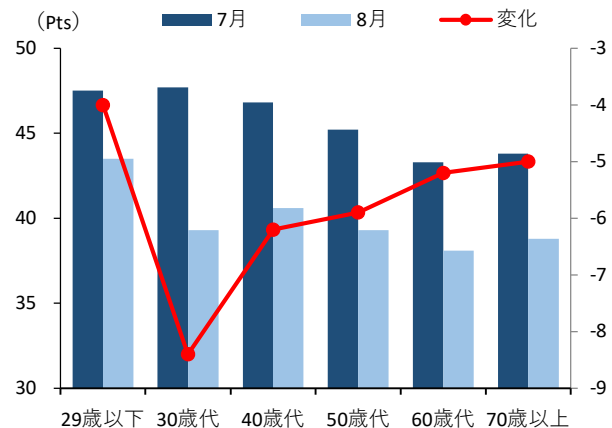
実際、「令和版ブラックマンデー」の直後、内田日銀副総裁は、「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはない」と語った。もちろん、日本株の下落率や下落幅は歴史的なものだったので、危機対応としては理解できる。ただし、本質的に「パウエルプット」と何が違うのだろうか。「資産運用立国」の進展が日銀の金融政策に与える影響については、引き続き注目していきたい。

図表 1: 新 NISA を利用した買付額変化(7～9 月期、前期比)



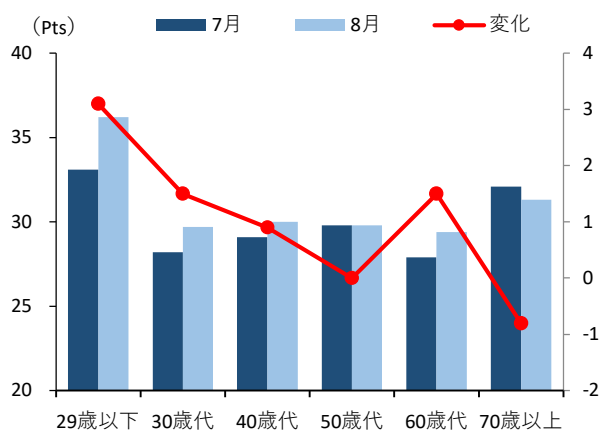
出所: 金融庁、みずほ銀行 ※10 歳代は省いた

図表 2: 「資産価値」指数とその変化幅



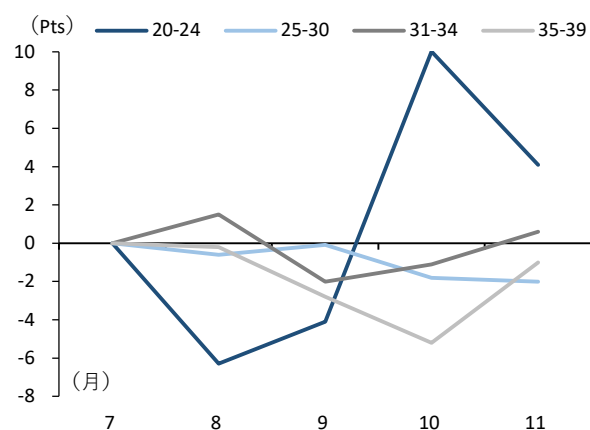
出所: 内閣府、Macrobond、みずほ銀行

図表 3:「耐久消費財の買い時判断」指数とその変化幅



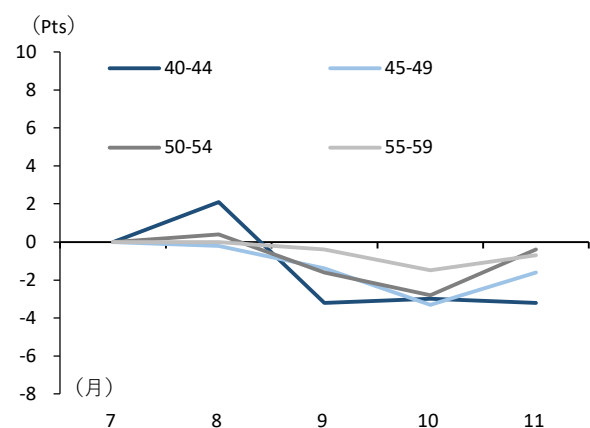
出所: 内閣府、Macrobond、みずほ銀行

図表 4: JCB 消費 NOW 指数の 7 月からの変化



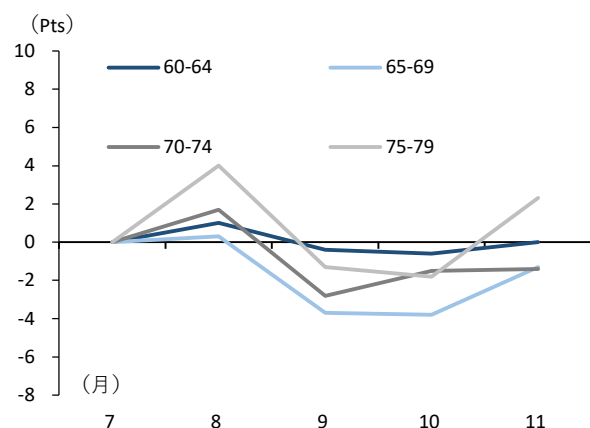
出所: ナウキャスト/JCB、みずほ銀行

図表 5: JCB 消費 NOW 指数の 7 月からの変化



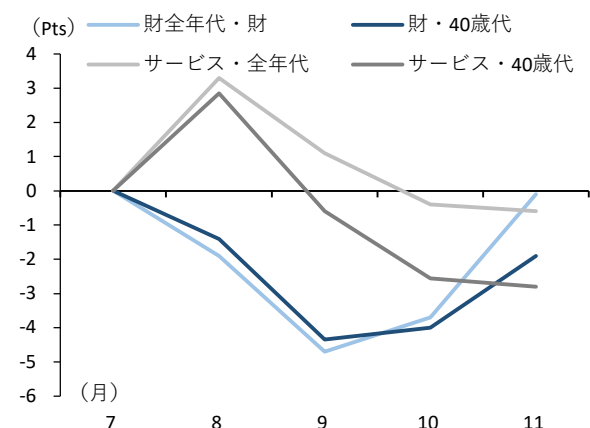
出所: ナウキャスト/JCB、みずほ銀行

図表 6: JCB 消費 NOW 指数の 7 月からの変化



出所: ナウキャスト/JCB、みずほ銀行

図表 7: JCB 消費 NOW 指数の 7 月からの変化



出所: ナウキャスト/JCB、みずほ銀行

※40 歳代は、40-44 歳と 45-49 歳の単純平均で計算した

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。