

## 円安を後押しする家計マネー

発表日：2007年1月11日(木)

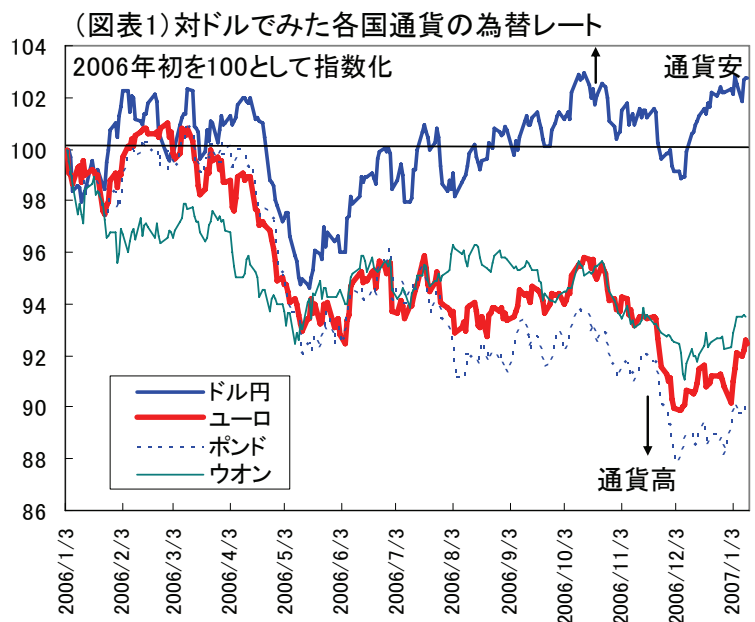
～国内貯蓄の海外流出は広がっている～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

為替円安が定着しつつある背景には、家計マネーが投資信託を通じて、流出する資金移動の影響がある。家計貯蓄の増加分 15.5 兆円のうち 1/3 に相当する 5.0 兆円が海外に流出している格好である。通常、金利裁定が作用すると、為替レートに内外金利差が織り込まれて海外への資金移動は平衡されるのだが、現在は家計が金利差に反応して資金移動が続いている。内外金利差に反応した資金移動は、今後の金融政策の影響を受けて徐々に変化していく可能性がある。

### 超低金利による円安効果

2006 年はゼロ金利が解除されたにもかかわらず、円安傾向が止まらなかった。これは、日本と海外に圧倒的な金利差があるせいだ。米国のFRBは、8月からFFレートの引き上げを休止する一方、欧州やアジア諸国は利上げを継続している。内外金利差は日米で拡大が止まっているが、日本と米国以外では広がっている。こうした影響もあって2006年の為替レートはドル円がほぼ横ばいの円安継続だったのに対して、ユーロやアジア通貨の価値は上昇が進んでいる(図表1)。常識的な考え方に沿えば、内外金利差が資金移動を促す作用には、金利裁定の作用が働き、為替レートに予想変化率として織り込まれて消えるはずのだが、今回は資金移動が止まらない。現象面では、円資金は世界で最も調達コストの安い通貨としてヘッジファンドなどの資金調達源となり、キャリートレードを通じて世界中に流動性供給が行われている。最近では、ヘッジファンドだけでなく、欧州、インド、韓国の個人が銀行から円建てでローンを組み住宅取得をする動きもある。とめどもなく資金移動が続くことが、自己実現的な円安を生んでさらなる資金移動を誘発する。そういう意味で、バブル過程に似ている。人によって「円キャリーバブル」と言っている所以はここにある。

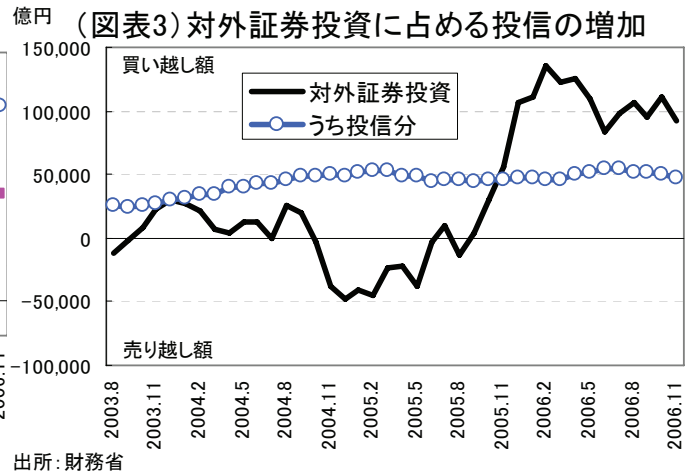
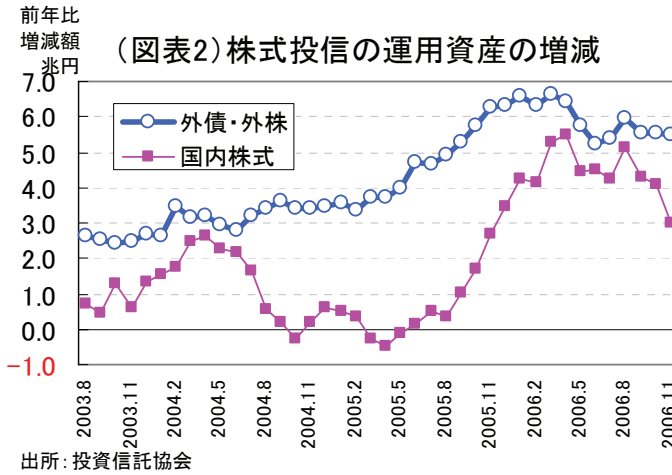


### 家計マネーの海外流出

円安進行には、海外投資家が円資金を利用する側面だけでなく、国内で資金調達して海外に向かうマネーの流れもある。家計が保有する外貨資産のストックの総額は37.6兆円(2006年9月末推定)。この外貨投資の中身をみると、残高内訳は外貨預金と外債の部分は10兆円前後に過ぎないが、残りの30兆円弱は投資信託の中に組み込まれた外貨資産である。最近の投資信託の人気は、利回り志向の強い高齢者を中心に、銀行窓口で定期預金からのシフトしていることが背景だ。この残高は、過去1年半は前年比20%以上の勢いで伸びており、存在感を高めている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

それらの投資信託は区分としては株式投信となっているが、その中身は国内株式よりも外債・外株の方が増加ペース（年間+5.5兆円、2005年11月～2006年11月）が大きい（図表2）。フローの影響力でみると、対外証券投資の買い越し額（年間+9.3兆円）のうち、投資信託分の寄与度が6割になるまで拡大しているの、家計マネーが少なからぬ円安圧力になっていることが窺える（図表3）。なお、家計マネーの全体で海外に流出しているフローの資金規模は、外貨預金、外債、投信（外貨運用分）の合計で年間+5.0兆円（2005年9月～2006年9月）であった。



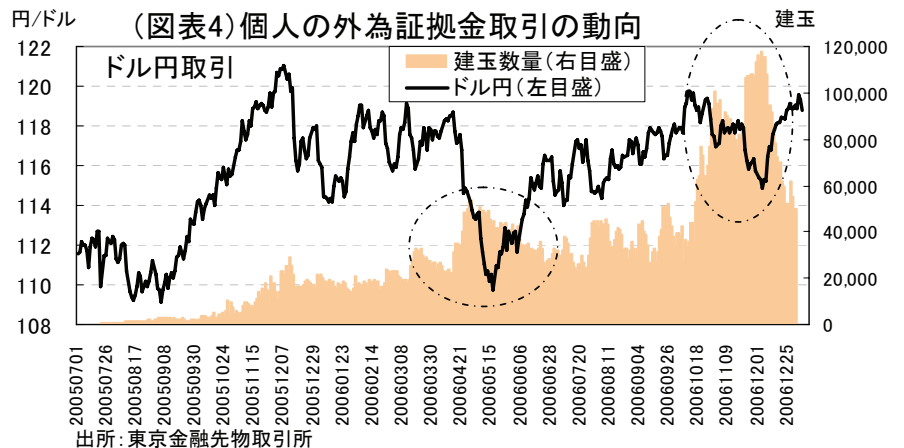
実は、家計金融資産が年間で純増している資金量は+15.5兆円（家計貯蓄率×可処分所得に相当）であるので、このうち外貨運用の増加分+5.0兆円は約1/3に相当する。つまり、家計が生み出したニューマネーの1/3が海外に流出したことになる。経済学では、国内貯蓄がその国の通貨建て資産をより強く選好するかたちで運用される傾向（例えば、日本の家計貯蓄が専ら円資産で運用される傾向）をホームバイアスと呼んでいる。欧米では、このホームバイアスが確認されない代わりに、日本では根強くホームバイアスがあると考えられてきた。日本の財政赤字が巨大にもかかわらず、長期金利が上昇しなかったのは家計貯蓄にホームバイアスが働き、国内還流しているからだという説明もできる。ところが、そうした伝統は実は超低金利環境が長引く中で土台が掘り崩されている。

かつて、アジアでは、日本と同じように強いホームバイアスが存在したが、1997年に起こった通貨危機を境に、アジアの富裕層が金融資産をドルで保有する傾向が強まったために、ホームバイアスが解消されたという経験がある。日本でも同じような志向の変化が起こる始めている可能性はある。

### 外為証拠金取引の作用

家計マネーの影響力を考えるとき、投信などだけでなく、外為証拠金取引のインパクトも小さくないと考えられる。外為証拠金取引は、個人が1～200倍の範囲でレバレッジを利かせて小額の証拠金で大きな外貨投資を行うものである。こうした種類の取引は、証拠金（担保）を元手に、多額の資金調達をして外貨投資額を膨らませる信用取引であるため、日本の超低金利環境が追い風になっている。原理的には、ヘッジファンドのキャリートレードと同じことを個人が外為証拠金取引業者に委託して行っているということになる。

この証拠金取引のうち、公設の店頭



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

取引になる東京金融先物取引所（クリック 365）の取引統計をみると、ドル円取引の建玉は2006年秋以降に大きく膨らんでいる（図表4）。興味深いのは、ドル買いを示す建玉の積み上がり、為替相場が円高に振れたときほど大きくなっていることである。これは、個人が強い円安期待を背景に、円高になった時点で売りを浴びせている姿を反映している。結果的に、個人はドル円レートが110円とか115円といった節目を示す水準になったときに為替水準を円安に引き戻す役割を担い、為替円高の進行に歯止めをかける機能を果たしていると考えられる。

なお、この証拠金取引は少し以前は、専ら豪ドルやニュージーランドドルのような高金利通貨が主流であったが、このところドル円取引が増えてきている。

### 家計マネーは大きいのか？

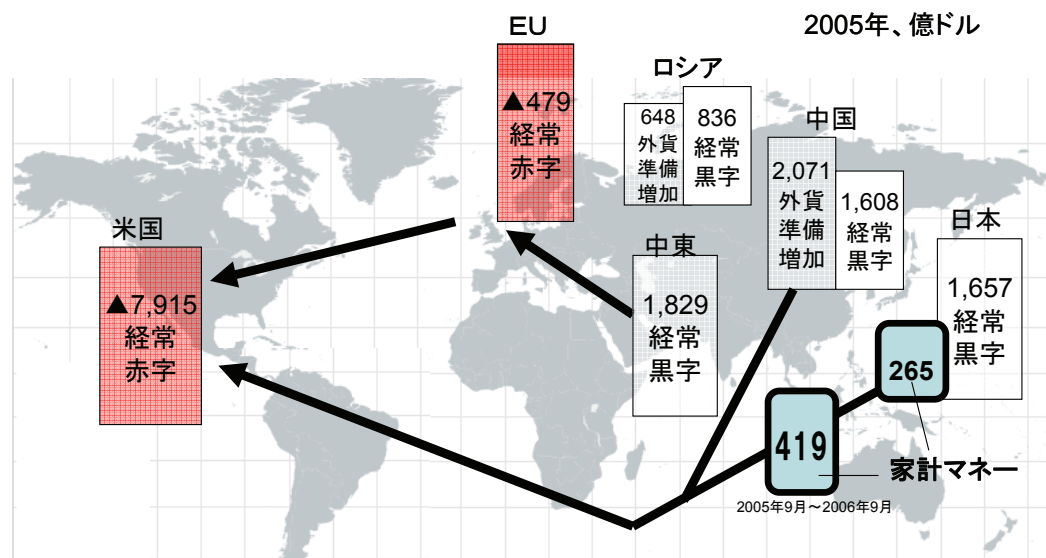
家計マネーの大きさは喧伝されるくらいがあるが、実際はどの程度なのだろうか。

海外に流出する家計マネーの規模は、直近では年間5.0兆円（419億ドル）と推定される。この規模は2005年中は年間3.1兆円（265億ドル）であった。現在の規模である419億ドルは、2005年のEUの経常赤字に相当する巨大さである。これを米国に流入する長期証券投資（買い越し額）への寄与度で示すと、日本の長期証券投資が6.3%（2006年9月）の割合になり、そのうち家計マネーの寄与は1/4（1.6%のウエイト）に達すると推定される。

世界のマネーフローは、米国の経常赤字が各国の資本収支の黒字で穴埋めされるかたちで動いているが、資本収支の黒字を穴埋めしている

資金フローの大きな部分はオイルマネーや新興国の外貨準備、欧州の年金基金によって占められている。家計マネーはそれらの超巨大マネーに比べると規模はずっと小さくなるので、その存在を過大評価すべきではない（図表5）。世界の中では相対的に巨大なステイタスとは言えないが、日本の家計マネーがBRICSや東南アジアへの証券投資に与える影響力は小さくない。

（図表5）世界のマネーフロー概念図



出所:IMF「World Economic Outlook2006」、家計マネーは筆者試算。

### 今後の家計マネー

円安の背景となっているキャリートレードは、日銀が追加利上げを行っていけば、どこかの時点で取引解消が進み、為替も円高方向に巻き戻されざるを得ないだろう。ただ、一、二度の追加利上げでは内外金利差が広がっている状況には変わりがない。むしろ、日銀の利上げスタンスが先高感を強めたとき、市場の期待が変化して円高修正のショックになる可能性がある。筆者が目にするのは、日本の景気が拡大基調を強めそうな2007年夏場以降の展開だ。ここで日銀の金融政策のトーンが強気に転じれば、その副作用として円高が進む。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

一方、マネーフローに関しては、投信経由で家計マネーが海外に向かう流れが2007年中にさらに強まりそうである。特に、2007年初から団塊世代の退職金約15兆円が動き始め、その資金が投信に振り向けられると予想される。この動きは年前半には円安を後押しするだろうが、年央以降の為替動向は円安のゲタが解消する可能性もあり、投資の際にはこの要因を頭に入れておく必要がある。