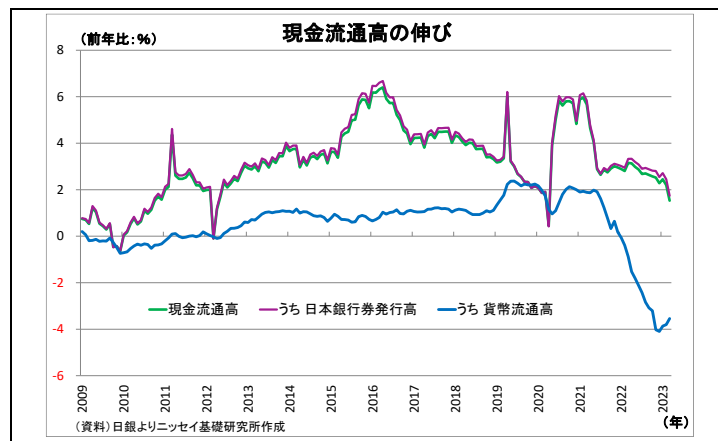


Weekly
エコノミスト・
レター現金流通量を巡る地殻変動
～ 1万円札以外は全て減少中

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 日本の現金流通高（残高）は長年増加基調にあり、直近3月時点でもプラスを維持している。しかし、最近では「地殻変動」とも言える大きな変化が生じている。
2. 一つは硬貨の流通高が昨年1月に前年比マイナスに転じ、以降マイナス幅を拡大してきたことだ。硬貨全種で2021年後半以降にマイナス幅が拡大している。減少要因として考えられるのは、やはり「キャッシュレス化」の進展だ。さらに金融機関における「硬貨預け入れ手数料導入の広がり」が減少を加速させたと考えられる。大量の硬貨を預け入れると手数料が発生することになったことで、家計が貯金箱などでの貯金をやめたり、既に溜まった貯金を取り崩して使用したりする動きが強まったと考えられる。特に減少が著しい五百円玉は、従来、根強い「五百円玉貯金」需要が大幅増加の原動力になっていたため、貯金の取りやめや取り崩しの影響を強く受けていると推測される。
3. また、紙幣でも注目すべき動きが生じている。各紙幣ともに昨年半ば以降に流通高の伸び率が低下し、直近3月には、五千円札と千円札が前年割れに陥ったことだ。キャッシュレス化の影響がいよいよ紙幣においても顕在化してきた可能性がある。
4. そうした中で唯一プラスの伸びを維持しているのが一万円札だ。その背景には超低金利の追い風を受けた根強い「タンス預金」需要の存在があると考えられる。従って、一万円札の今後の行方についての大きなカギとなるのは預金金利の動向と考えられる。今後、仮に預金金利が十分に上昇した場合には、タンス預金化されている一万円札が預金口座に預け入れられ、その流通高が減少に転じると想定される。一万円札が減少に転じれば、貯蓄面でもキャッシュレス化が進展することになる。そして、今後の預金金利に多大な影響を与えるのが日銀の金融政策だ。植田新総裁の今後の舵取りが注目される。



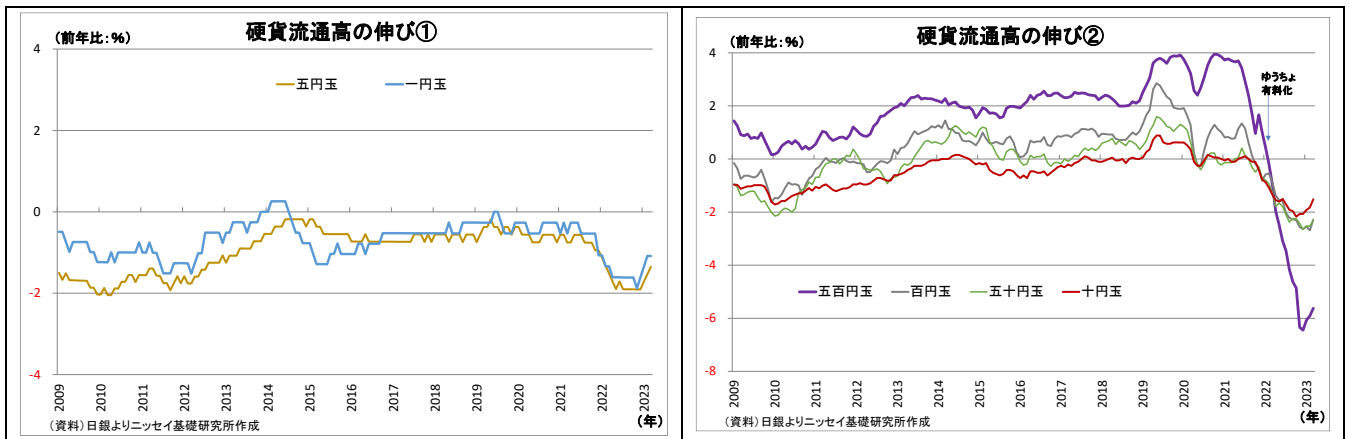
1. トピック： 現金流通量を巡る地殻変動

日本の現金流通高（残高）は長年増加基調にあり、直近3月時点でも前年比1.5%増とプラスを維持している（表紙図表参照）。しかしながら、最近では現金の流通状況に「地殻変動」とも言える大きな変化が生じている。

（硬貨は軒並み減少、特に五百円は急減）

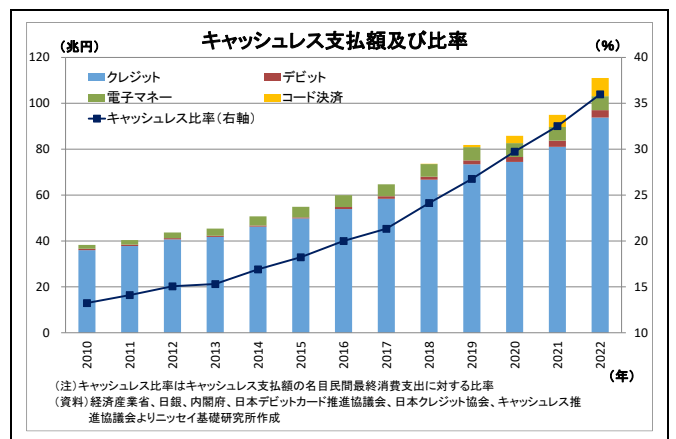
まず、注目される変化としては、貨幣（以下、「硬貨」と表記）流通高¹が昨年1月に前年比マイナスに転じ、以降大幅にマイナス幅を拡大してきたことが挙げられる（表紙図表参照）。特に昨年12月には前年比4.1%減まで落ち込み、直近3月でも同3.5%減と大幅な減少が続いている。

内訳について硬貨の種類別に動向を確認すると、各硬貨ともに直近で前年割れとなっており、総じて2021年後半以降にマイナス幅が拡大している。



現金は、その特性として匿名性が極めて高く、「誰が、いつ、どこで、何に使ったのか」を捕捉することが難しい。このため現金の動向を直接裏付けるデータも乏しく、その変動要因については推測に頼らざるを得ない面があるのだが、各硬貨の共通の減少要因として考えられるのは、やはり「キャッシュレス化」の進展だ。

近年、利用が伸びてきたコード決済や交通系などの電子マネーは小口決済での使用がメインであるほか、従来は大口決済がメインであったクレジットカードを小口決済においても使用する傾向が強まっているとみられることも、硬貨の需要押し下げに働いていると考えられる。



さらに金融機関における「硬貨預け入れ手数料導入の広がり」が各硬貨の流通高減少を加速させたと考えられる。ここ数年、基準こそまちまちだが、大手銀行や地方銀行で同手数料の導入が広がり、国内最大の店舗網と口座数を持つゆうちょ銀行でも2022年1月に導入されたことで、殆どの

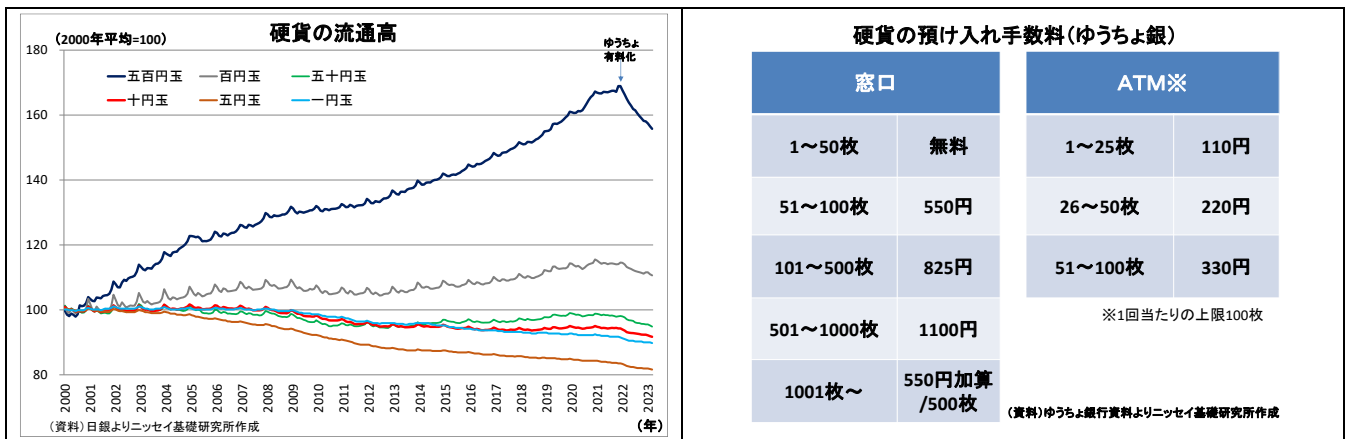
¹ 記念貨を含む。日本銀行保有分を除き、市中金融機関保有分を含む。

金融機関でまとまった量の硬貨を預け入れる際に手数料が課される形になった。各硬貨とも、ゆうちょ銀行の導入予定が公表された21年7月頃を境に伸び率の低下が顕著になっており、その影響力がうかがわれる。

具体的な動きとしては、貯まった大量の硬貨を金融機関に預け入れようとするると手数料が発生することになったことで、家計が貯金箱などで貯金することをやめたり、既に溜まった貯金を少しずつ取り崩して使用したりする動きが強まったと考えられる。また、積極的に貯金をしていない場合でも、日々受け取ったお釣りを手元に置き続けると、「意図せずに貯蔵された硬貨」を大量に抱えることになり、後々扱いに困ることになるため、硬貨を手元に貯めないように「優先的に日々の小まめな支払いに充当」する動きが強まった可能性もある。

そして、この影響が最も強く現れたのが五百円玉だ。五百円玉は、従来長きにわたって前年比2~4%という高い伸びを続けてきたが、昨年年初には伸びがマイナスに転じ、足元では前年比約6%減と急減している。五百円玉は、従来、家庭での根強い「五百円玉貯金」需要が大幅な増加の原動力になっていたため、貯金の取りやめや取り崩しの影響を強く受けていると推測される。

筆者は従来、五百円玉は貯金需要に支えられて今後とも増加を続けると見込んでいたが²、思わぬ形で減少に転じている。



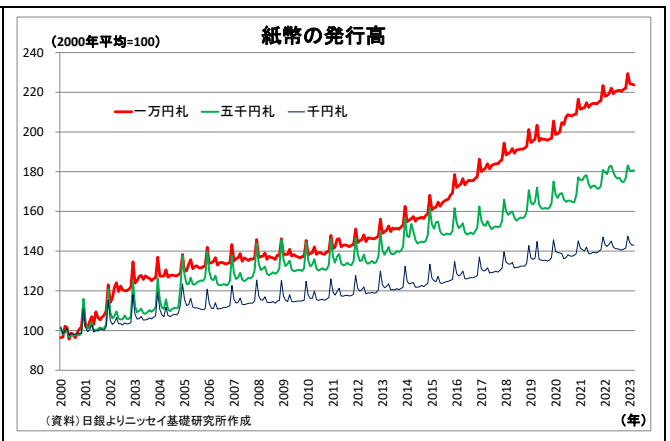
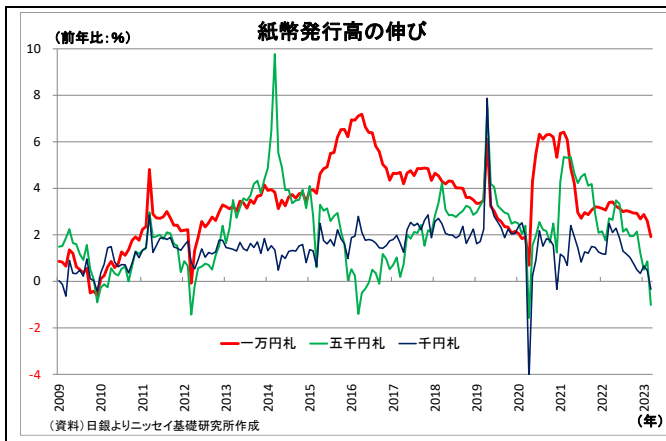
(五千元札・千円札も前年割れに)

また、紙幣（日本銀行券、お札）でも注目すべき動きが生じている。各紙幣ともに昨年半ば以降に流通高の伸び率が低下し、直近3月には、五千元札（前年比1.0%減）と千円札（同0.3%減）が前年割れに陥ったことだ。

紙幣は硬貨と比べて伸び率の変動が大きい傾向があるため、今回の動きが持続的なものなのか、それとも一時的なものなのかについてはまだ判然としない。

ただし、硬貨ほどではないと思われるものの、紙幣にとっても当然、キャッシュレス化は需要の減少圧力になっているはずだ。キャッシュレス化が進展してきたことに伴って、その影響がいよいよ紙幣においても顕在化してきた可能性がある。

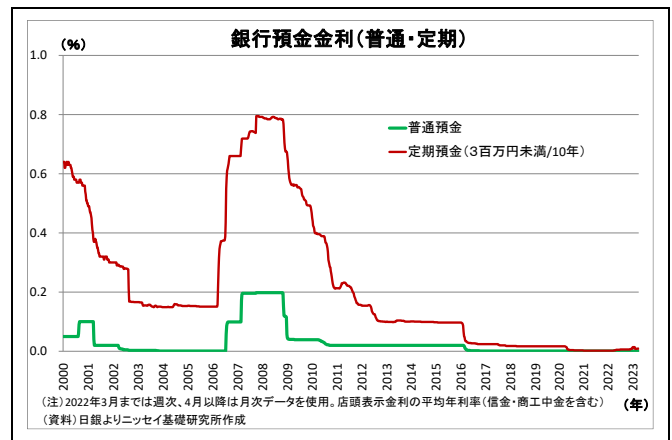
² 拙稿「二極化が進む現金流通高〜一万円札は急増、五円玉は減少止まらず」（ニッセイ基礎研レター 2020-08-13）



(唯一増加を続ける一万円札の行方)

このように、硬貨全種類と五千円札・千円札が揃って前年割れとなるなか、(最近ではやや伸びに鈍化傾向が見られるとはいえ) 唯一明確なプラスの伸びを維持しているのが一万円札だ³。

そして、一万円札が増え続けている背景には根強い「タンス預金」(自宅等での現金の貯蔵) 需要の存在があると考えられる。超低金利環境で預金しても利息が殆ど得られない状況が続いていることが引き続きタンス預金の増加を促していると考えられるが、その際には最も嵩張らず、場所を取らない一万円札が選好されやすい。



従って、逆に言えば、一万円札の今後の行方についての大きなカギとなるのは預金金利の動向と考えられる。当面、大幅な上昇は見込みづらいものの、今後、仮に預金金利が十分に上昇して、家計が預金の収益性復活を実感できるようになった場合には、タンス預金として貯蔵されている一万円札が金融機関の預金口座に預け入れられ、その流通高が減少に転じると想定される。現に、近年の中では預金金利が高かった 2008～09 年には一万円札の伸びが鈍化し、前年割れとなる時期があった。一万円札が減少に転じれば、貯蓄面でもキャッシュレス化が進展することになる。

そして、今後の預金金利に多大な影響を与えるのが日銀の金融政策だ。今後、物価目標が安定的・持続的に達成されたり、副作用が甚大化したりして日銀が大規模緩和の正常化に踏み切り、長短金利を引き上げることになれば、金利上昇圧力が預金金利に波及することになる。今月初めに就任した植田新総裁の今後の舵取りが注目される。

2. 日銀金融政策(3月)

(日銀) 現状維持

日銀は3月9日～10日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定した。

³ ちなみに、二千円札も直近3月の伸び率がプラス(前年比1.3%)だが、その大半が沖縄県での流通で全国的には殆ど流通していないとみられ、残高も少ないため、当稿では分析の対象外としている。

長短金利操作（イールドカーブコントロール、以下 YCC）、資産買入れ方針ともに変更なしであった（全員一致での決定）。

当会合は今月 8 日に任期末を迎えた黒田前総裁にとって最後の決定会合であったことから、会合後の会見では 10 年間の任期の振り返りに関する質問が相次いだ。黒田前総裁は自身が導入した大規模緩和について「政府の様々な政策とも相まって、経済・物価の押し上げ効果をしっかりと発揮してきており、わが国は、物価が持続的に下落するという意味でのデフレではなくなっている」と総括。雇用の増加やベア復活、雇用者報酬の増加に寄与した点なども功績に付け加えた。物価目標の達成については、「賃金や物価が上がらないことを前提とした考え方や慣行、いわばノルムが根強く残っていることが影響して、2%の物価安定の目標の持続的・安定的な実現までは至らなかった点は残念」としながらも、「ノルムというものも変化しつつある」と述べ、「2%の物価安定目標が賃金の上昇を伴うかたちで達成されるというものが少し近づいてきた」、「今後も政府とも連携しながら金融緩和を継続することで、時間がかかるとしても、賃金の上昇を伴うかたちで物価安定の目標を持続的・安定的に実現することは可能である」と前向きな見解を示した。

その後も、「金融緩和というのは成功だった」、「副作用の面よりも、金融緩和の経済に対するプラスの効果がはるかに大きかった」、「2%の物価安定目標の実現を目指して大幅な金融緩和を続けてきたということは間違っていない」と大規模緩和継続の正当性をアピールする発言が相次いだ。

一方、政策の副作用については、「様々な工夫を凝らし、その時々々の経済・物価・金融情勢に応じて副作用に対処しつつ、効果的かつ持続的な金融緩和を講じてきた」と適切に対処してきたとの説明を行ったうえで、「何か副作用が非常に累積しているとか大きくなっているとか、そういうものはあまりあるとは私は思っていない」と特に問題視しない姿勢を示した。具体的に、10 年の間に日銀のバランスシートに積み上がった多額の国債・ETF について反省の念を持っているのかを尋ねられた際も、「何の反省もありませんし、負の遺産だとも思っていない」と一蹴した。

なお、金融政策の正常化、いわゆる出口に関しては、「出口について云々するのは、時期尚早である」、「物価安定目標が持続的・安定的に達成されるようになって、そのときの経済金融情勢に合わせて決めていくべきもの」と従来通りの言い回しに留めた。

その後、今月 10 日には前日に就任した植田新総裁と氷見野・内田両新副総裁による就任会見が開かれ、植田新総裁は黒田前総裁体制からの大規模緩和を「現状では継続する」と表明した。物価目標については、「現状は共同声明にもありますように、できるだけ早くに（中略）達成を目指すということです、これはそういうふう考えている」と述べる一方、「アジェンストの外的ショックがあった場合にはなかなか難しくなる」、「そもそも金融緩和の効果というのが大まかには金利のゼロ制約というのでかなり制限されているという中では、そう簡単な目標ではない」とその限界についても指摘した。そして、物価目標達成のために大事なこととして、「基調的な物価の動きが（中略）安定的・持続的に 2%に達する情勢かを見極めて、適切なタイミングで正常化に行くのであれば行かなければいけないし、難しいということであれば、副作用に配慮しつつ、より持続的な金融緩和の枠組みが何かということを探っていく」と説明した。

金融緩和の点検については毎月の会合で行っていると説明したうえで、「もう少し力が入った、あるいは長い目で見た点検を行うべきかどうかという論点はある」、「（必要という場合には）少し

長い目で見て、(中略)全体を総合的に評価して、今後どういうふうに歩むべきかというような観点からの点検や検証があってもいいのかなと思う」、「政策委員会で議論して決めていきたい」と実施の可能性を滲ませた。

具体的な政策のうち、YCCについては、昨年12月の政策修正の発端となったイールドカーブ(以下、YC)の歪みに関して「(日銀の各種対応に加え)海外金利が低下したという中で、YCの形状が総じてスムーズになってきている」、「今後も見極めていく必要がある」と評価したうえで、「YCCは現状では経済にとって最も適切と考えられるYC形成を実現する仕組み」であり、「現状の経済・物価・金融情勢にかんがみると、現行のYCCを継続するということが適当である」と継続について前向きな姿勢を示した。そして、その修正の要否については、「経済・物価・金融の状況を見て、効果・副作用を勘案して決めていく」と説明した。マイナス金利政策についても「現在の強力な金融緩和のベースになっている政策」と位置付け、「基調的なインフレ率がまだ2%に達していないという判断のもとでは、継続するのが適当」と継続方針を示した。

YCCやETFの大量購入については、副作用の存在を認めただけで、「効果と副作用について十分考慮し、議論されたうえで導入されたのだと思う」、「副作用が目立っているからというだけで、その導入がまずかったという結論にはならない」と述べた。

最近の内外情勢に関して、欧米の金融システム不安については、「現時点でわが国経済に大きな影響を与えるとはみていない」としつつ、「市場における不透明感・不安感が完全に払拭されたという状態ではない」、「今後の状況についてしっかりと注意してまいりたい」と発言。一方、今春闘での強めの賃上げについては、「ここまでの動きは喜ばしい動きになっている」としつつ、「定着するかどうかを見極める必要がある」とその持続性を重視する姿勢を示した。世界経済の動向については、「ややスローダウンの方向に入っている、更に下振れのリスクもあるということは十分に認識している」とし、「十分考慮して毎回の政策決定に当たっていく」と付け加えた。

なお、植田新総裁は当会見の直前に岸田首相と会談した。新総裁は会談後に記者団に対して、政府と日銀の共同声明について、「考え方は適切であって直ちに見直す必要はないという点で一致した」と語った。

(受けとめと今後の予想)

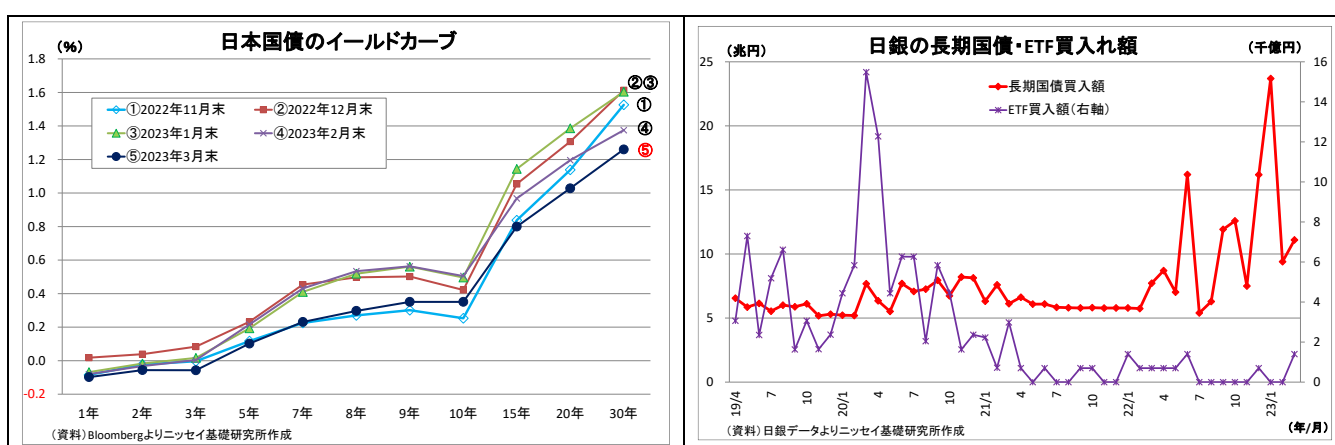
植田新総裁の就任会見の内容については、2月下旬の衆参での所信聴取での発言内容と大きく異なるものではなかったが、所信聴取時と比べて、YCCをはじめとする現行政策を継続する姿勢を強めたという印象を受けた。YCの歪みが足元で一旦改善されているほか、市場では早ければ4月の初回決定会合でのYCC撤廃を予想する向きもあり、早期修正観測が高まることで再びYCが歪むリスクがあったことから、そうした市場の観測をけん制する狙いもあったと推測される。出口(金融政策の正常化)のみならず、YCCの修正といった副作用への対応についても拙速は避け、慎重に情勢を見極めたうえで決定するという事だろう。

今後の見通しの大枠については、植田新体制は引き続き緩和スタンスを維持しながら、慎重に正常化を模索する可能性が高いと見ている。一方、副作用については就任会見でも存在を認めただけで、幾度も配慮していくことを言及しているため、適宜対応を行っていくはずだ。

とりわけ債券市場の機能度低下についてはYCCの修正という形で遠からず対応が採られると予想

している。ただし、その時期については従来は6月の決定会合と予想していたが、就任会見での発言を受けてやや後ろ倒しになる可能性が高いと判断。修正の内容は「長期金利操作目標の対象年限短期化（10年国債利回り→5年国債利回り）」と予想。YCの歪みとそれに伴う市場機能低下の是正を図るとともに、景気への影響が大きい短・中期の金利を抑制し続けることで緩和継続姿勢を示すと見ている。就任会見でYCCを前向きに評価したうえ、市場や景気への配慮もあり、いきなり撤廃に踏み切ることは避けるのではないかと見ている。

なお、マイナス金利政策の解除や長期金利操作目標の撤廃には時間がかかると見ている。①ともに金融引き締め感が強く、短・中期の金利上昇を押し上げかねないこと、②今年終盤からは米利下げ開始が現実味を帯びてきて円高リスクが高まることから、日銀が金融引き締め方向での政策変更を行うハードルが高まるためだ。

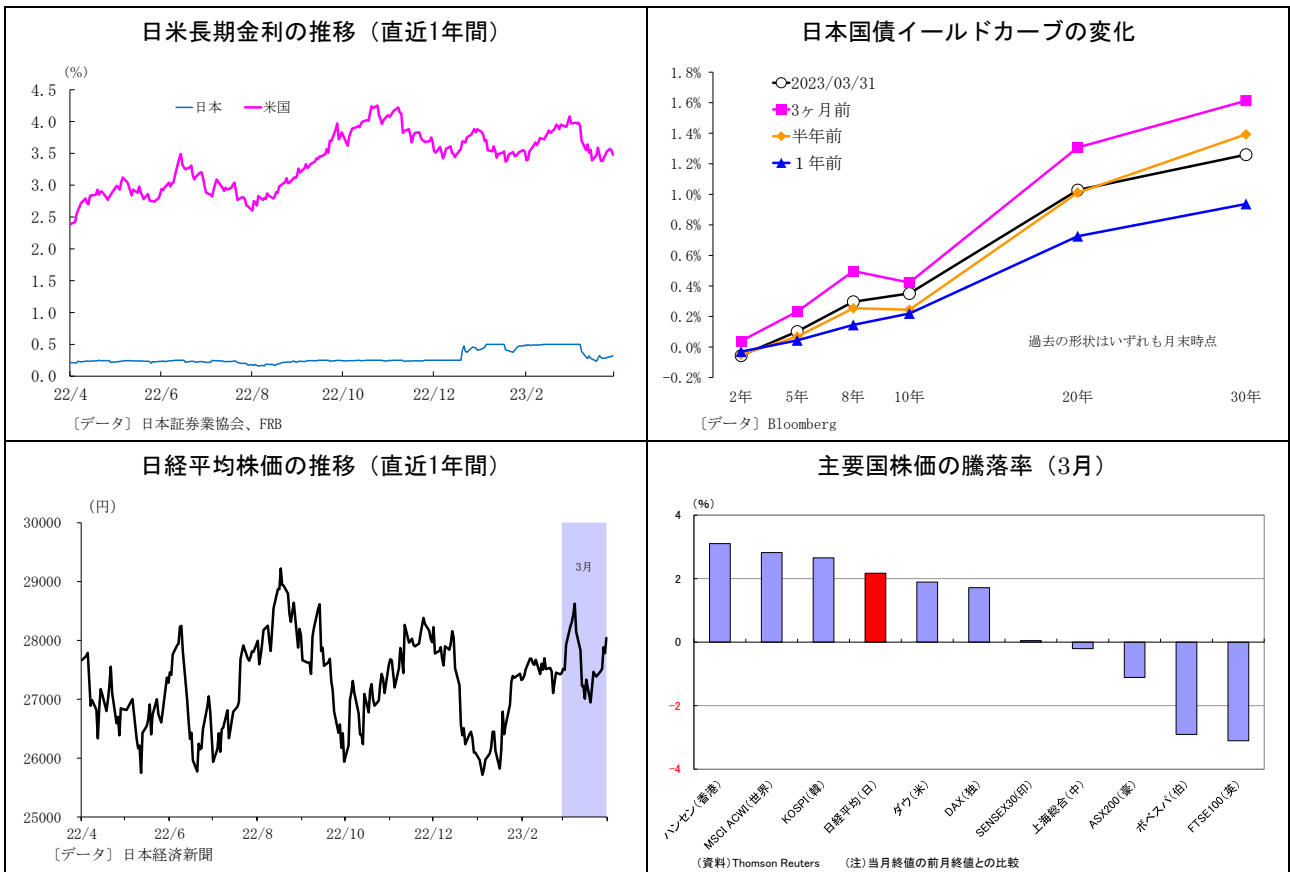


3. 金融市場(3月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

3月の動き (▼) 月初0.5%付近でスタートし、月末は0.3%台前半に。

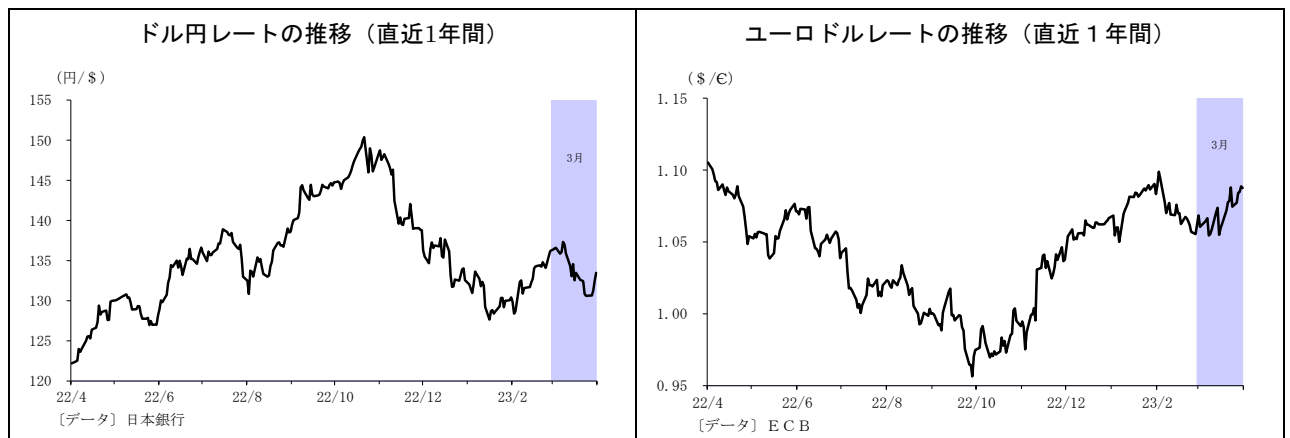
月上旬は、日銀による緩和修正観測が引き続き燃るなか0.5%付近で推移したが、10日の日銀決定会合で現状維持が決まり、修正を見越して売り持ちにしていた投資家が国債の買い戻しに転じた。さらに米銀破綻に端を発して欧米の金融システム不安がにわかに台頭し、安全資産需要の高まりや利上げ観測の後退によって米金利が大きく低下したことを受けて、10日には0.4%を割り込んだ。その後も欧米の金融システム不安は燃り、20日には0.2%台半ばまで低下することとなった。月の下旬には金融システム不安がやや緩和し、22日には0.3%台を一旦回復したが、22日のFOMCでFRBの利上げ姿勢が後退したと受け止められたこともあって金利は低迷が続いた。月末も0.3%台前半で終了した。



(ドル円レート)

3月の動き (ㇿ) 月初 136 円台半ばでスタートし、月末は 133 円台半ばに。

月初、堅調な米経済指標を背景にドルが堅調に推移した後、パウエルFRB議長が議会証言で利上げ加速の可能性を示唆したことを受けて、8日に137円台前半へと水準を切り上げた。その後は米雇用指標の鈍化や米銀破綻を受けた金融システム不安の台頭により米金利低下を通じてドル安が進行、14日には133円台前半に。米コアCPIの予想比上振れを受けた15日には一旦134円台半ばに持ち直したが、欧米の金融システム不安が燻り、23日には130円台へ下落した。一方、月終盤には金融システム不安がやや和らいだことでドルが持ち直し、月末は133円台半ばに。



(ユーロドルレート)

3月の動き (ㇿ) 月初 1.06 ドル台後半でスタートし、月末は 1.08 ドル台後半に。

月初、1.06 ドル台で推移した後、パウエルFRB議長が議会証言で利上げ加速の可能性を示唆した

ことを受けてドルが買われ、8日に1.05ドル台半ばへ。その後は米雇用指標の鈍化や米銀破綻を受けた金融システム不安の台頭により米金利低下を通じてドル安が進行、13日には1.07ドル台を付けたが、金融システム不安が欧州にも波及し、スイス大手銀の経営不安が高まったことを受けて、15日には1.05ドル台半ばへ戻った。その後は同銀の買収が決まったことで欧州の金融不安が後退したほか、22日のFOMCを受けて米利上げ観測が後退し、23日には1.08ドル台後半まで上昇。月終盤は欧州経済の見方を巡り思惑が交錯したが、月末も1.08ドル台後半で終了した。

金利・為替予測表(2023年4月12日現在)

| | | 2023年 | | | | 2024年 | |
|-------|---------------|-------|------|------|-------|-------|------|
| | | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 |
| | | 実績 | 予想 | | | | |
| 日本 | 10年金利(平均) | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| アメリカ | FFレート(期末) | 5.00 | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 5.00 | 4.50 |
| | 10年金利(平均) | 3.6 | 3.6 | 3.4 | 3.4 | 3.2 | 3.0 |
| ユーロ圏 | ECB市場介入金利(期末) | 3.50 | 3.75 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 3.50 |
| | 10年金利(独、平均) | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.2 |
| ドル円 | (平均) | 132 | 134 | 131 | 128 | 126 | 124 |
| ユーロドル | (平均) | 1.07 | 1.09 | 1.10 | 1.11 | 1.12 | 1.12 |
| ユーロ円 | (平均) | 142 | 146 | 144 | 142 | 141 | 139 |

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。