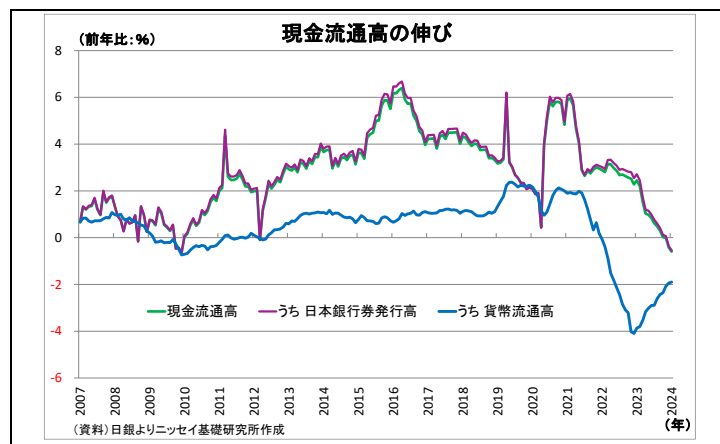


Weekly
エコノミスト・
レター相次ぐ逆風で進む現金離れ
～現金流通高は前年割れに経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

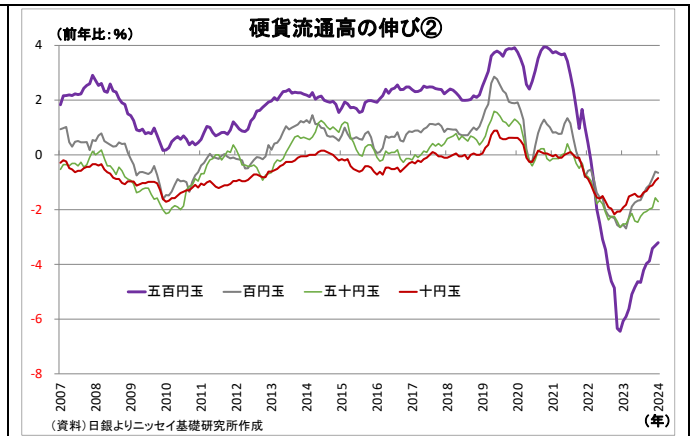
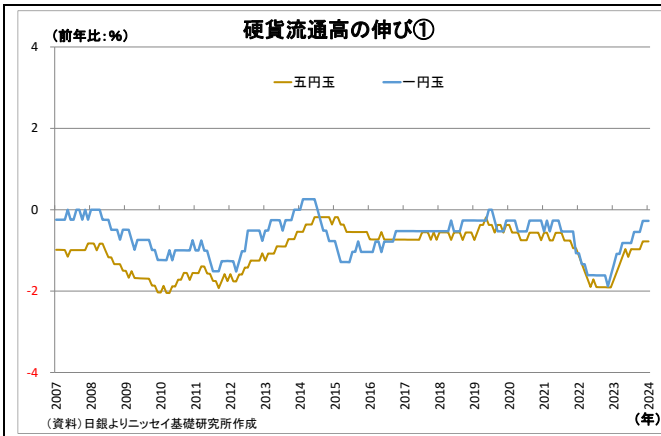
1. 現金の流通高が減少に転じ、「現金離れ」とも言える事象が起きている。直近1月末の現金流通高は前年比0.6%減と3カ月連続で前年の水準を割り込んでいる。前年割れは約12年ぶりのことだ。近年の動きを内訳別にみると、①小額硬貨はもともと減少トレンドが常態化していたが、その他硬貨も前年割れに転落。特に従来高い伸びを続けていた五百円玉が2022年以降に大幅な落ち込みを見せている、②各紙幣は趨勢的に伸び率が低下し、従来高い伸びを維持してきた一万円札も直近では前年割れに転落。現金流通高の9割を占める一万円札がマイナスに転じたことが、現金流通高の前年割れの主因となった。
2. 現金流通高が減少に転じた背景としては、①キャッシュレス化の進展、②硬貨預け入れ手数料の導入、③物価上昇率の高止まりという相次ぐ逆風が挙げられる。とりわけ、物価上昇が長引く中で、現金の実質的な価値が目減りを実感した一部の家計が「タンス預金」を取り崩し、消費やその他資産の購入などに充てたことが決定打になったと考えられる。実際、物価上昇によって、一万円札の実質的な価値は2021年4月を10000円とした場合、直近1月には9140円に落ちてしまった計算になる。
3. 現金流通高の先行きについては、振れが大きい統計だけに一時的に増加に転じることもあり得るが、中長期的には現金離れの動きが継続する可能性が高いと見ている。今後もキャッシュレス化のさらなる進行と物価上昇率のプラス推移が予想されるためだ。
4. そして、現金離れがどれだけ進むかに関して注目されるのは、「家計の元本割れリスクに対する許容度」と「預金金利の動向」だ。現在過半を占める「元本割れを起こす可能性がある金融商品の保有に否定的な家計」が保有に前向きになったり、預金金利を引き上げたりする動きが続けば、現金離れの動きに弾みがつくと考えられる。



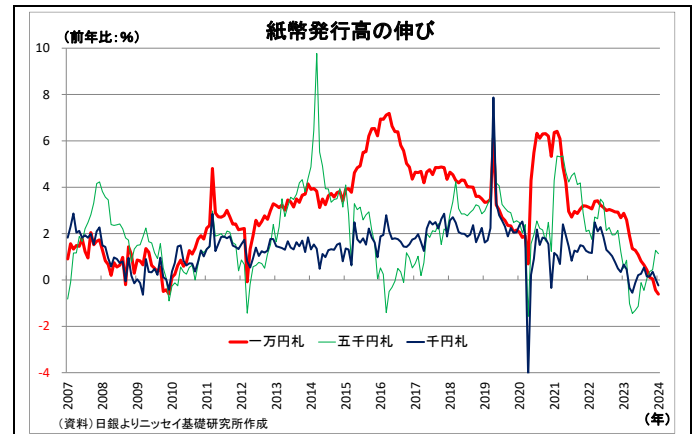
1. トピック： 相次ぐ逆風で進む現金離れ

(現金流通高が約 12 年ぶりの前年割れに)

現金の流通高が減少に転じ、「現金離れ」とも言える事象が起きている。直近 1 月末の現金流通高¹ (126.4 兆円) は前年比 0.6%減と 3 カ月連続で前年の水準を割り込んでいる (表紙図表参照)。前年割れになったのは東日本大震災直後の現金需要増加の反動が出た 2012 年 3 月末以来、約 12 年ぶりのことだ。



内訳として、硬貨・紙幣の種類別²に 1 月末の状況 (前年比) を確認すると、一円玉が 0.3%減、五円玉が 0.8%減、十円玉が 0.8%減、五十円玉が 1.7%減、百円玉が 0.7%減、五百円玉が 3.2%減、千円札が 0.2%減、五千円札が 1.1%増、一万円札が 0.6%減と、五千円札以外は軒並み前年割れとなっている (なお、五千円札についても、昨年 3～8 月は前年割れであった)。



近年 (2021 年以降) の動きをまとめると、

- ・小額硬貨 (一円玉・五円玉) はもともと減少トレンドが常態化していたが、その他硬貨も前年割れに転落。特に、従来高い伸びを続けていた五百円玉が 2022 年以降に大幅な落ち込みを見せている。
- ・各紙幣は趨勢的に伸び率が低下し、従来高い伸びを維持してきた一万円札も直近では前年割れに転落。現金流通高の 9 割を占める一万円札がマイナスに転じたことが、現金流通高の前年割れの主因となった。

(背景には相次ぐ逆風)

現金の流通高は市中の需要動向によって決まる。現金での決済需要や貯蓄需要が高まれば、銀行を通じて日銀から供給される一方、需要が減少すれば、銀行を通じて回収される。上記の通り、現

¹ 紙幣は発行高。硬貨は記念貨を含むベースで、日銀保有分を除き、市中金融機関保有分を含む。

² 二千円札は大半が沖縄県内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。

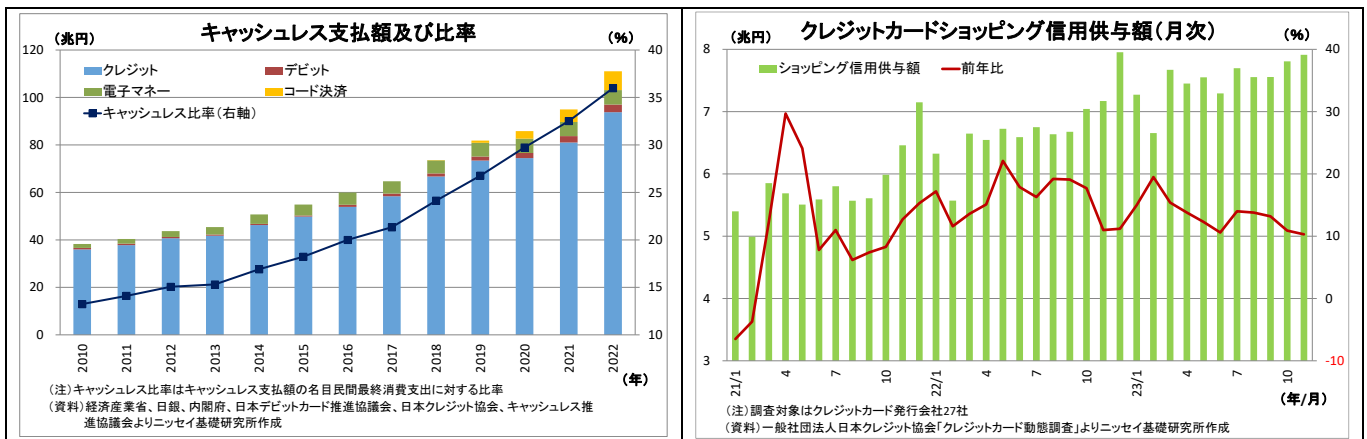
金流通高が近年減少に転じた背景としては、現金需要にとって主に3つの逆風が相次いだことが挙げられる。

①キャッシュレス化の進展

まずは「キャッシュレス化の進展」による決済需要の減少だ。

近年、キャッシュレスでの支払額が増加し、その比率も上昇を続けてきた。直近2023年の状況は未判明だが、主力であるクレジットカードのショッピング利用が2023年入り後も二桁の伸びを続けていることから、キャッシュレス化は進展を続けていると推測される。

キャッシュレス化の進展は、決済における現金需要（支払い用とお釣りに用）の減少を通じて、現金流通高の抑制に繋がっている。



②硬貨預け入れ手数料の導入

また、「硬貨預け入れ手数料の導入」に伴う貯蓄需要の減少も逆風となっている。

大手銀行や地方銀行に続いて国内最大の店舗網を持つゆうちょ銀行でも2022年年初に硬貨預け入れ手数料が導入され、金融機関で大量の硬貨を無料で預け入れることが困難になった。この結果、家庭内において貯金箱等で硬貨を貯金する習慣が減退し、現金流通高の押し下げ圧力になっていると考えられる。

現に、かつて「五百円玉貯金」需要を背景に高い伸びを続けてきた五百円玉の流通高が、ゆうちょ銀行の手数料導入と時期を同じくして前年割れに転じている。貯まった五百円玉貯金を取り崩して日々の支払いに充てたり、無料の範囲内で口座に預け入れたりする動きが一部で発生していると推測される。

③物価上昇率の高止まり

そして、3つ目の逆風が「物価上昇率の高止まり」、すなわちインフレだ。

わが国の消費者物価上昇率（計算上の概念に過ぎない帰属家賃を除く）は2021年9月に前年比プラスに転じた後に上昇を続け、2023年1月には同5%を突破、直近1月でも同2.5%と高止まりしている。また、消費者物価指数が直近のボトムであった2021年4月から直近1月にかけての累計の上昇率は9.4%にも達している。

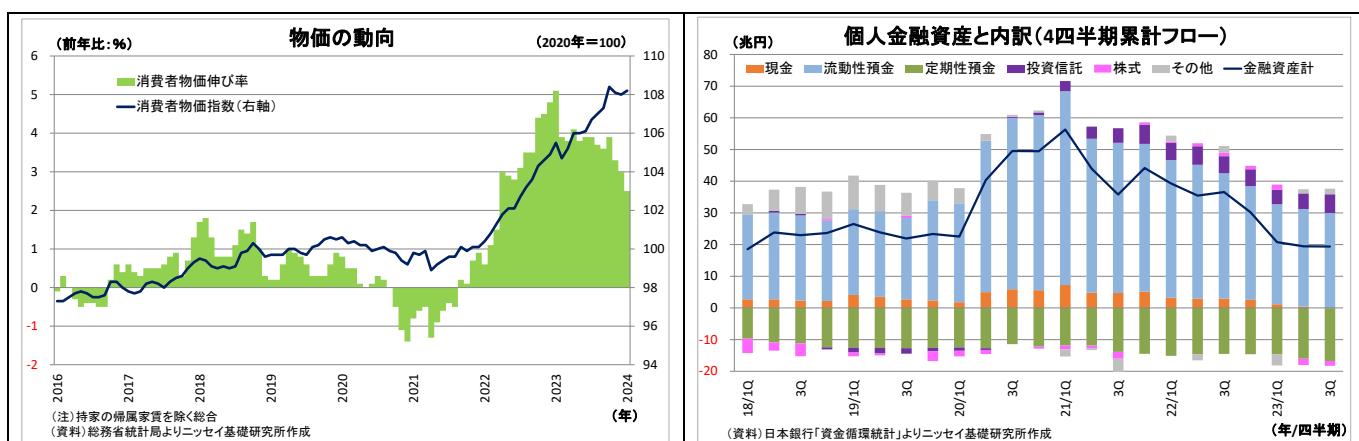
言うまでもないが、価格の変動がなく、利息・配当を全く生まない現金は物価上昇に弱く、物価上昇の分だけモノ・サービスの購買力、すなわち、実質的な価値が目減りしてしまう。具体的には、

一万円札の実質的な価値は2021年4月を10000円とした場合、直近1月には9140円に落ちてしまった計算になる。かつてのデフレ時代には、いわゆる「タンス預金」といった現金での貯蓄は実質的な価値の上昇を伴っていたため合理的とも言えたが、近年では状況が逆転している。

従って、物価上昇が長引くにつれて、現金の実質的な価値の目減りを実感した一部の家計が家庭内に貯蓄していた「タンス預金」や「ヘソクリ」を取り崩した可能性が高い。この結果、従来はタンス預金積み増しの動きで高い伸びを続けていた一万円札³が前年割れとなり、もともとキャッシュレス化などの逆風を受けていた現金流通高が前年割れに陥る決定打になったと考えられる。

なお、現金は匿名性が極めて高く、動向を裏付ける関連データも乏しいことから推測に頼らざるを得ないが、取り崩されたタンス預金の行方については、消費に当てられた（結果的に温存された預金に廻った形に）ほか、一部は株や投資信託のほか、貴金属や宝飾品・絵画などインフレヘッジ機能が期待できる資産の購入に充てられたと考えられる。

ここで、個人金融資産の資金流入動向を確認すると（直近は2023年3Q）、全体的に純流入（積み増し）が鈍化していきなりもの、近年では投資信託の純流入が明らかに増加している。また、株高に伴う利益確定売りや相続に絡む処分売りに押されて純流出になることが多かった株式についても純流入となるケースが増えつつある。



(中長期的に現金離れは継続か)

最後に、現金流通高の先行きについて考えると、振れが大きい統計だけに一時的に増加に転じることもあり得るが、中長期的には減少傾向、すなわち現金離れの動きが継続する可能性が高いと見ている。

まず、国内のキャッシュレス化はまだ発展途上段階にあり、今後もさらに進行していくと見込まれる。キャッシュレス化の進行に伴って現金の決済需要は減退していくだろう。

さらに、物価上昇率についても、足元の高水準が定着することこそないものの、人手不足に伴う賃上げなど構造的な物価上昇圧力が続くことで明確なプラス基調が続くとみられる。物価上昇による価値の目減りが続き、タンス預金など現金貯蔵のリスクが家計に浸透するにつれて、現金の貯蓄需要も減少していくだろう。

現金離れがどれだけ進むかに関して、注目されるのは「家計の元本割れリスクに対する許容度」

³ タンス預金やヘソクリに際しては、最高額面のため最も嵩張らず、場所を取らない一万円札が選好されやすい。

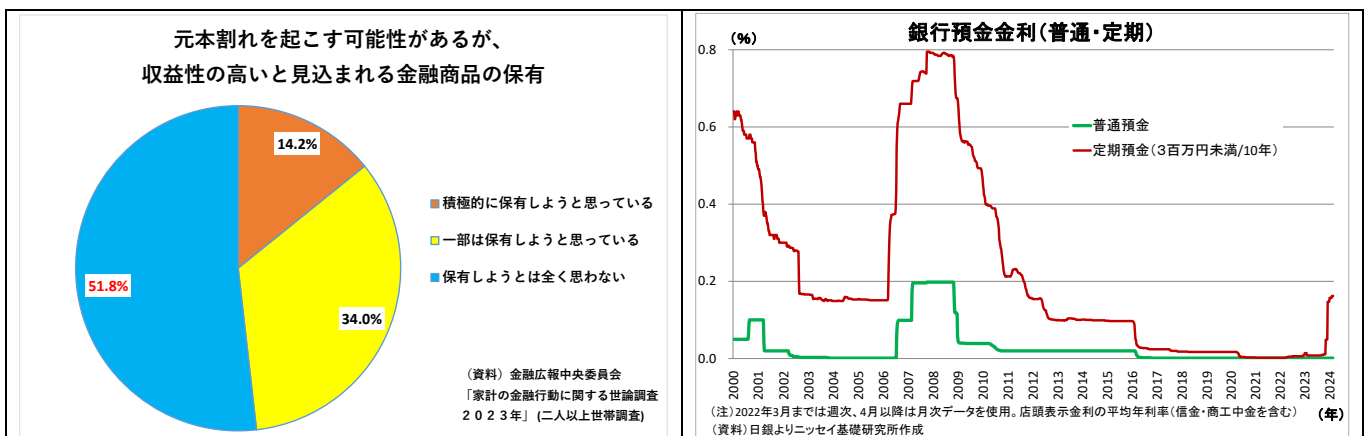
だ。金融広報中央委員会が 2023 年に実施したアンケート調査によれば、「元本割れを起こす可能性があるが、収益性の高いと見込まれる金融商品の保有」について、「全く保有しようとは思わない」と回答した家計は 51.8%と過半を占めている。つまり、半分以上の家計は、金融商品の選択にあたって「価格が下落せず元本が保証されていること」を重視しているとのことだ。つまり、現金や預金など価格変動のない金融商品への選好度が高いということになる。

しかしながら、物価上昇が続く世界においては、いくら表面上の価格が下落しなくても、物価上昇以上のリターンがない商品は実質的な価値が目減りしてしまう。特に、リターンの全くない現金は影響をもろに受けることになる。「価格が下落せず元本が保証されていること」を重視している過半の家計の多くが、そうした状況においても「やはり元本保証が重要」との考えを持ち続けるのか、「それとも物価上昇に対して現金保有は脆弱で危険」との認識に転じ、「元本割れを起こす可能性がある金融商品の保有」に前向きになるのか次第で、現金離れの勢いが左右されるだろう。

また、現金離れの進行については、預金金利の動向も大きなポイントになる。日銀の YCC 柔軟化に伴う市場金利の上昇を受けて、最近では一部の定期預金で金利を引き上げる動きが相次いでいるが、それでも平均で見れば 0.2%弱（3 百万未満/10 年物）に過ぎない。

近々、マイナス金利の解除も想定されるが、日銀はマイナス金利解除後も「緩和的な金融環境を続ける」方針を示している。従って、預金金利が急上昇して物価上昇率を超える（＝実質金利がプラスになる）ことは当面考えられないものの、金融機関において預金金利を引き上げる動きが続けば、現金保有に対する優位性が高まり、現金から預金へのシフトが進むことで現金離れに弾みがつくと考えられる。

従来、現金流通高はキャッシュレス化の遅れに加え、デフレとそれに伴う超低金利の追い風を受ける形で増加の一途を辿ってきた。一方で、足元で減少に転じたことは、キャッシュレス化の進展と物価上昇率の高止まりという構造変化を反映した動きと捉えられる。今後も現金の動きをフォローしていきたい。



2. 日銀金融政策(2月)

(日銀) 維持

2月はもともと金融政策決定会合が予定されていない月であったため会合は開催されず、金融政

策は現状維持となった。次回会合は、今月 18～19 日にかけて開催される予定となっている。

なお、2 月 8 日に内田副総裁が奈良県金融経済懇談会で挨拶し、「最近の金融経済情勢と金融政策運営」について説明を行った。

内田副総裁は物価目標の達成に関して、「先行きの不確実性はなお高いが、こうした見通し（賃金上昇を伴う望ましい形での 2% 達成）が実現する確度は、少しずつ高まっている」、「2% 目標の持続的・安定的な実現が見通せるようになれば、大規模な金融緩和は役割を果たしたことになる、その修正を検討することになる」と発言。

一方で、政策金利については、「経済・物価情勢次第」としつつも、日銀の中心的な見通しを前提とすれば、「仮にマイナス金利を解除しても、その後でどんどん利上げをしていくようなパスは考えにくい」、「現在、わが国の実質金利は大幅なマイナスであり、金融環境はきわめて緩和的。この状況が大きく変化することは想定されていない」と追加利上げに対して慎重な見解を示した。

また、国債買入れについても、「見直すのであれば、その方向性は市場の自由な金利形成をより尊重していく方向になるが、その前後で不連続な形で買入れ額が大きく変わったり、金利が急激に上昇するといったことがないよう、丁寧に対応したい」と、大幅な買入れ縮小によって金利が過度に上昇する事態を避ける方針を示した。

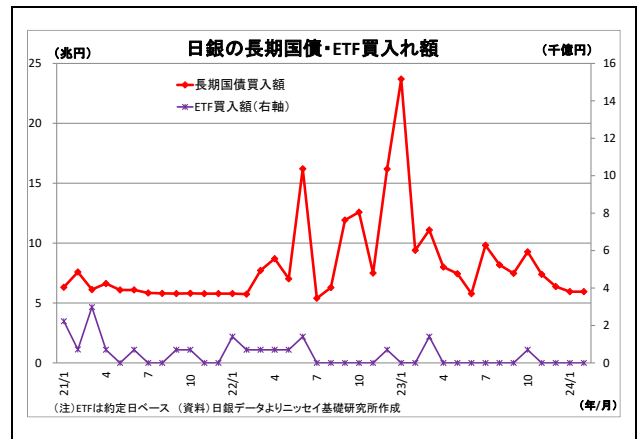
その後、2 月 29 日には、高田審議委員が滋賀県金融経済懇談会において挨拶を行った。高田委員は、現在の状況について「不確実性はあるものの、2% の物価安定の目標実現が漸く見通せる状況になってきた」と前向きに評価。さらに、「今日のきわめて強い金融緩和からのギアシフト、例えば、イールドカーブ・コントロールの枠組みの解除、マイナス金利の解除、オーバーシュート型コミットメントの在り方など、出口への対応も含め機動的かつ柔軟な対応に向けた検討も必要」と正常化に対しても踏み込んだ発言を行った。

（今後の予想）

最近の日銀は、賃金・物価の好循環や物価目標の持続的・安定的な達成に対する前向きな情報発信のみならず、マイナス金利解除を前提としたその後の金融政策の在り方などに言及する場面が目立っている。政策委員による意見のバラツキも目立たなくなっており、集約が進んでいるものと推測される。日銀は金融政策の正常化を見据えてほぼスタンバイの状態にあり、市場の不安定化を回避するための地ならしを図っている段階にあるとみられる。

今後は、今春闘の集中回答（3 月中旬）を通じて大企業の賃上げ動向を確認した後、日銀短観（4 月 1 日）やその後の支店長会議で中小企業の動向も確認したうえで、「十分な見極めプロセスを踏んだ」ことをアピールしたうえで、「物価目標の持続的・安定的達成の確度が十分に上がった」ことを根拠として、「非常時の極端な金融緩和を収束する」と理屈付けし、4 月 MPM（4 月 25-26 日）で正常化へと舵を切ると予想している。

手法については、このタイミングで、YCC の解除（現在「ゼロ%程度」としている長期金利操作目標を取り下げ）とともに、マイナス金利政策を撤廃、無担保コールレート誘導目標を 0～0.1% で



復活すると予想している。

一方、今春闘における賃上げ分の物価への波及や予想物価上昇率の動向には不透明感が残るうえ、先行きの物価上昇率が2%から下振れするリスクも相応に残る。既述の通り、植田総裁や内田副総裁も大きな不連続性を避ける政策運営姿勢を示唆している。従って、4月の段階では、追加利上げには慎重な姿勢を強調するとともに、長期金利の上限目途（1.0%）や指値オペの枠組み、国債買入れは継続し、市場金利の過度の上昇を抑えて緩和的な金融環境を継続させる役割を担わせると想定している。

上記がメインシナリオだが、時期については多少前後にズレる事態も想定しておきたい。日銀内において、「国内政治や米金融政策による逆風が強まって正常化のハードルが上がらないうちに、正常化に踏み切っておきたい」との意向が強くなる場合や、「物価目標達成の確度は十分高まっており、あとは春闘の集中回答結果を見れば十分」との意見が主流となれば、4月を待たずして、3月MPM（3月18-19日）への正常化の前倒しもあり得る。

逆に、当然ではあるが、この先経済に無視できない悪影響を及ぼしかねない不測の事態が起き、その状況を確認すべく、正常化が6月MPM以降へ後ろ倒しされる可能性もゼロではない。

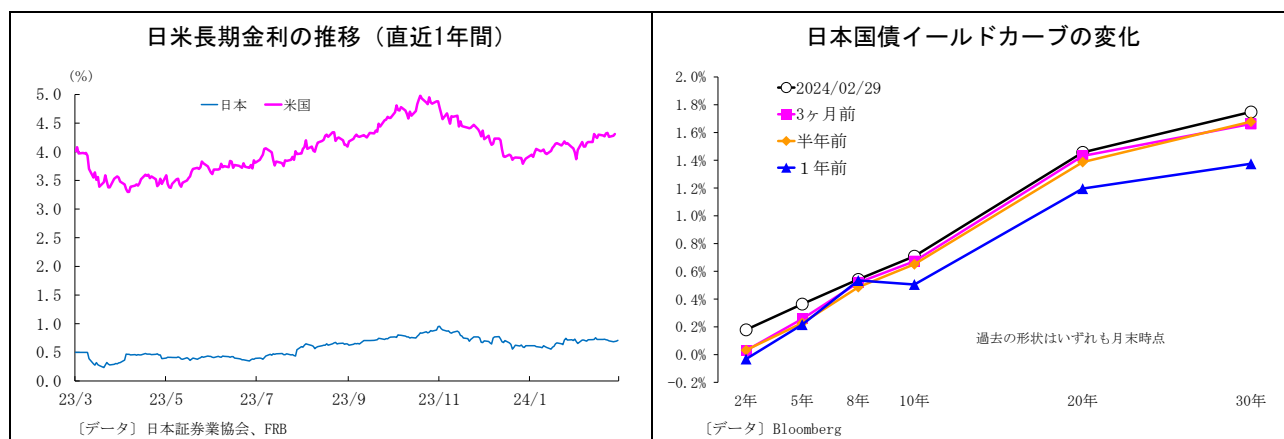
現在のイメージとしては、3月の確率が3割程度、4月の確率が6割程度、6月以降の確率が1割程度と見ている。

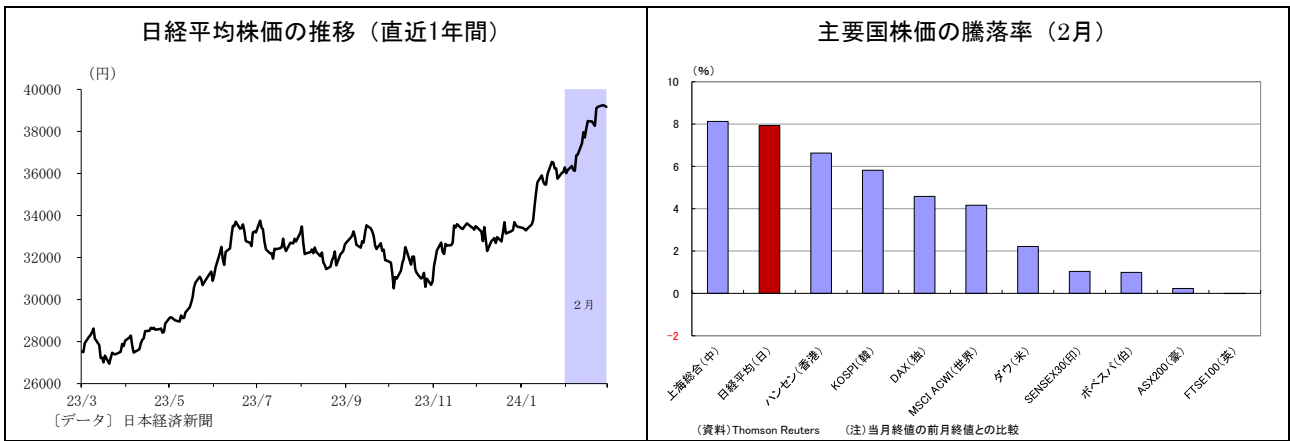
3. 金融市場（2月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

2月の動き（1） 月初0.6%台後半でスタートし、月末は0.7%台前半に。

月初、経済指標の悪化を受けた米金利低下が波及し、2日に一旦0.6%台半ばへ低下したが、予想を上回る米雇用統計結果を受けて米金利が上昇に転じ、5日には0.7%台前半に上昇した。その後も米CPIの予想比上振れなどによる米金利上昇が金利上昇圧力になったが、内田日銀副総裁の追加利上げに対する慎重な発言（8日）を受けた日本の緩和的な金融環境継続観測が金利抑制要因となり、0.7%台での推移が継続した。下旬には、26日に持ち高調整的な米金利の低下や、株高を受けた年金勢のリバランス目的の債券買いへの思惑から0.6%台後半に低下。月末は高田日銀審議委員の発言を受けて早期正常化観測が高まり、0.7%台前半に上昇して終了した。

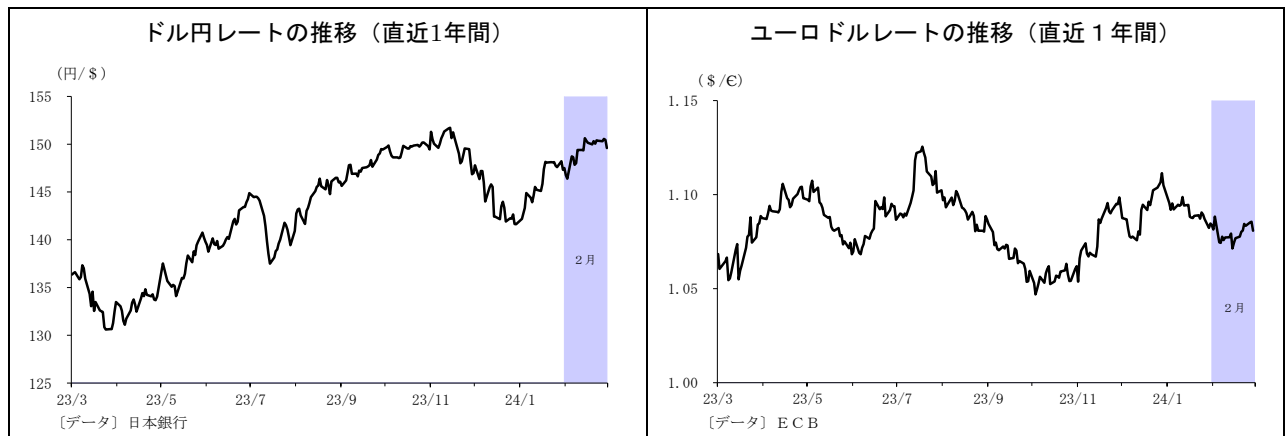




(ドル円レート)

2月の動き (↑) 月初 146 円台半ばでスタートし、月末は 149 円台後半に。

月初、予想を上回る米雇用統計結果を受けて米国の早期利下げ観測が後退し、5日に148円台後半に上昇。一旦ドルが伸び悩む場面もあったが、好調な米経済指標の発表を受けて9日には149円台に乗せ、強めの米CPIを受けた14日には昨年11月以来となる150円台に到達した。下旬には米金利の上昇が一服したほか、本邦財務当局による口先介入もあり、為替介入への警戒感が円の下値を支える形で150円台での膠着した推移が継続。月末は高田日銀審議委員の発言を受けて早期正常化観測が高まり、150円をやや割り込んで終了した。



(ユーロドルレート)

2月の動き (→) 月初 1.08 ドル台前半でスタートし、月末は 1.08 ドル台前半に。

月初、1.08ドル台で推移した後、予想を上回る米雇用統計結果を受けてドル高圧力が高まり、5日に1.07ドル台半ばに。さらに米CPIも予想を上回ったことで、14日には1.07ドル付近まで下落した。その後は米小売売上高の悪化やECB要人による早期利下げに慎重な発言、欧州の経済指標改善などを背景にユーロが持ち直し、20日には1.08ドルを回復、22日には1.08ドル台半ばに上昇した。世界的な株高地合いもユーロの支援材料になったとみられる。月末は持ち高調整的なユーロ売りや独仏CPIの低下を受けてやや下落し、1.08ドル台前半で終了した。

金利・為替予測表(2024年3月1日現在)

		2023年	2024年				2025年
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想				
日本	コールレート(誘導目標・期末)	--	--	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利(平均)	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
米国	FFレート(期末)	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
	10年金利(平均)	4.4	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.50	4.50	4.50	4.00	3.50	3.00
	10年金利(独、平均)	2.5	2.3	2.3	2.2	2.0	2.0
ドル円	(平均)	148	149	145	142	139	138
ユーロドル	(平均)	1.08	1.08	1.10	1.10	1.11	1.11
ユーロ円	(平均)	159	161	160	156	154	153

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標レンジ上限値

(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。