

2020年6月8日

国民皆株主でコロナショックの経済対策を — 国難の時期ほど株式の大衆化で日本を支える

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

「2000万円問題」から1年、 「貯蓄から投資」はどうなったか

昨年、金融庁の金融審議会で策定されて話題になった、いわゆる「老後資金の2000万円問題」の報告書から1年が経過する。筆者も同審議会に委員として参加しただけにもう1年が経過したかと感慨深いものがある。現在の株式相場は、今年3月のボトムから大きく戻したとはいえ、今年のピークからは下落した水準にあるなかで、「貯蓄から投資」の動きがどうなったか改めて振り返る必要がある。今年3月に生じたような恐慌に近い環境では、投資よりもキャッシュが重視される環境になりやすい。一方、長期的な視野に立ってみれば、経済成長が続くなかでその果実を株式投資や、海外も含めた幅広い投資から享受する発想は揺るがないだろう。今回のような危機局面では政府の支援と同時に、国民自身が株主になることも含め、国全体で資産形成を行うという国民合意の実現に向けた成長戦略が重要と考える。

京都大学大学院特任教授の川北英隆氏はコロナ危機対策として、日銀が保有する株式ETFを政府が買い付けて国民に付与する提言を行っている。今回、コロナ対策で決まった10万円の特別定額給付金の給付に加えて株式を付与すること、もしくは現金給付の一定部分を株式とする選択肢もあるかもしれない。それは国のストックオプションのようなものだ。こうした動きを通じて、国民すべてが「貯蓄から投資へ」の潮流への第一歩を示すことができる。

資産デフレの回避と資本の充実が基本

筆者がコロナショック下の3ヵ月、当TODAYで議論してきたのは、バブル崩壊もコロナショックもバランスシートの両サイドへの対応が重要との点だった。すなわち、B/S左側の資産デフレを回避しつつ、B/S右側の資本の充実をはかることにあった。次ページの図表はバランスシート調整における

■経済成長の果実を株式投資
などから享受する発想は
揺るがない

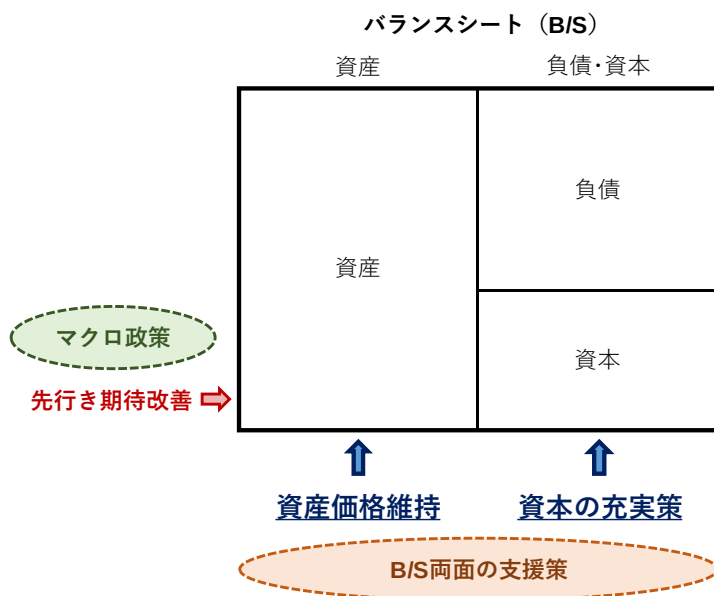
■給付金の一部を株式とする
選択肢も考え得る

- 日銀は広義の物価安定に資産価格の安定を含めることが必要だろう

- 対策で求められるのは「資産価格維持」と「資本の充実策」

対応の基本形を示している。バブル崩壊後もコロナショックも、結局、資産価格の減少も含め資本が債務対比で不足することで生じる現象であるだけに、資産価格の下落を防ぎつつ、資本充実策を実行するプロセスが基本となる。資産デフレを止めるには直接的には直接市場に介入する日本銀行のETF買いやREITの購入がある。また、公的年金であるGPIFの株式の購入も、重要な役割を担う公的資金の一つと考えることができる。同時に、デフレ脱却の目的は資産デフレの回避と考えるべきであり、日銀も広義の物価の安定に資産価格の安定も含めるべきだろう。資産デフレの不安を取り除き、資産運用への信頼を保つことが不可欠だ。これまで何度か政府も含めた公的サポートでの資本支援の重要性を議論してきたが、民間での自助の仕組みをどう作るかも重要な課題となる。当TODAY（4/27）では、国民皆株主での資金還流を議論した。今次、コロナショックで重要なのは公的サポートと同時に、国民が皆で日本の資産市場を支える仕組みであり、自助・共助・公助が一体として国富を支える動きだ。

バランスシート調整における対応の基本形



(作成) 岡三証券

国民が企業利益の恩恵に与るには

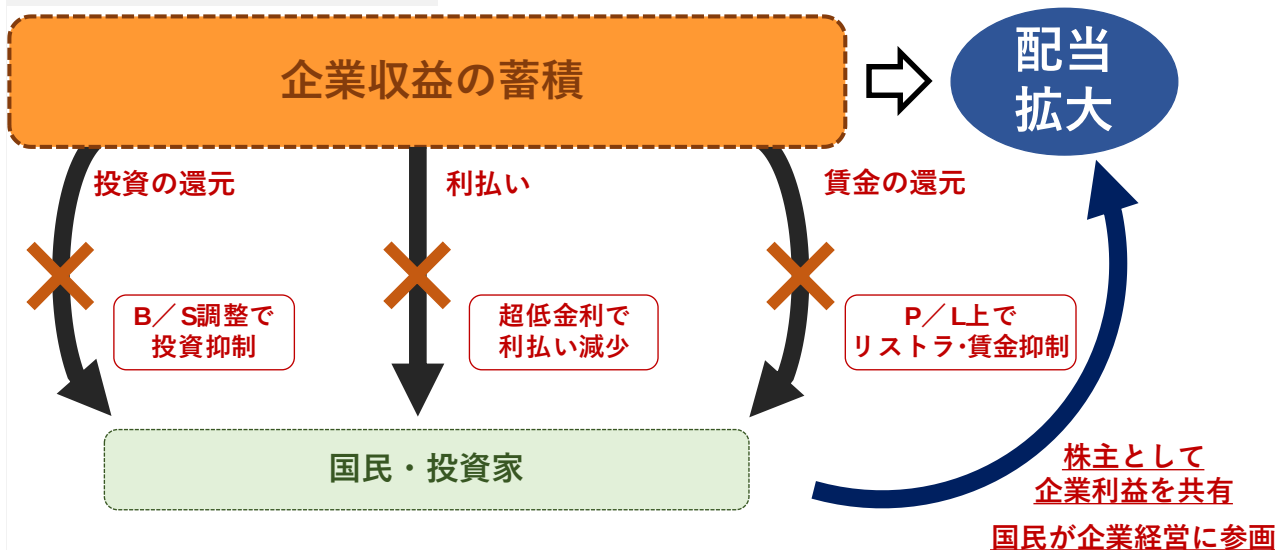
これまで日本企業は内部留保を溜め込んでいるとの議論がなされることが多かった。次ページの図表は、どのような経路で企業が資金を溜め込んできたかを示した概念図である。今日の日本企業が資金を溜める3ルート、第1は、バランスシート(B/S)上の投資の抑制、第2は損益計算書上(P/L)のリストラ、第3は金融政策面でのマイナス金利政策にある。以上の3ルートがもたらす結果、企業が溜め込むキャッシュ

■企業からの資金還流が不全
なか、国民が企業収益の
拡大に与るスキームが必要

は空前の水準になっており、2019年段階で上場企業では6割近くの企業が事実上の無借金状態にあるとされていた。今日、コロナショックに伴い、大企業中心に予備的なキャッシュが危機対応上のクッションになっている。その結果、大企業については比較的雇用の安定が維持されやすいだろう。

一方、3ルートの資金還流が不全なか、比較的拡大が続いた配当に期待が集まる。これまで、内部留保課税のように企業の利益を無理やり吸い上げようとする動きがありながらも実際には実現していないなか、企業収益を国民全体に還元させるには国民が企業収益の拡大に与るスキームを作り上げる必要がある。今後、コロナショックに伴う企業収益の低下で配当が低下する可能性はあるものの、企業がもたらす利益の一端に与るべく企業収益を国民が共有する仕組みとして、国民も同じ船の上に乗るべく株式市場を通じて株主になることも考えられる。

どうしたら国民は企業収益に与れるか



(作成) 岡三証券

コーポレートガバナンスとは 企業収益を拡大させる成長戦略

アベノミクスにおける企業を巡る環境として重要なのはコーポレートガバナンスを通じた企業収益拡大への圧力、さらに公的年金を預かるGPIFを通じて株式市場への資産配分を大幅に拡大させたことだ。この2つの動きは企業収益の拡大を国民に還元させる第一歩だ。また、投資家もスチュワードシップ・コードで企業の統治に関するモニタリングを強めることによって資金還流をもたらすことだ。そこで大事なものは国民一人一人が株主として企業収益に関与する仕組み、「インベストメントチェーン」である。

■インベストメントチェーン
が重要に

「国民皆株主」で株式の大衆化

国民一人一人を繋ぐ「インベストメントチェーン」の前提は幅広く国民が株主になって日本経済に参画することだ。1967年にパナソニックの創業者である故・松下幸之助氏は「株式の大衆化が日本人を豊かにする」と主張した。第二次大戦後、GHQも株式市場の敷居を下げ一般国民の隅々までいきわたらせるべきだと考えていたとされる。戦後、日本が敗戦で苦しい時期、広島で広島球団を支えたのは、広島市民による資金支援であった。終戦から間もない1951年に存続の危機にあった広島カープを支えたのが市民を中心とした支援者からの拠出金であり、広島市民が株主となって自らのチームとして支援したことが今日の姿につながっている。こうした「広島カープモデル」を今や日本全体に広げることが重要だ。国民が日本の経済状況を「ヒトゴト」でなく、自らも経済に参画し、建設的な注文も付けることが持続的な経済発展に向けたガバナンスにつながる。

- 「広島カープモデル」で国民が参画することがガバナンス向上につながる

コロナ対策で国民に株式を分与することも

冒頭で、京都大学大学院の川北教授が提案した日銀のETFの国民への分配を紹介した。その趣旨から見て、今回、国民一人当たり10万円の特別定額給付金は、国を支えるという観点から株式市場に個人が資金を投入するという選択肢があってもいいだろう。経済対策として政府が買い上げた株式のETFを国民に分与し、国民すべてに株式を保有してもらうということは、行動経済学での「ナッジング」としてデフォルト状態が株式保有となることだ。そこでは、今日のように現預金がデフォルト状態である日本の資産保有の状況に大きな発想の転換を与えることになる。国民が日本企業、日本経済に参画する新たなモデルであり、国民が企業経営に参画する意識をもつことでもある。実際に、コロナショック以降、ネット証券を中心に株式市場に個人の参加が急に増加しているとの統計もある。そうした動きが若者中心にNISAや確定拠出年金等の拡大につながっていることを重視すべきだ。

- 株式保有をデフォルト状態にすることで資産保有に発想の転換が生じる可能性

日本モデルのコロナ対策、日本モデルの資本市場

今回、日本のコロナ危機への対応が「日本モデル」として注目されている。それは、「日本モデル」として、強制でなく自粛という国民の間での自発的ガバナンスによる他国とは全く異なる発想から封じ込めを成功させた。同様に、日本の資本市場においても、「日本的資本主義」として国民参加型

■資産デフレにならないとの強いコミットも「貯蓄から投資」を促す要因に

のいわば、社会主義的側面を持つ「日本モデル」の資本主義があってもいい。そこでは草の根の自助努力による底上げで日本の株式市場を支えるという動きが重要だ。それが、「2000万円問題」で問題提起された「貯蓄から投資」の第一歩につながる。

同時に、そうした国民の動きを支える面として欠かせないのが「資産デフレにならない」という国としての強いコミットメントである。日銀も広い意味でのデフレ脱却は単に消費者物価2%の物価目標到達よりも資産価格の安定が重要である。日銀のETF購入、GPIFを通じた公的資金の株式市場への投資も含めて一体となって資産価格をサポートする動きが重要になる。「2000万円問題」から1年が経過するが、今日、草の根での投資に対する意識が特に若者中心に生じていることを重視すべきだ。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)