

2020年8月13日

日本は輸出立国から投資立国に －国を挙げた国際分散投資が必要なわけ

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

ソブリンワールドカップの基準は 経常収支

筆者は10年前から「ソブリンワールドカップ」として、世界の国債市場で選別される基準が経常収支であり、経常収支の黒字国が選別されやすかったと議論してきた。

ここで、経常収支は以下のように示される。

$$\begin{aligned}\text{経常収支 (CA)} &= (\text{国内貯蓄} - \text{国内消費}) + (\text{税収} - \text{政府支出}) \\ &= \text{国内貯蓄余剰 (or 不足)} + \text{財政黒字 (or 赤字)}\end{aligned}$$

日本国債、経常収支と財政規律に注目

日本は長年、財政赤字でも経常収支が黒字であることから国内での資金調達が完結する構造、自国で金繕り可能となるなかで国債市場の安定を保っていた。

例えれば、日本は、経常黒字で日本の「家」は黒字だが、「同じ家」のなかでも財政赤字のお父さんがお母さんからお金を借りている構図として説明してきた。お父さんの借金は大きいものの、同じ家のなかでの信頼関係（愛）は存在し、市場での財政規律（市場での愛）は存在するとしてきた。消費増税は最低限の「愛」（財政規律）であり、格付け機関も財政規律への姿勢に注目してきた。日本の場合、常に「国債暴落」が指摘されながら、「ソブリンワールドカップ」で生き残ってきたのは経常収支の黒字と一定の財政規律の存在と考えられる。日本の場合、財政赤字は大きく、格付けは高くないものの、経常収支に大幅な黒字があるなかで低金利、低スプレッドの高い市場評価が続いた。筆者は6月に開催された財務省の「国の債務管理に関する在り方に関する懇談会」

■経常収支の黒字に加え、
最低限の財政規律「愛」が
存在することも重要

で主張した点も、以上の経常収支の安定と財政規律の重要性だった。すなわち、日本が経常黒字を保つ競争力を維持できるのか、また、昨今、財政拡大のなかで予備費の拡張等、財政規律への不安も生じているだけに、そこへの歯止めも必要との論点だった。すなわち「愛」を失えば、市場が不安定化するリスクを内包することも認識しておく必要があるということだ。

日本国債はなぜ暴落しなかったのか

筆者は日本の国債市場に40年近く関わってきたが、その間、幾度となく日本国債は暴落すると議論されてきた。その背景には、財政赤字拡大で国債残高がGDPを大きく上回る水準にまであることが挙げられ、国債需給の観点から国債が暴落するとされてきた。一方、筆者はこうした状況でも日本国債は暴落しにくいとしてきた論拠として、日本国債は国内でほとんどが消化される状況、すなわち経常収支が黒字であることを第一に挙げてきた。国債の財政赤字に伴う供給要因があるものの、国内の過剰貯蓄に伴う需要が大幅に上回り、その結果、経常収支の黒字につながるとの議論であった。日本は財政赤字でも経常収支が黒字であることから国内での資金調達が完結する構造で国債市場の安定を保っていた。

■日本は国内での資金調達が完結する構図であり、国債市場の安定が保たれてきた

■企業の貯蓄は、エモット氏の想定外の動きに

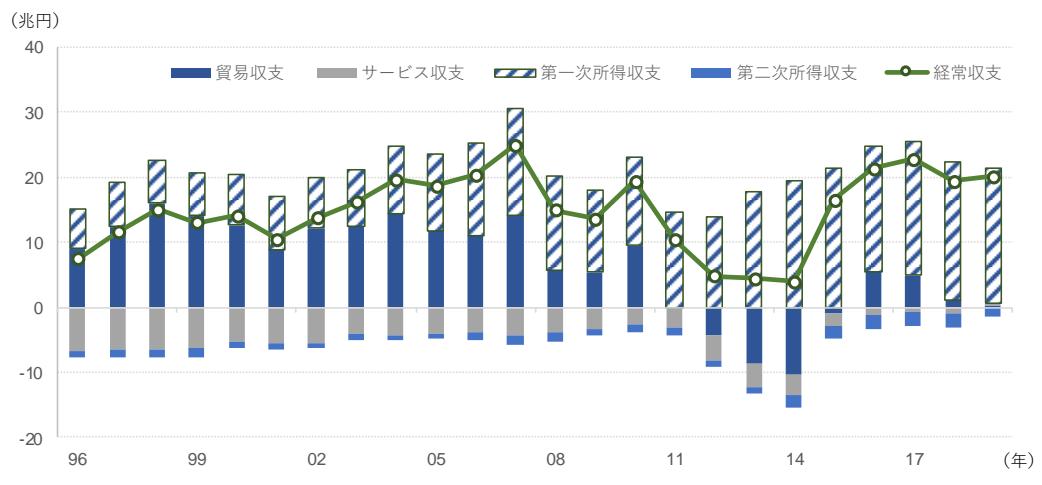
日本の黒字が減らないパラドクス

次ページの図表は日本の経常収支の推移である。筆者にとって印象深いのは、1990年にロンドンのエコノミスト誌の東京支局長であったエモット氏が執筆したベストセラー『日はまた沈む』だった。そこでは、日本の没落が予想され、その背景に日本の経常収支が高齢化によって赤字になることが挙げられていた。それから30年、エモット氏の指摘通り、日本は「没落」したが、経常収支は、依然、黒字を続けている。筆者が2年前にエモット氏にあった際、彼に、「まだ日本は黒字だと指摘すると、「その点は想定外だった、家計の貯蓄は高齢化で減少したが、企業の貯蓄過剰が全く想定外だった。」と答えていた。

コロナショック後の経常収支に注目

以上の経常収支で注目すべき点は、一般的な認識として、日本は「貿易立国」で貿易黒字が支えになっているという固定観念だ。ただし、次ページの図表を見ても日本の貿易収支はほぼゼロ近傍に低下し、経常収支を支えるのは所得収支であることだ。日本はすでに、貿易立国から投資立国に変わっていると言ってもいいだろう。ここで所得収支とは、直接投

日本の経常収支の推移



(出所) 財務省、暦年、直近は19年

- 日本は総合商社のようなビジネスモデルに転換

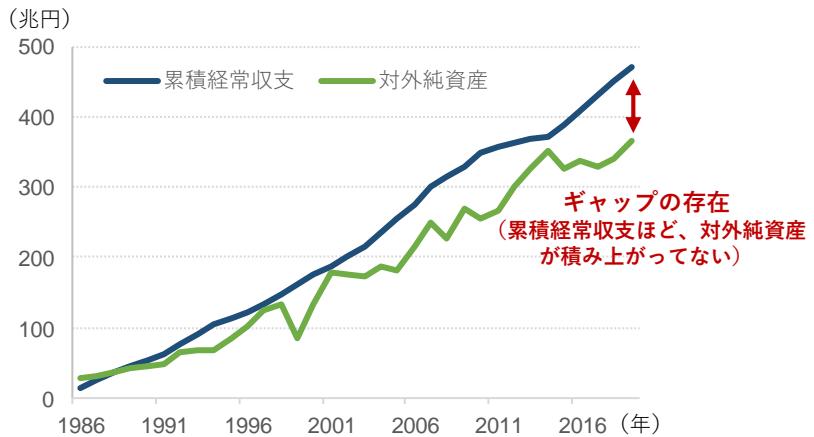
資や証券投資での配当や利払いである。すなわち、日本の構造が製造業中心に貿易で収支を稼ぐ構造から、総合商社のビジネスモデルのように直接投資も含んだ投資収益に依存する形である。また、戦後一貫してサービス収支はマイナスであったが、昨今のインバウンドの増加によって、2019年のサービス収支が比較可能な1996年以降で初めて黒字に転換した。従来、製造業は輸出できても、非製造業は輸出できないとされていたものが、サービス業もインバウンドで事実上輸出できるような状況になっていたことが示される。以上は日本全体の大きなビジネスモデルの転換であり、国を挙げた国際分散投資を行う状況にある。また、今後も貿易収支はゼロ近傍やマイナスになるとしても、所得収支が安定的に積みあがる状況にあるだけに、経常収支の黒字は維持されると展望される。

国際分散投資の成果を検証

- 日本全体としては資産運用力が劣っており、国際分散投資には課題もある

それでは、次に、国際分散投資の成果を検証すべく、次ページの図表で、累積経常黒字と対外純資産増加額を比較してみよう。この表は、元大蔵省（財務省）の元関税局長の米澤潤一氏の論文（「数字で見る平成年間、世界の中の日本経済」、関税と貿易2020.06）を参考にしたものだ。同図表は、日本が長年にわたって経常収支黒字を重ねてきたにも関わらず、その割に对外純資産が増えていないことを示している。すなわち、日本全体としては、その資産運用力が劣っていることを示すものだ。一方、米国の場合、あれほど経常赤字を続けながらも、对外純債務が増えていないことも認識する必要がある。日本はすでに、成熟債務国、投資立国の姿に転換しているものの、その資産運用力については課題を残していることを示すものだ。

累積経常黒字と対外純資産増加額の推移



(出所) 財務省、日本銀行
※暦年、1995年以前の経常収支は旧基準、直近は2019年

国を挙げた国際分散投資への取り組みを

- 日本全体で賢い投資戦略やリスク管理の高度化を実現できるかが問われる

以上を総括すれば、日本の個人や投資家に止まらず、日本の國のあり方自体が、国を挙げた国際分散投資で投資収益を上げることによって國を支える構造にあることがわかる。コロナショックは事実上の鎖国状態を意味する面があるものの、インバウンドも含めて世界に目を向けた投融資行動で賢い投資戦略やリスク管理の高度化を実現できるかが問われることになる。今や、日本の成長戦略の柱として、日本の國を挙げた資産運用力を高めることが急務と考えられる。

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るようお願いします。
- ・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、債権順位に従つ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(亞洲)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(亞洲)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、資格も有しておりません。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：

本レポートは参考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、使用等をする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)