

# 海外投資家は買いに転じるか —スガノミクスは海外投資家を変えるか

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

## アベノミクスの成果は 平成「雪の時代」からの遮断に

安倍政権のおよそ8年の最大の成果は、バブル崩壊後、1990年代以降、長らく続いた資産デフレと超円高の縮小均衡、マインドセットが「雪の魔法」によって凍り付いた「雪の時代」からの転換をもたらしたことだった。そのショック療法の手段が、「3本の矢」を掲げたアベノミクスである。以下の図表は平成バブル崩壊以降の株式と為替の推移を示したものだ。安倍政権の前の民主党政権下、2012年に日経平均が8000円近辺へ下落、ドル円が75円程度にまで円高に振れたなか、企業行動が縮小均衡に陥る悪循環が生じていた。その正常化を促した主な要因が「第1の矢」、異次元の金融緩和であった。極端な資産デフレと円高はファンダメンタルズから大きく乖離していただけに、いわば「市場介入」によるショック療法が異常値からの転換のきっかけとなり、アベノミクスは当初、大きな効果を発揮したと考えることもできる。

■アベノミクスが  
資産デフレと円高局面の  
反転のきっかけに

日経平均とドル円相場



(作成) 岡三証券、日足、直近は10月16日

## 悪循環は、資産デフレでの持たない経営と超円高でのリストラの罫

アベノミクスとは以上の資産デフレ・超円高の悪循環を断ち切るべく、「3本の矢」とされた、金融緩和、機動的財政政策、期待を引き上げる成長戦略によるものだった。なかでも、先行き期待を改善させて金融緩和を行ったことで、円高を回避し、同時に株・不動産の資産デフレを遮断させる成果を得ることになった。

更に、以上の流れを後押しする結果となったのが、「第3の矢」とされた成長戦略であった。具体的には、公的年金であるGPIFによるアセットアロケーションの変更とコーポレートガバナンスで企業の稼ぐ力を向上させるというメッセージも「雪の時代」、資産デフレと超円高からの遮断に大きく作用した。世界最大の年金基金であるGPIFが資産を大きく外貨にシフトし、債券から国内外株式に大きくシフトしたことは国内外の投資家の行動変容を促すナッジングの効果を果たしたとも考えられる。こうした改革の背後には、当時の菅官房長官の尽力があったとされる。また、そこでの売買を支えたのが外国人投資家のフローであったと評価される。

■ GPIFの運用姿勢の変更も内外投資家に影響した

## 外国人投資家のマインドを変えたアベノミクス「3本の矢」

以下の図表は海外投資家の売買動向を示す。アベノミクスが始まった初期は海外投資家の日本株買いが日本株の上昇を支えた。

■ 海外投資家の累積売買は13～15年に大きく増加

海外投資家の売買動向



(出所) 東京証券取引所、週次、海外投資家の売買累計額、※直近は10月9日

■ アベノミクス第2ステージでの「新3本の矢」が期待剥落につながる要因に

■ 海外投資家は「構造改革」を望んでいる可能性

## 転換点は2015年9月、 「新3本の矢」で成長戦略の期待剥落に

アベノミクスがショック療法として改革をアピールした時期は外国人を中心とした期待を改善させた。こうしたプロセスは2015年頃まではある程度続いたと考えられる。アベノミクスの約8年を二つの局面に分けると、2012年から2015年9月までの前期と、それ以降2020年までの後期に分けられる。前期は、当初の「3本の矢」と成長戦略がわかりやすく示された時期であった。一方、後期の起点と位置付けられる2015年9月24日に安倍首相は「アベノミクスは第2ステージに移る」と宣言し、経済成長の推進力として新たな「新3本の矢」を発表した。そこでの3本の矢は、①名目GDP600兆円、②希望出生率1.8、③介護離職ゼロ、と当初の3本の矢と比べると構造改革の具体性が示されていない目標で、人々の意識にもあまり定着しなかった。

## 「成長戦略」よりも「構造改革」への期待が強い海外投資家

振り返れば、2015年9月以降の後半段階は、構造改革を中心とした改革が掛け声倒れに向かった時期と考えられる。今から7年前、2013年に筆者が海外投資家に「アベノミクス3本の矢」の説明を行うに際し、海外投資家は3本目の矢、成長戦略に関する関心が高いのが印象的だった。また、日本と海外の受け止め方が異なっていたことも注目された。「成長戦略」を日本では一般的に「growth strategy」と訳すことが多かったが、海外では基本的に「structural reform」（構造改革）として意識されていた。すなわち、日本の沈滞したイメージからの転換を海外投資家は期待したのだ。

当初、「成長戦略」として内外に変化をアピールして期待を高めることに成功したが、その後、2015年9月以降の後半局面では、「新3本の矢」で事実上、構造改革はメニューから外され、成長戦略が「掛け声倒れ」に向かっていった。それだけに、具体的な構造改革に対するメニューが不足するとして、日本に対して海外からの評価が低下しやすかった。先の図表で見ても、2015年9月が海外投資家の売買動向の転換点になっていたのは偶然の一致とも言いにくい。すなわち、海外投資家は「新3本の矢」により成長戦略が変質に向かったことで、日本が変わるとのメッセージが後退したと感じたとも考えられる。

## ここで改めて「第3の矢」、 スガノミクスの構造改革に期待

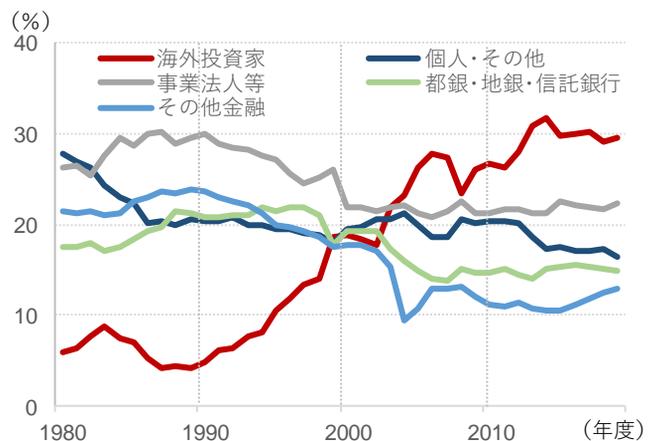
今後、新政権としては、コロナ対策も含めた医療産業への

■海外投資家に理解されやすい構造改革へのメッセージが重要だろう

注力、また、デジタル化を推進する「スガノミクス」として「アベノミクス」の「3本の矢」を継承しつつも、未完に終わった「第3の矢」成長戦略・構造改革を完遂すべく強いメッセージを発することが重要だ。それによって、海外投資家の関心を引き付けることが可能となる。

以下の図表は主な投資部門別株式保有比率の推移であり、海外投資家の影響力の高さが示される。今後のスガノミクスの成功のカギも、海外投資家に理解されやすい構造改革に関するメッセージや具体的なメニューを示すことにあると考えられる。昨日の当TODAY（10/19）で示したように、日本企業のバランスシートを中心に財務改善が大きく進展しているだけに、規制緩和を中心とした構造改革によって投資拡大・資本の好循環が生じる可能性もある。それだけに、海外投資家の追い風があれば、日本株も年末に向けて予想以上の底上げも生じうると展望している。

主な投資部門別株式保有比率



(出所) 東京証券取引所、直近は2019年度  
※その他金融=投資信託、生損保等

## 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は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)