

2021年5月25日

日本ではなぜ資産運用にトラウマが生じたのか ーバブル崩壊後「雪の時代」を変えるのは誰か

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

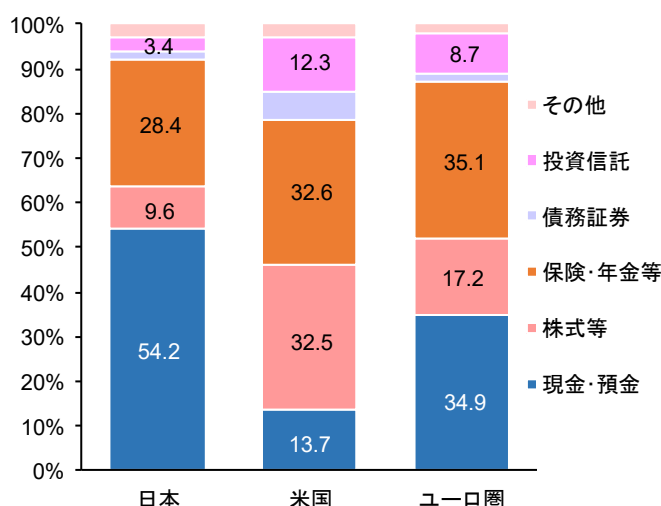
「2,000万円レポート」から2年、機は熟した

2020年末の日銀の統計上、日本の家計の金融資産は1,948兆円と史上最高水準にある。一方、その金融資産構成比を欧米と比較すると、以下の図表にあるように、日本の現預金比率は2020年にも高まって54.2%に達し欧米と大きな隔たりがある。以上をもって、日本では貯蓄から投資が進んでいないと長年議論されてきた。資産運用業は欧米に比べて30年近く遅れていると言われてきたが、その背景として様々な要因、日本人のリスクを避ける国民性や金融リテラシー不足なども指摘されてきた。そこで、なぜ、日本では資産運用に向けたカルチャーが形成されなかったのかを改めて考えることにする。今週は連続企画として日本における投資カルチャーの転換可能性を米国と比較しつつ議論する。

本論の認識は、アベノミクス以降の市場転換で「貯蓄から投資へ」の変化の兆しはあるが、今なお時間を要するということだ。そうした中、変化を促すドライバーとして20代、

■「貯蓄から投資へ」には、
今なお時間を要する

日米欧の金融資産の構成比比較



(出所) 日本銀行「資金循環の日米欧比較」、2020年3月末時点

■「雪の時代」では、円の
現預金は極めて合理的

■アベノミクスを経て、資産
運用への安心感が生じやす
い局面に

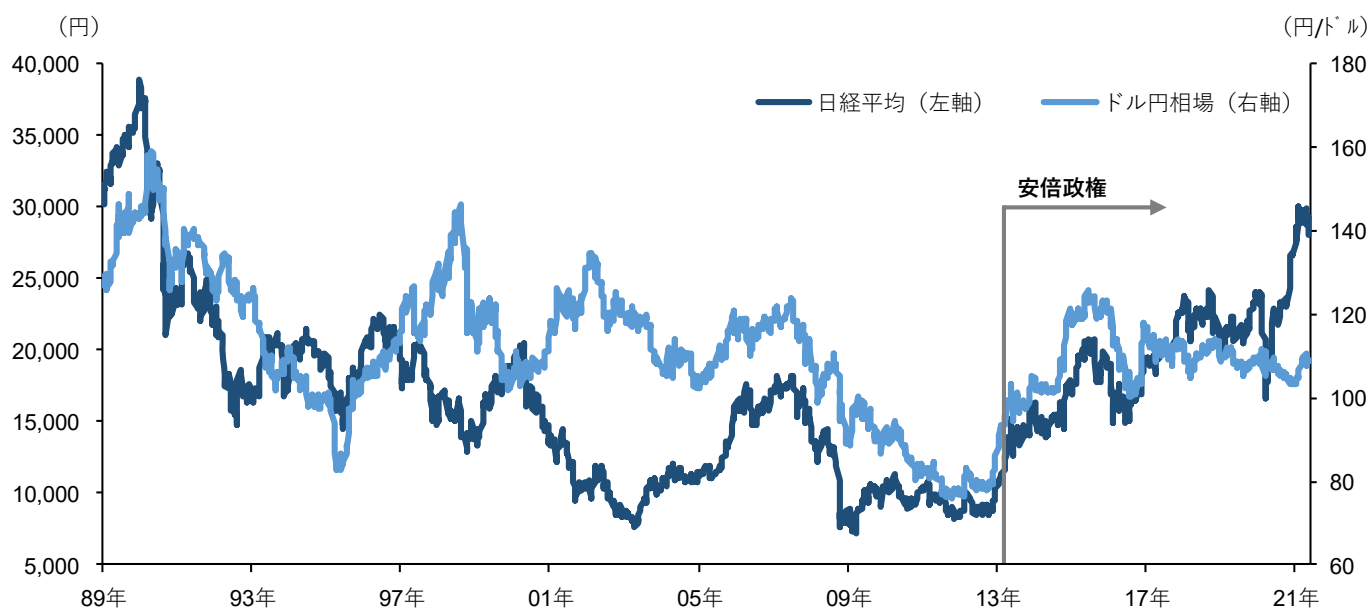
30代を中心とした新たな世代の台頭があるとする。今からちょうど2年前、金融庁の金融審議会の市場ワーキンググループの「老後の2,000万円問題」で資産運用への関心が高まった。筆者もいわゆる「2,000万円レポート」作成に委員として関与した者の一員として、資産運用に向けた機が熟してきたとの認識を持っている。

コロナショックを越え、漸く円高・資産デフレ「雪の時代」からの安心感に

1989年、平成元年をピークとした平成バブル崩壊後、長く続いた資産デフレと超円高の「雪の時代」において、日本人は長らくリスク性資産に投資して成功体験が得られる環境ではなかった。そのようななか、日本人が資産を円で、しかも現預金で保有してきたことは、極めて合理的な行動だった。以下の図表は、日経平均株価とドル円の推移である。1989年以降、海外では株式市場の右肩上がりの上昇トレンドが続いたなか、日本は海外から隔絶された停滞状況が続いた。さらに、資産デフレに加えて円高も加わるダブルパンチとなった。

一方、アベノミクス以降の8年で日経平均株価は1万円割れの水準から3万円近くまで上昇し、為替も75円/ドルの円高が100円/ドル台後半まで戻って安定するに至っている。さらに、令和に元号が変わり大きな危機であるコロナショック下においても資産デフレや円高を回避した状況にあるなか、ようやく、資産運用への安心感が生じやすい局面になったと考えられる。

平成以降の日経平均株価とドル円推移



各種資料より岡三証券作成 週足、5月第2週時点

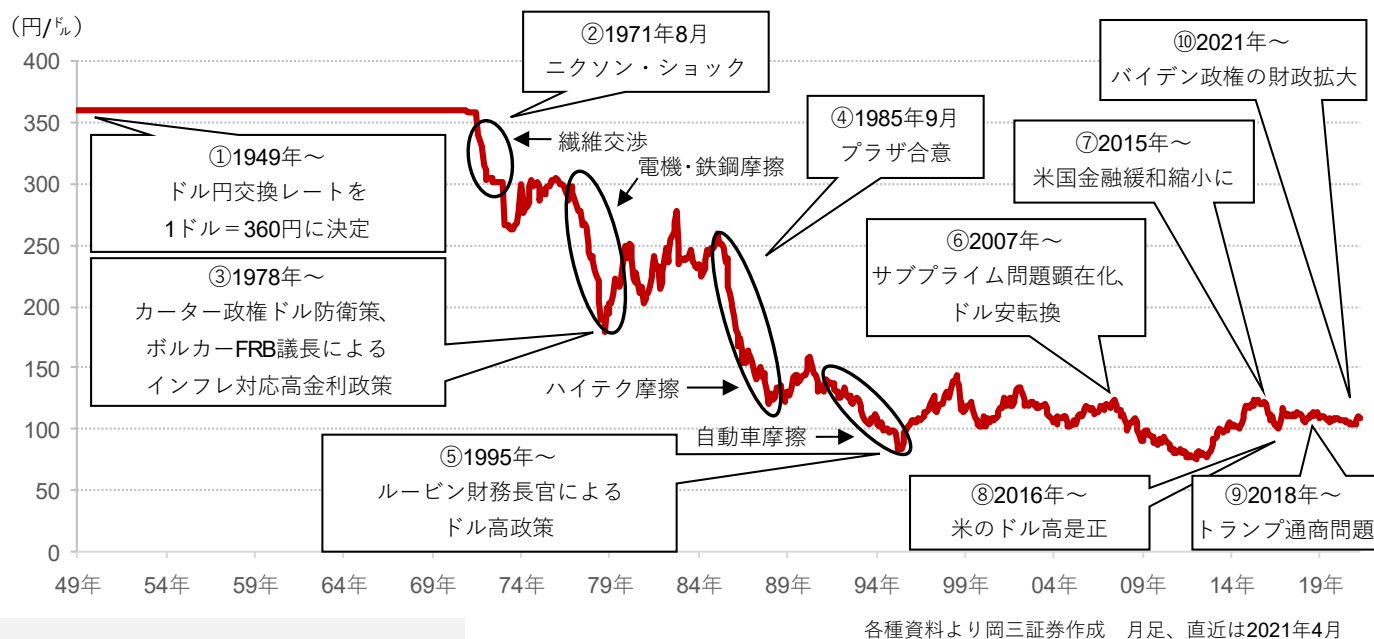
「達磨さんが転んだ」、常に米国による円高パワハラが続いた

日本において長らく外貨への資産シフトが生じにくかったのは、日本人に定着した変動相場制移行下の円高トラウマが大きかったと考えられる。過去1年にわたる当TODAYで為替市場のストーリーラインは「達磨さんが転んだ」だった。

「達磨さんが転んだ」とは子供の遊びで、鬼が振り向くと参加者の方向が一転することを指す。為替市場で「鬼」は米国で、米国の思いのままに為替の方向が決まってきたという経験則があった。以下の図表は戦後、70年余のドル円相場の推移である。歴史的にみて大きな転換はいつも米国サイドの要因によるものだった。筆者の問題意識は、長年米国が円高を主導し日本に脅しをかけるトレンドが続いていたが、その潮流に転換が生じているとの点にある。

■ドル円相場の転換点はいつも米国サイドの要因によるものだった

戦後のドル円相場の推移



変動相場制でのトラウマは常に日本への円高圧力だった

1970年代以降、為替市場が変動相場制に転じてから日本人が長年意識してきたトラウマは、米国との通商摩擦の歴史とそれに伴う円高圧力であった。米国においてドル高への問題意識が生じる場合、FRBへの圧力とともに為替市場への「口先介入」を強めることが多かった。なかでも米国経済が芳しくなく、国内で通商問題への関心が高まる場合、そのはけ口として為替問題が注目されてきた。変動相場制下の局面は日本の経済脅威の局面と重なっただけに、常に円高圧力が意識されやすかった。特に1980年代は日本の貿易黒字拡大で日本が経済的脅威、仮想敵国になるほどの状況であった。

■1980年代、日本は米国の仮想敵国に

■日本がターゲットになるリスクは後退したとみる

■アベノミクス以降の円安・株高で成功体験が生れた

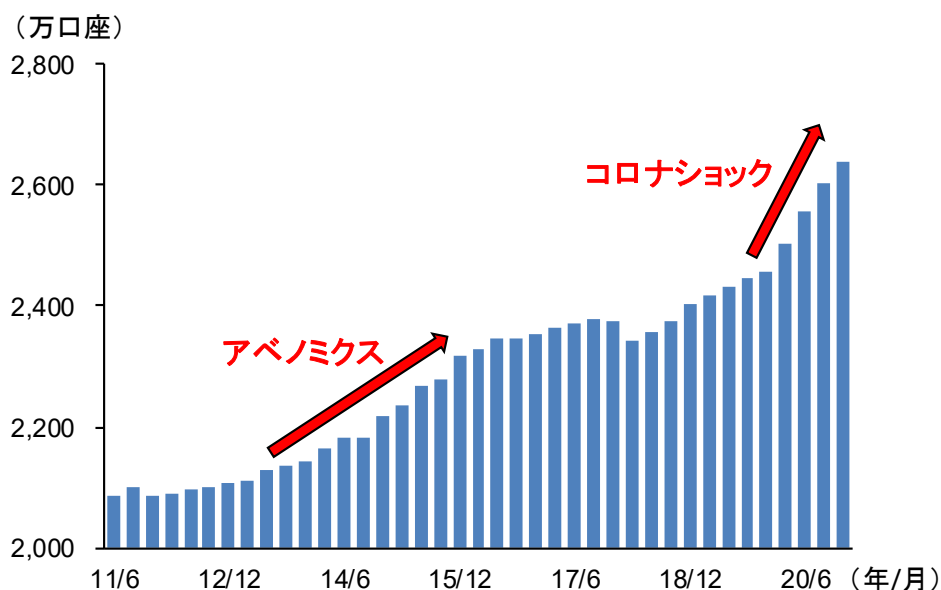
地政学的転換で日本への円高圧力が緩和される歴史的変化も

今日、米国の経常赤字に占める日本の割合は大幅に低下し、米国の仮想敵国は明らかに中国に転じた。依然として、日本人のマインドに円高に対するトラウマは存在するものの、日本が通商問題でターゲットになるリスク、円高を迫られるリスクも大きく後退したとみていいだろう。その結果、長年続いた円高トレンドのバイアスに歴史的転換が生じ、外貨運用へのトラウマに転換が生じる可能性がある。

資産運用へ制度的サポートも加わる

欧米で資産の多様化が生じた背景として、日本とは異なり資産運用へのフォローな市場環境に加えて、資産運用をサポートする制度要因の「車の両輪」がそろったことが重要である。しかもそれに加えて、30年以上の資産運用に対する意識が定着する歴史、履歴効果が存在した。一方、日本では平成の時代に続いた「雪の時代」に生じた資産運用に伴う損失のトラウマに加え、制度要因も30年近く遅れてスタートした。ただし、過去8年余、アベノミクス以降の円安・株高環境でようやく日本でも成功体験が生れ始め、加えて制度要因のメニューも欧米並みになってきた。ようやく、「車の両輪」が揃いかけた環境にあった。今回のコロナショックという大きな危機さえも乗り越えたなか、資産運用に向けた意識がようやく定着されやすい状況にあると考えられる。

証券会社の個人顧客口座数の推移



(出所) 日本証券業協会「会員の主要勘定及び顧客口座数等」 作成：岡三証券
保護預り残高のない口座を除く。直近は2020年12月末

■資産運用カルチャー育成に
重要な3要因

2019年、金融庁の金融審議会の市場ワーキンググループの「老後の2,000万円問題」で話題になったように、今後、このままで高齢化社会を迎えるには個人の資産形成は十分でないことも多くの国民に共有され、資産運用への関心が高まった。さらに、コロナショック下でも株高となったこともあり、日本の証券市場の店頭では新たな証券口座が大量に開設される動きが生じている（前頁参照）。

**日本での資産運用実現3要因は市場要因、
制度要因、履歴要因**

以上を総括すれば、日本のバブル崩壊以降、長年続いた資産運用に向かない「雪の時代」からの転換の兆しも展望できる状況にある。資産運用カルチャー育成に重要な3要因は、①市場要因、②制度要因、③トラウマを回避した履歴要因、と考えられる。一方、バブル崩壊以降の「雪の時代」における円高トラウマと資産デフレのトラウマが根強く残っていた。ただし、先述のように円高トラウマについては、1970年代以降の変動相場制下のグローバル化の潮流で生じた円高傾向の底入れ期待が醸成されるなか、外貨資産への不安が低下しつつある。

一方、株式市場を中心とした資産デフレに向けたトラウマについて、今週、2回に亘り追加的に議論する。そこでは、なぜそのトラウマが生じたか、そのトラウマは世代によって異なるのか、さらにそこからの転換の兆しは何かを探る。

トラウマとは医学的に心的外傷、心の傷とされる。資産運用に対して、日本で生じた心の傷、トラウマを改めて考えることにしたい。

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(<https://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あります。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賃料をいただきます。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11月改訂)