



日本株月次レポート | 8月

## 外国人投資家の眼にうつる日本経済のテールリスク



中塚 浩二  
株式, 日本CIO

一部の外国人投資家やエコノミストは、日本経済がインフレにシフトするとデフレ下の**奇妙なバランス**(peculiar balance under deflation)が崩れ、一時的に市場が混乱するというリスクを指摘しています。

単純化するため海外要因を除いた‘家計’、‘企業’、‘政府’というひとつの国の経済では、**資金余剰主体である家計が、企業と政府の資金不足をファイナンスすると通常は想定されています。**企業は生産拡張や新製品開発のための成長の資金を必要とし、政府は公共サービスを提供するため資金不足となり資金調達が必要です。一般に家計は将来に備えた貯蓄によって資金余剰主体であるため、金融機関と納税を通じて企業と政府へ資金提供すると考えられています。

デフレ下では**需要不足で魅力的な投資先が多くないため、家計だけでなく企業も資金余剰主体となり民間貯蓄が積みあがって**いきました。資金を積極的に使う主体がいないと経済は活性化しないため日本政府がお金を使う役割を担い、その結果、国の借金は増加していきました。GDP対比の国の借金が250%超という不安心理をおおる報道も多くなりましたが、それでも過去長期にわたり、円は高水準、長期金利も低位で推移していました。

GDPはフローの概念ですが、アセットの概念である民間貯蓄（家計と企業部門の純資産残高）は3000兆円以上と国の借金を大きく上回る水準であるため、徴税権をもつ国の信頼は維持されていました。

本来は投資超過（資金不足）であるはずの企業が資金を持て余し、その代わりに政府が公共サービスを拡大させ、その

結果として国の借金が拡大してきました。それでも、富の蓄積があるおかげで、諸外国からの信認が維持されていたという構図です。

‘デフレ下の奇妙なバランス’とは、**需要不足のため投資に回らない資金が積み上がり、デフレのため通貨価値が増値し、円への安心感をもち、低金利のおかげで政府の利払い負担も返済可能範囲で済んだ**というものです。経済成長は低位にとどまりましたが、円と日本国債の信認は守られたわけです。

一部の外国人投資家が懸念するリスクとは、**インフレになるとこのバランスが崩壊してしまう**という点です。現預金はインフレのため減値し、金利上昇のため政府の利払い負担が増え、国の信認が低下するという極端な悲観シナリオです。

このテールリスクの前提にはインフレが経済成長からもたらされたものではなく、供給力不足・商品価格上昇のコストプッシュ型との認識があると思います。**賃金上昇を起因とする需要牽引型のインフレであれば、現預金を寝かせたまま減価していくのを待つ**ということではなく、**次の成長の種まきとなるような投資がすすむ**ことでしょう。

つまり、テールリスクと認識されるような懸念事象ではなく、デフレからインフレへの移行により資金循環の方向性の変化がおきつつあるものと考えます。家計は新NISAの活用などインフレを前提とした長期投資の資産形成を進めています。企業は東証主導のガバナンス改革の効果が発現し、現預金の効率的活用が加速的に進んでいます。「**お金に働いてもらう**」という考えが**浸透しつつある**ことが、海外投資家にはまだ過小評価されているようです。

\* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご留意ください。

#### 【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。
- 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

#### 対価とリスクについて

##### 1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

##### 2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第424号  
一般社団法人日本投資顧問業協会に加入  
一般社団法人投資信託協会に加入  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入