

# 海外投資家から見た 日本の資本市場の課題

BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長

**中空 麻奈**



## ■ 1. 日本の資本市場は魅力的か

「日本の資本市場は海外投資家から見て、魅力的なのだろうか」。

長年日本の金融市場にいるものとしては、日本に興味を持つ海外投資家は一定程度いるにはいるが、メインストリームにはなっていない、という感覚がある。仮にこの感覚が正しいものであるとすれば、その原因を突き止めることが日本の資本市場の課題であり、その解決こそが、日本に資金を集めることに資するはずである。金融都市構想は日本の長年の夢であり、その候補地として東京、大阪、

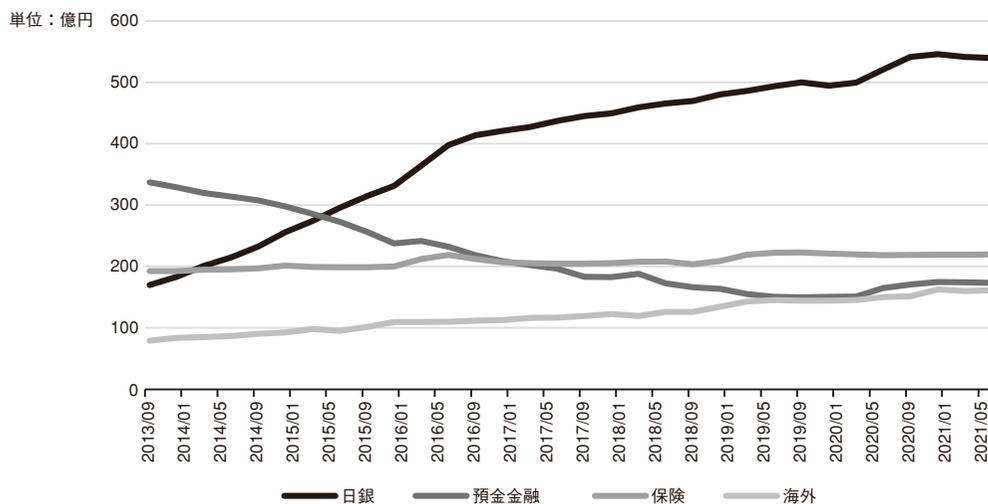
愛知、福岡と相次ぎ手を挙げているのも周知であろう。しかし、杭州や上海、シンガポールに資金が流れているようにも感じられ、このままでは日本はパススルーされる可能性もゼロではない。そうした懸念もある中、期待につなげるためには、何が問題なのかを挙げていくことが肝要だ。

まず二つの図表を見て欲しい。一つ目は日本国債を誰が保有しているのか、を示した図表である（図表1）。かつては発行された日本国債の保有は銀行や生保であったが、2014年のマイナス金利政策導入以降、買い手が変わっていることがわかる。買い手としては、生保の保有分がそれ程変わらない中、銀行分が減少、それが日本銀行や海外投資家へとシフトした。日本の債務問題が深刻であると指摘され出してから久しいが、その間に日本の債務残高は既に1000兆円を超した。それだけの債務残高を維持できる理由の一つとして、「日本人による保有が多いため信用リスクに晒さ

### 〈目次〉

1. 日本の資本市場は魅力的か
2. 海外投資家から見た日本社債市場の特殊性
3. 日本に国際金融都市を生む鍵

(図表1) 日本国債保有者内訳



れ難い」と言う解説がなされる。日本人は日本のことがよくわかるため、少々のイベントでは投げ売りをしない。そのため日本人の持ち分が多いことが日本国債の安全性を説明している、というわけだ。しかし、同時に、特に近年の傾向だが、短期債務を中心に海外投資家が多く保有していることを取りあげ、外国人から見ても魅力ある日本国債市場なのだと結論づける説明も聞くことがある。海外投資家が短期を中心にして日本国債を買い込んだのは日本国債、すなわち日本の資本市場が魅力的になっているから、なのだろうか。

二つ目は海外投資家による日本株の売買動向を見たものである(図表2)。政治的な動向としては様々な評価があろうが、アベノミクスと日銀による異次元緩和政策のスタートにより、対外的なアピールができたこととそ

れに伴い着実に外国からの資金が日本株式市場に流入したことが確認できる。明らかに流入資金の水準が変わったとはいえるだろう。これを理由に、日本の資本市場が魅力的になったと見てよいのだろうか。

いずれの問いも「その通りだ」と解説しても、完全な間違いではないかもしれない。理由は何であれ、実際に資金が流入することが資本市場の活性化、グローバル化には最大のキーポイントであるからだ。しかし、実はこの二つのポイントを使って日本の資本市場が海外投資家からどう映っているのかを説明してしまうのは無理もある。というのも、日本銀行が異次元からマイナス金利まで導入した金融緩和政策の一環で、資産購入プログラムを展開していることに乗っているだけ、という向きが相当いると考えられるためである。

(図表2) 海外勢の日本株投資



投資にはリスクが付き物だが、中央銀行が日本国債と株式ETFについて積極的に購入していることがわかっており、すなわち、価格が暴落するリスクは排除されていると言い換えることさえできる、との解釈が可能だということでの資金流入は、日本の資本市場への信頼とは必ずしも言えない。さらに、世界中低金利と言えど、とりわけ低い日本の低金利状況を利用すれば、海外投資家が資金調達して日本の短期国債を買うだけで利ザヤが出た、から投資しただけ、だからであり、金利環境が変わるだけで、日本の短期国債から別の資産にシフトしかねない。そう考えると、

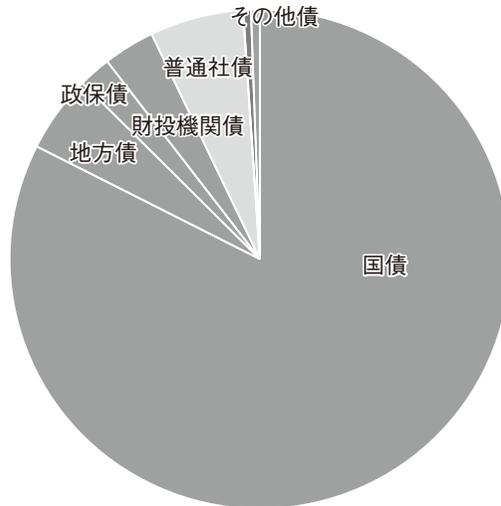
日本国債や日本株市場にフォーカスして、海外投資家から見た日本の資本市場の変化として語るのはフェアではない気がしてくる。

そう考え、筆者が長年携わってきたこともあり、日本の社債市場に焦点をあてて、この問題を捉えてみることにした。

## 2. 海外投資家から見た日本社債市場の特殊性

冒頭にお話しすべきは日本銀行による社債買い入れプログラムの存在である。先ほど日本国債や日本株については、日本銀行の購入

(図表 3) 2020年の債券発行残高の内訳



出所：日本証券業協会、BNPパリバ証券、注：2020年の値  
注：黄色が普通社債

が安心感につながっている、そのためこれらの市場は除いて考える、という論を立てたのだが、日本銀行はその緩和策の中で社債も買っているのではないかと、と言われるであろう。だが、2020年4月からCP・社債買い入れ枠は合計20兆円となったものの、それまでは同7.4兆円どまり。国債購入枠80兆円や株式購入枠12兆円に比較すればそれ程大きくなかったという点の一つがある。さらに、いくつかの理由から日本の社債市場には残念ながら積極的な海外投資家の参入が実際に見られなかったという点を指摘したい。

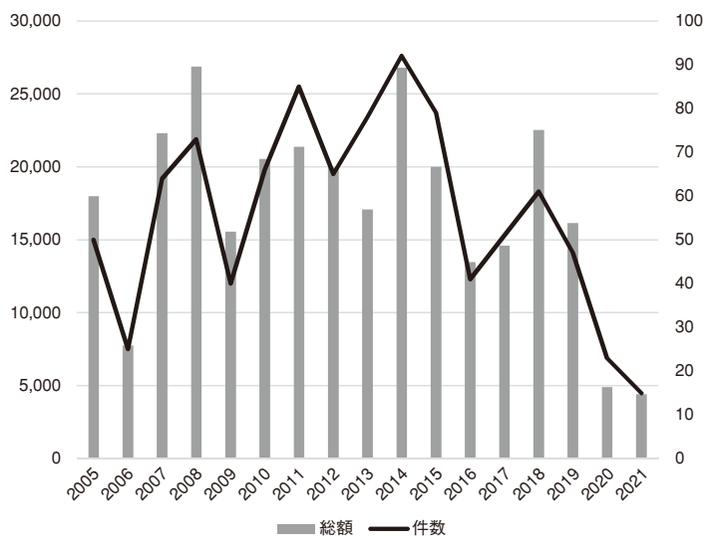
つまり、社債買い入れプログラムがあるにも関わらず、日本の社債市場になぜ海外投資家の参入が進んでいないか、ということを考えることは、日本の資本市場が抱える課題を

浮き彫りにするのではないかと考えられるためである。

ここで問題の設定を「日本の社債市場になぜ海外投資家が参入してこないのか」に替えてみていく。海外投資家がなぜ日本社債市場に投資をして来なかったのかについては、4つ程指摘できよう。

第一に、金利およびクレジットスプレッドに投資妙味がないこと、である。現時点でこそ世界中が低金利になっている感があるものの、日本は長年ゼロ金利にあった。社債の価格は、金利水準に、信用リスクや流動性リスク、需給リスク等をプレミアムとして載せて、決定されるものであるため、ベースとなる金利が低ければ、投資妙味がないことになる。さらに、信用リスクから来るスプレッドもそ

(図表4) サムライ債発行推移



出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券、  
注：右軸件数、左軸総額億円

れ程ない。これは第二の理由でもあるのだが、日本には低格付け、いわゆるハイイールド市場が根付いていないことがある。低格付け債とは、格付けで言えばBB以下のいわゆるジャンク債（投機等級）である。ここに完全に分類される債券（注1）は日本ネームで言えばアイフル1銘柄のみで、ほぼマーケットとしては存在していない。第三に、ハイイールド市場のみならず社債市場そのものが小さいマーケットであることがある。日本の国債は1000兆円超の残高があるのに対し、社債は75兆円止まりである（図表3）。日本はオーバーバンキングのため、直接市場から調達するより融資を受けることがメインの資金調達ツールであり、多様化されない市場に海外からの視線は集まり難い。第四に、ディスクロー

ズ不足の問題がある。社債を発行しようとするとなれば何百ページにもなる目論見書が必要になるが、海外投資家を意識して英語で用意する（あるいは日本語で読んでもらう）ことにそれなりのハンディが生じる。海外投資家にまで幅を広げたい、外貨建て通貨を調達したい理由がある、という特定の背景がないのであれば、海外での資金調達を積極的にやろうとはしないであろうし、日本語のハンディを乗り越えてまで投資したくなるだけのスプレッドがあれば話は別だが、そうでない以上投資意欲が萎えてしまうのは自明だ。

海外投資家から見て、日本は投資先としても面白みがないとしても、翻って、海外の発行体が日本で債券を発行しようと、サムライ債を発行するかどうかの一つのポイントであ

る。日本はGDPや金融市場の大きさとしてはそれなりに大きく、資金調達をしたいと考えても不思議はない。しかし、サムライ債の発行市場を見ても、特段、安定した成長をしているわけではない（図表4）。スプレッドについても特段妙味があるわけでもないし、格付けなどクライテリアが厳しいこともある。そもそも円調達のニーズがある発行体には偏りがあり、日本で営業をして根付いているIBMのような事業体を除けば、準ソブリン（国際機関）か銀行に限定されてしまう。目論見書を日本語で用意する以上、数千億円の資金調達を狙わないと見合わない。そうなる、サムライ債を常に発行したいと考える海外発行体は多く存在せず、逆に日本の市場がそれ程魅力的に見えていないことを説明してしまうことになる。

こうした問題を突き詰めて考えると、海外投資家から見て日本の社債市場が魅力的ではなかったのか、という問題は「なぜ日本の社債市場が成長しないのか」、「なぜ日本にハイイールド市場が発達しないのか」という問題と同根であることに行きつく。こうした問題として捉えなおし、整理すると、次の5つにまとめられる。

第一に、日本は負債に対する考え方が未熟で、うまく利用できていない点が否めないことがある。負債はうまく使えば悪ではない。レバレッジはゼロが素晴らしいのではなく、うまく利用して企業規模を拡大していくことは経営戦略である。しかし、日本の経営者に

は比較的多いが、株式は当該企業のファンを増やすことだが、債券は借金に過ぎず、いずれ返済しなければならず好まれない。モジリアーニー＝ミラーの理論によると「完全市場下で企業が資金調達を行うときには、資金調達方法の組み合わせを変えても企業価値は変化しない」。基本的には株式での調達も債券での調達も理論的には同じ、であるにもかかわらず、である。

第二に、オーバーバンキングが影響している、と考えられる。日本は企業が自発的に資金を調達しようとしても、相応のコストがかかる。格付けを有していない、上場していないなどの企業にとっては長年融資で付き合いのある銀行からの借り入れは大きい。しかも、内容を熟知している関係であれば、直接市場での資金調達コストより格段に安く資金が調達できることもある。そうであれば、コストをかけて市場の目に晒されても耐えうるだけの財務データ等を完備させる必要はなかった。

第三に、機関投資家を中心に自ら保有している「投資家ガイドライン」が厳格過ぎること、がある。ガイドライン上、投資適格の中でもより保守的なシングルA以上で切り、それを投資対象としていることが多い。しかも、そのガイドラインであれば、A格の最低限の格付け（A3やA-）まで投資可能なはずが、できるだけリスクに晒されないために、一段階上のA2やAで投資を限定しておくケースも散見されるのが実態である。これらの背景

---

には金融庁による厳格な指導が効きすぎたこともある。

第四に、投資家自身へのリターンが限定されることである。海外ではもちろん上限もあるものの、ファンドマネージャーはあげた利益の5%程度が還元されることは常。それが自身の報酬になるのであれば、リスクを取ってリターンをあげようとするのも道理である。もちろん、よし悪しで、そういう投資姿勢が過度なリスクを取ることに繋がり、デフォルトになることもある。ファンドなどがリスクを取りすぎた結果、資産凍結をせざるを得なくなったケースをあげればキリがない。でもそうしたリスクテカーがいるからこそ、リターンをあげるための工夫や許容するリスク量も増えて来る。そうした行動にはインセンティブが必要だが、それが日本ではあまり見られない。

第五に金融リテラシーの徹底不足である。個人投資家まで幅を広げて考えると、株式投資が仮に失敗したとしても自己責任原則が行き渡ってきているとしても、債券投資は預金の延長のようなものであり、元本が毀損することは許されない、という思い込みに囚われている。かつて、株式と債券を主体とする両ファンドが元本割れしたことがあった。額面の半分程度になった株式ファンドに対し、債券は額面10000円が9700円程度に。この違いにかかわらず、ファンドマネージャーが異動させられたのは債券ファンドの方であった。つまり、債券は値崩れしてはいけないため、

リスクを限定してしか投資できない先になってしまっている、というわけだ。

こうした問題のどこから手を付ければ日本の社債市場が急拡大するか。実はこれらの問題は複雑に絡み合っており、何かに取り掛かれれば、どこかに展望が出て来る類のものである。しかし、手っ取り早いのは、投資家の利益を確定させること、ではないか。リターンにつながるという確信ができれば、リスクを取る投資家は必ず現れる。ここが変化してくれば、社債投資家の資金やリスクアペタイトが格段に上がるはずだ。それに合わせた社債市場の厚みができるかは、日本企業の経営問題にもなるため、一筋縄ではいかないだろう。とはいえ、それなりの資金を持って、ハイイールド市場に積極的に入る投資家がいるということが、海外市場から周知となれば、少なくともハイイールドクラスの海外の発行体が出てきてもおかしくはない。それがどんどん根付けば、日本の発行体の参入を後押しする可能性があり、結果日本社債市場の厚みを増すことが期待できるのではないか。

海外投資家から見て日本の資本市場はどう映るのか、を考えるにあたり、結局日本市場の問題はリターンを出す仕組みになり切れていないことにあると言える、というのがここまでの結論である。そこに参加している日本の投資家が十分なリターンを共有できていないのに、なぜ海外投資家から見て魅力的だと言えるか。日米の金利差が生じたとき、日米などの投資家間で資金調達コストに差が出た

とき、は、その差が海外投資家にとっての投資妙味となり得ることは現在の日本国債のうち短期国債が証明している。ただし、これには日本国債の格付けや日本国債であるがゆえの資本コストがかからないという立て付けも寄与していることは言うまでもない。ちなみに社債であれば、海外投資家（銀行であれば）から見てもリスク資産として格付けに応じた資本コストを支払う必要が出て来る。そうしたハンディも社債にはついて回るため、少々の金利差程度では海外からの食指が伸びないということになるのだ。

### ■ 3. 日本に国際金融都市を生む鍵

「海外投資家から見て日本の社債市場は魅力的ではなかったか」という問いを、「なぜ日本の社債市場が拡大しなかったのか」という問題に読み替えて考えてきた。そして、この日本の社債市場が拡大しなかった理由を「なぜ日本に国際金融都市が生まれえないのか」という問題に発展して考えることにする。日本に国際金融都市を誕生させることは、資源が少なく、今後人口減少が想定される中では悲願でもある。この問題に対する答えこそが、日本に国際金融都市を生むヒントになるに違いない。

国際金融都市をイメージする際、やはり参考になるのはロンドンのようなやり方である。ハードルの少ない取引所を作り、資金流

入と活発な取引を促すことを目標にしたい。そもそも日本市場は、これまで述べてきた通り、市場取引の価格（債券で言えば金利になる）に妙味が少ないことがネックの一つであるため、取引をした場合の実入りが大きくなるインセンティブを与える必要がある。特区を利用した税制メリットなどがその例となる。もっともこうした市場価格を魅力的に変えることは難易度が高く、それ以外の制度を整えることも肝要である。

具体的な政策は、日本の有能なトレーダー達が、海外に拠点を移してリターンをあげる道を選択している例が増えているように思う（実際の統計があるかどうかは不明だが）ことを使って整理したい。一旦海外を選択した日本人を日本に戻す有効な方法を議論するのが近道に見えるからだ。

日本でのトレードでは、先も述べたようにあげたリターンと自らの稼ぎがリンクしていないケースが多く、不満が出やすい。こういう人に日本に復帰してもらう手立てとしては、届け出用紙などのオンライン化や言語の柔軟化（英語でも母国語でもよい等）などは当然として、海外との税制の違いから来る所得への影響をスムーズにする方法を特別に取ることが必要であろうし、海外での生活に慣れた子女の生活環境を整える工夫（ナニー制度やインターナショナルスクールの整備など）も必要であろう。

自らの利益確保のために日本を捨てた選択をした人に戻ってもらう必要はない、などと

言っている場合ではない。彼らの稼ぎを海外に放置することの方が余程もったいない。またこういう工夫は外国人投資家が日本を“稼いで暮らす”選択肢として見做すようになることも期待できる。そもそも日本は、気候が穏やかで過ごしやすい、文化は魅力的で観光資源にも富む国である。食べ物は美味しく、水道水も飲める国。鉄道や電気などインフラは十分に完備されており、外国人から見ても居住地として素晴らしいはず、なのである。観光地を居住地に変える最後の後押しは、いかに“稼ぐ場所”に変えるか、に尽きる。

2021年6月に金融庁が公表した「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」の最後に「国内外の資金を呼び込み、グリーンボンド等の取引が活発に行われる「グリーン国際金融センター」を実現することにより、世界・アジアにおける脱炭素化、ひいては持続可能な社会の構築に向けた投融資の活性化に貢献する」という目標も掲げられている。日本に国際金融センターができる悲願は、さまざまな市場プレイヤーそれぞれに期待される役割を適切に果たすことが肝要だ、としているが、彼らが日本に参入すること自体にも工夫が必要であることは上記で述べた通りである。まずは、海外投資家の資金を日本に集める工夫から、ではないか。そのためには流動性を高め、活発に取引される仕組みづくりが必要だ。グリーン関連のものであれば、比較的寛容にエントリーできる、という仕組みや、そうしたものを組み合わせた多岐にわたるイ

ンデックス取引を可能にすることなど。もちろん、そうしたものを取り込むには、グローバル基準で納得性の高いグリーンウォッシュを回避するガイドライン等が必要であることは言うまでもない。オンライン取引を可能にする、日本語取引を主体にしない、なども徹底し、少なくともアジアのグリーンボンドは日本に集め取扱量を増やすことに腐心すべきである。アジアグリーンボンドセンターを取っ掛かりに、日本に国際金融都市が生まれるかもしれない。

創意工夫がなされ、日本に資金が集まり始めるか。上記、多岐にわたるポイントを指摘してきたが、真に資金が集まり、活況に取引されるようになったとき、指摘した「海外から見た日本市場の課題」の多くは払しょくされているはずだ。道は遠く険しいが、悲願は何としても達成したい。わかっていることは解決できる、と信じたい。

(注1) ソフトバンクは債券を多く発行している。ただしソフトバンクの格付けは米系格付けこそBBだが、JCRからAを取得しているため日本の分類では投資適格債になっている。

