

FIVE VALUE ASSET

Monthly Newsletter

5 バリュースト通信 Vol.9

Date of issue: 2025.07.14

平素よりお世話になっております。5 バリューストセットでございます。今月もマンスリーレターとして5 バリュースト通信をお届けいたします。マーケットニュースのご案内の他に、時事に関するコラムなどを月に1 回お届けいたします。お楽しみいただけますと幸いです。

Interview メンバーの言葉



チーフ・コンプライアンス・
オフィサー兼
ヘッドオブ名古屋オフィス

合田 潔

先進国にとって証券市場は重要インフラであり、各国はその適切な運営、投資家保護に責任を負います。証券市場は基本的に国境レスですので、各国の膨大な証券法はほぼ共通の内容で、さらに日本では特有問題の管理として、高齢者保護や仕組債の予期せぬ損失などが上乗せされますので、ルールは今や、広範囲で容易には全貌を理解できない程です。

そのような中、監督当局は近年、市場をとりまく法令順守について、「ルールベースからプリンシパルベースへの転換」を強調します。これはつまり、「ルールの一字一句を均一に遵守するという考えから、そのルールの導入背景を理解し、自身の事業のリスク分析をし、適切に強弱をつけて法律などを適用せよ」ということです。詳細なルールを矢継ぎ早に発出している当局が言うのですから益々分かり難くなりますね。しかしこれは投資家の皆さまに過剰な負担をかけずに、重要なところはしっかり管理して「お客さまをお守りする」という観点から非常に重要なことと考えています。

米国証券ルーツの当社のコンプライアンス担当者はこれまでアジア、中東、欧州などにおいてもあらゆる金融商品、異なるお客さまタイプ、各地当局との対話を経験してまいりました。提携証券会社と連携し「お客さまをお守りする」ことを実質的に高いレベルで行うことに拘っております。どうか、FA サービスに加えて当社の「お客さまをお守りする」コンプライアンスをご評価いただければ幸いです。

Topics 今月のトピックス



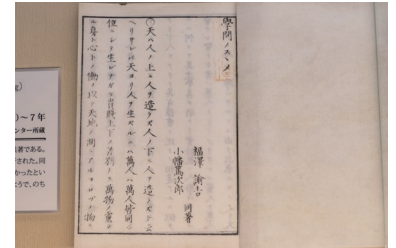
- ・「福沢諭吉の10の言葉」(第3回オフサイトセミナー)
- ・「建設国債」と「赤字国債」
- ・お茶タイムの実践

当社ではお客様と社会に役立つ存在を目指し、経営哲学・理念の共有や、精神性の修養に努めるべく、外部講師をお招きしてのオフサイトセミナーを定期的に催しております。今回は、京都大学大学院工学研究科准教授の川端雄一郎先生にご登壇いただいた第3回オフサイトセミナー「福沢諭吉の10の言葉 日本近代化の父から何を学ぶか」(2023年10月20日)をご紹介します。



福沢諭吉といえば、慶應義塾の創設者であり旧一万円札の肖像として馴染深い人物で、代表作が『学問のすゝめ』(1872)であることは知っている、という方は多いと思われます。一方、封建的な価値観や文化が支配的だった江戸時代を西洋・近代的な明治時代へ転換させることに注力し、「独立自尊」を是として、学ぶことの重要性を説き続けた啓蒙思想家かつ教育者としての側面は、あまり広く知られていません。

川端先生は、個人の権利を尊重し透明性の高い法治を重視する近代を特徴づけるリベラル(寛容な理念)や文化にほころびが生じている昨今は「近代の『出口』」に到達しているのではないかという問題設定のもと、日本の近代化の出発点に位置する福沢の思想を振り返ることで、かつて福沢が日本の近代化＝リベラルな精神の獲得に必要なと説いた気風や構えを学び直し、あまり意識することのない日本のドメスティックな慣習や文化を客観的に捉え直す契機になると、現代において福沢を学び直す意義について指摘されます。



『学問のすゝめ』(複製)。福沢も学んでいた大阪の「適塾」(適塾記念センター)の展示品。

『学問のすゝめ』における「学問」とは専門・教養的な文学(漢字や古語を読解し、和歌を詠み、詩を書くなど)ではなく、いろは47文字の読解、手紙の書き方、計算、帳簿の付け方などの「人間普通日用に近き実学」であり、商人に求められる実学スキルが含まれています。加えて、地理学、究理学、歴史、経済学、修身学(Moral Science)も修めるべきものとしてあげられます。福沢のいう「学問」は分野に縛られず幅広い知を横断するリベラルアーツに類似しており、福沢の思想に触れてみるとその柔軟な視点に驚かされることが多々あります。福沢の思想の中で特に興味深いのは『文明論の概略』(1875)で登場する「智徳」で、福沢は「智徳」を「私徳」「公德」「私智」「公智」の4種に分類します。

徳義にも智恵にも、各(おのおの)二様の別ありて、第一、貞実、潔白、謙虚、律儀等の如き、一心の内に属するものを私徳といい、第二、廉恥、公平、正中、勇強の如き、外物に接して人間の交際上に見わる所の働を公德と名(なづ)く。また第三に、物の理を究めてこれに应ずるの働きを私智と名け、第四に、人事の軽重大小を分別し、軽小を後にして重大を先にし、その時節と場所とを察するの働を公智という。故に私智、あるいはこれを工夫の小智というも可なり。公智、あるいはこれを聡明の大智というも可なり。/ 而してこの四者の内にて最も重要なものは、第四の大智なり。 『文明論之概略』 岩波文庫、p.119

「私徳」は個人の心持ち、「公德」は人間関係に関連した道德や、他者との関係性の中で生じる意識を主に指します。「私智」は「理を究めてこれに应ずるの働」で、「私徳」と同様個人の文脈に属し、「公智」(「大智」とも称する)は人間活動全般や物事の優先順位の判断力が含まれ、福沢は4つの中でも「公智(大智)」を特に重要なものと位置づけます。

福沢の見立てでは当時の日本(現在にも通ずるものはあります)は私徳偏重であり、かつては主君の名誉や恥を禊ぐための切腹や忠臣性、現代では小さな組織における忠誠の発露や、愛社精神などが私徳偏重の典型例です。一方西洋では公德への意識が強く、その例として福沢は「マルチルドム(殉教)」に言及します。また、公德はコモングッド(多義的な意味を含み、主に社会を成立させる道德的な意識や態度を指す。詳しくはロバート・B・ライシュ『コモングッド: 暴走する資本主義社会で倫理を語る』を参照)とも近い概念であり、近代の道德規範の根幹を支えているともいえます。

私徳(個人/内的)ー公德(開かれたもの、社会との関わり)という観点は現代の日本においても有用な観点として活用できるほか、福沢の言葉の多くに著作が書かれた当時から現在まで存在し続ける普遍的な要素が福沢の言葉に含まれています。ライシュの『コモングッド』を読んだうえで福沢の思想を振り返ると、私徳偏重からの脱却ないしは軽減が、コモングッドの崩壊に直面するアメリカと同様に日本においても課題となっていると感じさせられます。

Construction & Deficit Bonds 「建設国債」と「赤字国債」

今月 20 日に行われる参院選を前に様々な論点が報じられていますが、総じてまとめると「給付金か減税か」という構図になっているようです。その是非はここでは論じませんが、市場参加者のはしくれとしては、そのいずれもが財源についての言及がやや乏しいのが気にかかるところです。財務省によれば、日本の債務残高対 GDP 比は推計値で 2025 年度 248.7% と俄かに信じ難い数字となっており、決して無視できない論点だと思うのですが…

さて、その債務残高すなわち国債ですが、「建設国債」と「赤字国債」という区分があるのをご存じでしょうか。今回はこの区分について簡単に掘り下げてみたいと思います。

そもそも 1946 年 11 月に公布された財政法では原則として国債の発行を禁じています。これは戦前、軍部の政治への関与が強まり戦時国債により軍事費が膨らみ続けたこと、またそれにより激しいインフレを招いたこと等の反省によるものです。ただし、同法第四条において、公共事業費、出資金、貸付金の財源については、国会の議決を経た範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができるとあり、この範囲で発行される国債を「建設国債」と呼びます。同条にちなんで「四条国債」とも言われます。(もっとも現在はほぼ死語となっていますが…)

他方、歳入不足や社会保障支出などを賄うための国債を「赤字国債」と呼びます。こちらは発行が禁じられているので、例外的にいわゆる特例公債法を都度国会で決議する必要があります。現在はこの例外が形骸化しており、令和 7 年度予算では、「建設国債」が約 24%、「赤字国債」が約 76% となっているのです。



この「赤字国債」、財政法施行後しばらくは遵法精神の下発行されていませんでした。1965 年に東京オリンピック後の反動不況に対応するため 1 年限定で例外的に発行されたのみです。ところが 1975 年から継続的に発行されるようになります。戦後の高度経済成長の陰りやオイルショック、また当時の革新派による高齢者医療無償化などの財政ポピュリズムが背景にあると言われています。時の蔵相は戦前からの筋金入りの大蔵官僚であった大平正芳氏で、彼はこの事態を非常に憂い、後に首相になってから財政再建を表明、消費税導入を目指します。志半ばで在任中に急死されますが財政再建路線は継続され、その後のバブル景気による税収増も手伝い、1991 年から 1993 年までの 3 年間は「赤字国債」発行ゼロを達成しています。ちょうどこの時期に債券畑に入った筆者は、諸先輩から「赤字国債なんぞ言語道断」と教わったものです。

しかし世の中なかなか一筋縄ではいきません。1994 年度からは「赤字国債」の発行が再開します。1995 年 1 月に発生した阪神淡路大震災の震災特例国債と、バブル後不況に対応した所得減税に対応する減税特例国債です。その後 1997 年に橋本内閣が財政構造改革法を成立させ緊縮型の予算を進めますが、折しも複数の国内金融機関の破綻やアジア通貨危機が発生、景況感は悪化の一途を辿ります。果たして翌 1998 年 7 月の参院選では自民党は大敗を喫し橋本内閣は総辞職を余儀なくされます。あとを継いだ小渕内閣は積極財政拡大路線に舵を切り、先の財政構造改革法の停止法案を 1998 年に成立させました。この停止法案は今現在に至るまで有効で、財政再建の流れはいわばこの時からストップしたままと言えます。結果的に、この 1998 年から「赤字国債」の発行残高は急増し今に至っているのです。ちなみに Moody's は同年 11 月に日本国債の格付けを最上位の Aaa から Aa1 へ格下げしています。(現在はさらに 3 ノッチ下の A1)

紙面の関係上、一部端折りましたが日本の財政状況というのはかような経緯で悪化してきました。もちろんその時々に必要な財政出動というのはありますし、必ずしも「赤字国債」が絶対にダメだとは申しません。ただ、「赤字国債」の発行がゼロだった時分を知るものとして、冒頭に述べた財源なき「給付金か減税か」の議論や財務省解体デモなどは、心寂しさを覚えてしまいます。皆さまは如何お考えでしょうか。

5月に開催した第7回オフサイトセミナーでは3名の講師の方にご登壇頂き、「生命力を高める実践」をテーマに各々の専門領域からお話をいただきました。



『神様に愛される一杯の「お茶」習慣』などの著作を持つ、こがみのりさん（茶肆ゆにわ店長）からは「生命力を高める『お茶』」というテーマでお話をいただき、お茶の時間を設けることで、心身を整えるだけでなく、組織内のコミュニケーション促進に繋がる例などをご紹介いただきました。

それを受け、弊社の東京・大阪オフィスでは6月から「お茶タイム」を導入しました。おおむね15時頃にお茶を煎れ（主に京都の有名な日本茶専門店の茶葉を使用）、小休憩も兼ねながらお茶をいただき、時には雑談などで交流を深め、チームワークの強化を図っています。

お茶タイムにいただく美味しいお茶にはリラックス効果があり、気分もリフレッシュされます。業務中はなかなかできない日常の些細な出来事の共有も、お茶の準備をしながらできるので、コミュニケーションを活性化するための貴重な時間となっています。

根本晴美（営業アシスタント）



Member's note 編集後記

梅雨入り後もあまり雨が降らず、真夏を思わせるような暑い日々が続き、アメリカや欧州も猛暑に襲われ、洪水で大災害が発生するなど、予測が難しい気候状態になっています。ロシア・ウクライナ紛争は終わりが見えず、イスラエル・イラン紛争は一旦収束したものの予断を許さないなか、トランプ関税が再び世界経済を揺るがすなど、気候同様に予測が難しい状況になっています。様々な情報が錯綜するなかで情報を見極め、お客様に安心して投資していただけるよう社員一同心掛けてまいりたいと思います。

山村浩之（副社長 兼ヘッドオブ東京オフィス）



5Value Asset Co., Ltd.



5 バリュースセット株式会社 金融商品仲介事業者 近畿財務局長（金仲）第437号

各商品等にご投資いただく際には商品毎に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。又、各商品等には価格の変動等による損失を生じる恐れがあります。各商品等へのご投資にかかる手数料等およびリスクについては、当該商品等の契約締結前交付書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり内容について十分にご理解ください。

この通信は、当社ホームページに掲載するほか、当社セミナーにご参加いただいた方、業務提携をいただいた方、およびIFA口座をお申し込みいただいた方に送付しております。送付の停止・送付先変更をご希望の場合は、大変お手数ですが下記のメールにご連絡ください。送付の停止・送付先変更には、少々お時間をいただく場合がございます。

発信者：5 バリュースセット株式会社 クライアント・リレーション

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1-4-1 丸の内永楽ビル20F
newsletter@5valueasset.com