

執筆日 2007年2月26日

国際通貨研究所

経済調査部 部長 竹中 正治

「外貨投資ビジネスは花盛り」

「投資知識の貧困と高金利外貨投資の錯覚」

投資大国日本の危うさ：掲載タイトル

【貿易黒字を上回る所得収支黒字が意味する日本の変貌】

日本人の私達にとって「貿易立国」という理念は心の奥に刷り込まれた脅迫観念に近い。ところが国際収支に見る限り、日本経済のマクロ的な構造は急速に「投資立国」に向けて変貌を遂げている。昨年 2006 年の経常収支黒字は過去最大の 19.8 兆円となった。このうち海外との配当や利息の受払いの差額である所得収支の黒字が 13.7 兆円に増え（前年比 2.3 兆円増加）、貿易・サービス収支の黒字 7.3 兆円を大きく上回った。この所得収支の巨額な黒字は 181 兆円（2006 年末時点）に積み上がった日本の対外純資産（対外資産残高 506 兆円、対外負債 325 兆円）が生み出した投資のリターンである。

こうした対外資産の積み上がりの背後で、国内の貯蓄・投資の流れにも変化が生じている。1990 年代まで外貨資産への投資の主体は生損保や信託銀行の年金資金など機関投資家だった。ところが過去数年、外貨投資の分野で個人投資家の裾野が急速に拡大している。長引く超低金利に業を煮やし、投資信託などのリスク性の金融資産に家計の資金がシフトし始めたのだ。特に高金利の外貨金融資産に投資して配当利回りの高さを競う投資信託が売れている。公募投資信託（総純資産 71 兆円、2007 年 1 月末）のうち、外貨投資残高は過去 5 年間で 25 兆円も増加し 28.8 兆円に達した。

こうした変化は何を意味するのだろうか？日本の国民所得の増加によって対外投資のパフォーマンス向上、それを担う機関や個人投資家の合理的な投資戦略、知識が益々重要になっているということだ。ところが、世界最大の債権者として巨額な対外純資産残高を積み上げる一方で、今日の日本の「投資に関する知」の状況は、なんとも貧困である。

【合理的な投資知識の貧困】

戦後の長きにわたって日本人は黙々と働き、貯蓄することが美德とされ、合理的な投資知識の普及はなおざりにされて来た。家計は銀行や郵便貯金に貯蓄し、その資金の運用は銀行や官僚がコントロールするモデルだった。バブルの崩壊を契機に 1990 年代から旧モデルの行詰りと解体が始まった。我々家計サイドも高度成長期のような本業所得の高い伸びが期待し難くなったので、投資による所得増加を期待する人々が増えた。

こうして政府は近年ようやく「貯蓄から投資へ」と基本的な政策理念を転換した。しかし、書店で出回る株や外貨投資の書籍類に目を向ければどうであろうか？ 短期売買で簡単に儲けることを扇動するようなジャンクなものに溢れているのではないか。実際、株や外国為替のインターネット・トレーディングで短期的な売買益を稼ぐゲームに興じる人々が急増した。この点では株のトレーディングが先行した。次いで、外国為替の証拠金先物取引の普及が目覚しく進んだ。先物専門業者に証券会社も参入し、手数料や利便性、取引の透明性が格段に改善した。この結果、FXネット・トレードの個人会員数は今や35万人、証拠金残高で数千億円の規模となり、最大で数兆円規模の外貨持高（ほとんどは高金利外貨の買い持高）に達すると推定される。

しかし、こうした短期売買の投資ゲームで一般個人投資家が一時的に儲かることはあっても、長期的なパフォーマンスは極めて悪い。「俺はそれで儲けた！」という方々も当然いるが、考えてみて頂きたい。サルを10,000匹集めて、売るか買うかの操作をレバーでやらせて、相場ゲームをさせたとしよう。半数のサルは儲け、残り半数のサルは損をする。確率的に全体の平均値は損益ゼロである。最も成績の良いサル10匹だけを見れば、何度も繰り返し儲けているだろうが、確率的偏差の産物でしかない。

投資を本業にするのでない限り、一般の個人にとって投資とは博打ではなく、生涯を通じた資産形成として取り組むべきものだ。人間はサルではないので、投資理論を発展させた。その基本はリスク分散と長期投資である。「投資先進国」の米国でも大衆投資家の非合理的な投資行動を問題にすれば、きりが無い。それでも一般投資家にとってはリスク分散と長期投資による資産形成が、短期売買に興じるよりも長期的には高い投資パフォーマンスを実現することを説く実証分析や啓蒙的な投資指南書が出回っている。アカデミックな投資理論や実証分析から抽出された教訓を、一般投資家に判りやすく解説するエコノミストも少なくない。ところが日本では、アカデミズムの世界の投資論と市場での実践の世界は隔絶されたままだ。

【投機とリスク拒否症に両極化している日本人】

合理的な資産形成と健康な食生活には奇妙なほどの類似性がある。双方とも基本は簡単なのだが、それを実践するのは難しい。私達はタンパク質、炭水化物、脂質、各種ビタミンなどの基礎成分を習い、バランスの良い食生活の持続が大切だと学校で教わる。投資についても、株、債券、投資信託、外貨金融資産のリスク・リターンの基本性質を知り、リスク分散と長期投資の基本を学ぶことが必要だ。それは難しいことではない。ところがその教育、知識の普及が貧困で、投機（暴飲暴食）に走る人々が絶えない一方、完全なリスク拒否症（無理なダイエットや拒食症）に多くの人々が陥っているのが今日の日本だ。

【高金利外貨投資の錯覚】

最近の投資ゲームの中で流布している懸念すべき錯覚をひとつだけ指摘しよう。「高金利通

貨に投資すれば、短期的な相場変動のリスクはあっても、長期的には勝ち越せる」という思い込みである。この錯覚は根強いもので、1980年代には日本の生損保など大手の機関投資家が高金利のドル債に多額の投資し、80年代後半に為替損の山を築いた。ドルと円で短期金利格差は現在4.75%もある。ドル相場の上下動は不確実だが、上昇も下落も確率5分5分なら、高金利が稼げる分だけドル資産に投資（ドル買い）した方が有利だと一般の投資家の方々は考えているようだ。しかしこれは全くの錯覚である。

ドルの名目金利はなぜ円金利より高いのか？ 各国の名目金利差は長期的にはインフレ率の格差を反映している。高金利通貨は高インフレ通貨である。インフレとは通貨の購買力が減少することである。通貨の価値は、それでどれだけの商品が買えるか、つまり購買力に依存している。従って、長期的には「高金利通貨＝高インフレ通貨＝購買力の長期的減少＝為替相場（通貨価値）の下落」となる。これは為替相場に関する基礎的な知見に過ぎない。

実際、変動相場制に移行した1973年以降2005年までの日米のインフレ率の格差は、アメリカが日本よりも高く、企業物価で2.8%の格差があった。同じ期間にドル円の為替相場は年率平均2.6%でドルが下落した。つまり日米の企業物価格差とほぼ同じ比率でドル相場は円に対して下落したことになる。一方、日米の期間10年の国債利回りで計った長期金利はアメリカの方が日本より高く、その金利格差は80年代3.9%、90年代2.7%、2000～2005年3.3%だった。長期金利差から上記の趨勢的なドル相場の年間下落率2.6%を差し引くと、僅少な利回りしか残らないことが判るだろう。

「しかし2005年1月の1ドル＝100円台前半を底にドル相場は対円で過去2年も上昇基調を辿っている。ドル投資のリターンは高い」と言われる方がいるだろう。勿論、ドルをはじめ高金利外貨の為替相場が短期的、あるいは中期的に上昇する局面は、過去何度もあった。確かに高金利外貨投資で高いリターンをあげる機会はある。ただし、高い確率で成功するためには投資対象通貨が過小評価された割安局面でスタートすることが欠かせない。ヘッジファンドが「円売り・高金利買いのキャリートレード」をしているのも事実だが、彼らには長期にキャリーすれば金利差分勝ち越せるという錯覚はない。あくまでも目先円相場が下がるという見通しで円を売っているのだ。その見通しが変われば、彼らは直ぐに円買いに転じる。

紙面の制約で説明は省略するが、1ドル＝120円に上昇した現在のドル相場は、大局的には既に割高圏にあるのだ。行き過ぎは相場の常だから、更にドル高・円安になる可能性も否定しない。しかしドル相場が上がるほど、次第に低下するオッズ（確率）にかけるゲームをしていることを忘れてはならない。

以上