

(財)国際通貨研究所
経済調査部長・チーフエコノミスト
竹中 正治

不安な時代の投資ブーム ブームと破裂の循環を逆手に取ろう

投機悪玉論を言い訳にするな：掲載タイトル

【実需か投機か？世界を揺るがすコモディティ市場の高騰】

原油や穀物価格の高騰が7月の洞爺湖サミットの議題になると報じられている。現在の高騰のどこまでが実需によるもので、どこからが投機の結果なのか、正確に分かつことは不可能だが、投機的な要因が働いていることは間違いない。

食料の高騰で、中米のハイチで泥を混ぜた「泥クッキー」で飢えをしのぐ人々の姿をTVで見た我が家の女房が言った。「食糧の投機なんて、全部禁止すればいいのよ！」思わず私は、女房殿が独裁者となって実物資産への「投機」が一切禁止された世界を空想してしまった。空想の「投機厳罰世界」では人々は実物資産を売買する度に「投機目的」ではないことを証明するのに神経をすり減らしている。

1970年代の世界的なインフレ高騰の時期には、日本では様々な商品の価格つり上げ（当時は「〇〇転がし」と呼ばれた）に走った大手商社の経営者が国会に召喚されて、糾弾された。米国ではインフレ高騰に業を煮やしたニクソン大統領が「賃金と物価の統制」を発動したが、統制政策は失敗した。価格操作など投機に違法性があれば取り締まれるが、市場経済の下で「投機」自体の抑制は困難だ。そもそも「投資」と「投機」の区別が事実上困難であり、かつ「資産選択の自由」を損なわずに規制することは不可能だ。

米国の住宅投資ブームはバブル崩壊となってはじけたが、世界的に見ると投資ブームは続いている。こうした変化を、まるで犬の尻尾が頭や胴体を振りまわすように「投資・金融活動が実体経済（財やサービスの生産と消費）を振りまわすようになった」と懸念する声もある。

ますます高まる投資（あるいは投機）ブームの根底には何があるのだろうか。過度な金融自由化の産物？米国の金融緩和による世界的な「過剰流動性」の結果？某インベストメントバンクの扇動？足元の状況として、私もそうした側面はあると思う。しかし根底の部分で人々の意識、関心の変化が起こっている気がする。

【投資ブームの根底にある人々の関心の変化】

「犬の尻尾（＝金融・投資活動）」と「犬の頭・胴体（＝実体経済）」の喩えで考えてみよう。GDPは1年間に生み出される経済的な価値（付加価値）の総計であるから、これを生産と消費から成る実体経済の規模と見ることができる。一方で、家計の保有する金融資産残高は投資・投機を求めて動く資金の源泉として「犬の尻尾の大きさ」と見ることができようか。

この家計金融資産残高のGDPに対する比率を見ると、過去四半世紀で顕著な上昇が米国、日本、他先進国共通に見られる。米国家計部門（含む非営利団体）の金融資産残高は名目GDP比率で1980年の2.35倍から2007年の3.28倍（実額45.3兆ドル、約4700兆円）に増加、日本の家計の同比率も同じ期間に1.54倍から3.0倍（実額1545兆円、2007年末）へと

2倍になっている。中国やインド、原油価格の高騰で潤う中東産油国やロシアでは新富裕層を中心にもっと短期間に同じ方向の変化が生じている。

「グローバルな投機行為は、家計金融資産とは関係ない欧米のヘッジファンドなど一部の投機筋の仕業ではないのか？」いや、事情はそれほど単純ではない。商品先物を得意とする大手ヘッジファンドの英国マン・インベストメンのピーター・クラーク CEO は、運用資産が1年間で2割増えて約8兆円となり、個人からの預かり資産4.5兆円のうち日本は24%を占める「上得意客」だと語っている（日経新聞朝刊6月4日）。日本の個人投資家層も世界的なコモディティ投機に参戦するとは、たいしたものだ。（ちなみに、マン・インベストメントは、比較的小口の一口3万ドル、約300万円から投資が可能だそう。ご関心のある方はどうぞ。）生保や年金も「代替投資」としてヘッジファンドなどへの投資を次第に増やしてきた。こうした様々な投資運用機関に預けられる資金の源泉は家計の貯蓄である。

金融資産の積み上がりは、富の格差の問題を伴いつつも、もとより経済的な豊かさの結果である。その結果、犬の頭と胴体に比較して尻尾が大きくなったのであり、大きな尻尾を左右に振れば、反動で体は右へ左へと振れるのはある意味で必然的だ。

【金融資産残高の増加が人々の関心の変化を生んでいる】

このような実体経済に対する金融資産の増加は、人々の行動、関心に大きな変化をもたらしているはずだと思う。もし今、私達の保有している金融資産が世帯当たり100百万円しかなければ、その投資リターンが1%でも5%でも、所得額としては年間で1万円か5万円の違いでしかない。1年間働いて稼ぐ所得が平均数百万円ならば、投資リターンの相違はその1%以下の違いしか生み出さないのだから、大きな注意、関心の対象になり得ない。しかし、1000万円の金融資産があれば、1%と5%の相違は年間で10万円と50万円、その相違は40万円となり、年間所得比で無視できないものになる。1億円の資産ならば、100万円と500万円の相違となり、重大な関心の対象となる。

資産からの所得の比重が大きくなるに連れて、富裕層、中間層の順に投資リターンへの関心度が上がる。そうした変化が今日のますます高まる私達の投資ブームの根底にあるのではなかろうか。

【年金不安が駆り立てる投資ブーム】

更に、日本の事情に即して考えると、かつてあった「地道に働いていれば所得が伸びて、貯蓄も自然に貯まる」という一般的な期待が崩れている。加えて「年金不安」の台頭である。こうなると資産家でなくても投資・資産形成に知恵を捻ろうという気持ちになる。

日経ヴェリタス5月25日号は「『自分年金』をつくる。公的制度にプラス10百万円の安心」という見出しで特集している。記事によると、標準的な夫妻で（夫は60歳退職、82歳まで、専業主婦の妻は88歳までの想定）、「ゆとりある老後の生活費の合計」として1億2041万円必要だそう。退職金が2612万円（大卒平均、退職一時金と年金の合計）、公的年金が6324万円とすると、不足が3105万円と計算されている。

そうした前提で、「運用怠れば75歳で破綻」と読者の「危機感」をちょっと煽り、「『自分年金』に利用できる商品例」として、リバースモーゲッジ、個人向け国債、ゼロクーポン債、外貨預金、外国為替証拠金取引、金・プラチナなどの解説を並べている。

しかし、国債から外為証拠金取引までをこうして並べられても、どうしたら良いのか判らない。投資・資産形成はダイエットと同じで、「短期間で何キロやせたい」と思えば無理をすることになり、リバウンドも起こる。株や外国為替の短期トレーディングに手を出せば、一時儲かることはあっても、長期には持続せず、多くの場合は結局損を出して儲けを吐き出してしまう。もちろん、儲かる人から損する人まで確率的な分布が生じるが、マクロ的には

期待収益ゼロの投資ゲームに過ぎない。業者に払う手数料を含めると、その分マイナスである。

では、どうしたら良いのだろうか？ 資産形成問題に総合的な指針を提供するのはこの小論では無理だが、個人投資家が欺かれそうな幾つかの罠について指摘しておこう。

【高金利配当で惹きつける外貨投信だが】

高金利の外国国債に投資して、月々高い現金配当をうたう外貨投資信託が 2004 年以降爆発的に売れたのは、正に「年金+アルファ」が欲しいという個人投資家、特に高齢者の願望を捉えたからであろう。しかし高利回りが期待できるなら、利息・配当は再投資して長期で複利運用の効果を上げるのが投資のセオリーだ。毎月分配型はまるでこの逆をしている。

しかも、高金利通貨とは高インフレ通貨であり、趨勢的に通貨の価値（購買力）は減少し、為替相場も下落する。短期・中期では高金利通貨の為替相場が投資ブームで上昇することはあっても、金利差分は長期的には為替損でほぼ帳消しになる。これは外国為替の購買力平価理論が示す通りである。こうしたことは昨年来の円高でもうお判りだろう。

私は資産運用における国際的なリスク分散には意味があると考えている。しかし、幾つかの外貨投信の商品設計を見る限り、投資家がわざわざ手数料を払いながら、自分の投資元本を毎月配当として取崩して受け取っているに過ぎないようなものが見られる。

【投資信託によるリスク分散投資も手数料次第】

投資信託は小口からでもリスク分散されたポートフォリオを保有できる点で、本来優れた投資手段になり得る。しかし、手数料が高過ぎれば元も子もない。「ダイヤモンド・マネー」の 7・8 月号は、投資信託の特集だ。日本の債券と株、外国の債券と株、外国の不動産、コモディティの 6 分野に均等投資した場合、96 年-05 年の期間で年平均 10.5% の円ベース投資利回りが実現されたと示し、投信を使ったリスク分散投資を推奨している。

記事によると、当初投資資金 1000 万円でスタートし、更に毎年 60 万円ずつ追加投資して、年平均 10% で運用すると 20 年間で 1 億円になる（総投資額 2140 万円で複利運用して 1 億 104 万円となる）。そうした分散投資ができるのは投信だけであり、各種投信の一覧が掲載されている。

しかし、投信の一覧を見るとグローバル債券投信もグローバル株式投信も、販売手数料は 2% 台～3% 台、毎年かかる信託報酬もほとんどが 1% 台半ばという高さである。3% の販売時手数料と 1.5% の信託報酬を毎年払った場合、上記の「10% リターンでの運用で 1 億円」の例は、実は手数料差引き後で 7716 万円にしかならない。すなわち 2388 万円（=10,104-7,716）、なんと 20 年後の期待資産価値の 24% が手数料として消えるのである。

「手数料は高めですが、投資のプロが銘柄を厳選し、高いリターンを目指します」なんて宣伝文句を真に受ける方は「カモネギ」である。高い手数料が高いリターンに結びついていないことは、日本でも米国でも検証されている（「投資信託、本当に儲かっていますか？」ニュースを斬る、2007 年 6 月 25 日）。

高額な手数料を避けるためには、株式指数連動型のインデックス投信や ETF、あるいは投信会社から直接購入するため販売手数料のかからないノーロード投信などを選ぶしかない。あるいは勤務先が日本版 401K（確定拠出年金）を導入しているなら、投信会社はかなり安い手数料で投信メニューを提供しているようなので、そこから選ぶのも良いだろう。

【ファイナンシャル・プランナーは勧めなかったが】

過去 10 年間、日本では都心のマンション投資は低リスクでパフォーマンスの高い投資だった。ところが、これは大手金融機関に所属するファイナンシャル・プランナーがほとんど勧めない投資でもあった。アマゾンで書籍検索すると、「株式投資」のキーワードでは 4259 件、「投資信託」5310 件、「外国為替」では 1182 件も書籍が出てくるが、「マンション投資」では 74 件、「不動産投資」でも 667 件に止まる。

ファミリータイプなら 1 戸数千万円するマンションを全額自己資金で投資・購入できるのは一部の超富裕層だけだ。だから、ミドルクラスの所得層がやろうとすれば、頭金以外は借入するしかない。借金してまでマンション投資するのはリスクが高過ぎると思ってしまう。金融機関のファイナンシャル・プランナーに相談しても概ね同様のことを言う。バブルの時期にやってみて、価格が半値以下に下落し、もう懲り懲りの人達も少なくない。しかし、投資環境は時代とともに変わる。具体的な環境・投資条件に即して考えないと意味がない。

もっとも、ワンルーム・マンションなら、新築で 20 百万円、中古なら 10 百万円前後でも買えるので、自己資金でワンルームを買う人は増えたようだ。しかし、ワンルームは将来売ろうとしても投資家層しか買手がいない（買って住む人はほとんどいない）。投資家はみな利回り還元した価格でしか買わないので、よっぽどの資産インフレ時代にでもならない限り、売却価格で儲けるチャンスはほとんどない。

資産形成に関心のある方でも、借金をして投資するなんてことはリスクが高すぎて、本業のある「真面目な人」はすべきではないと考えている。あるいは、自宅の住宅ローンを抱えている限りは、その返済が最優先であり、追加の借金など考えられないと思込んでいる。

実は私自身もそうだった。1998 年にそうした自縛から抜け出すことができたのは、ある意味では偶然だった。この年に住宅ローンを返済し、ボーナスの運用を考え始めた。世の中はデフレ不況と金融危機の真っ最中である。「優良株投資のチャンスだな」と思い少し始めた矢先、「投資目的でマンションを買いませんか」と電話がかかって来た。「どうせ毎度のワンルームの宣伝か」と思って切ろうとすると、「当社はワンルームは勧めません」と言う。中古のファミリータイプの優良物件を勧めると言う。そこで、金融・投資の知識として不動産投資の仕組みと計算方法を一度きちんと勉強しておこうと思い、「勉強のために聞くだけだよ」と断って、会ったのが始まりだった。

この結果、先方の担当者と部長を相手にマンション投資のリスクとリターンについて徹底的なブレインストーミングをする羽目になり、更に一晩考えて決断した。自宅の購入に住宅ローンを借りることに抵抗がないのに、投資目的のマンション購入で借入をするのはリスクが高過ぎると思うのは、実は良く考えると理屈に合わない。自宅用の借入なら自分が失業して所得を失えば返済が不能となり、自分は立ち退いて物件を売却せざるをえない。しかし投資用借入ならば賃貸収入が返済原資となる。従って、仮に自分が失業する憂き目になっても、同時に賃貸人が退去して空室状態が続くと言う事態が重なる場合にしか困ったことにはならない。

実際、90 年代後半から 2000 年代初頭にかけては、個人でも借入金利 2% 台以下、都心で駅近のマンションの賃貸運用利回り 5% 台以上（管理費・修繕積立金差引後）というような案件が、複数の業者相手にショッピングしていれば手に入った。

このように投資リターンと借入コストの間に利鞘がある場合、自己資金に借入を加えることレバレッジ効果で自己資金部分の投資利回りを引き上げることができる。自己資金 3 分の 1、借入 3 分の 2 の場合、借入金利が 2.5%、賃貸利回り 5.5% ならばスタート時の自己資金利回りは 11.5%（ $= 5.5 + (5.5 - 2.5) \times 2$ ）にもなる。元金返済が進むに連れてレバレッジは低下し、利回りは賃貸利回り 5.5% に向かって収束する。

2000年代前半に外資を含めて不動産ファンドのラッシュが日本で起こったのは、物件価格の低下でレバレッジによる利鞘が大きかったからである。その後は景気の回復が続き、物件価格の上昇(投資利回りの低下)と金利の上昇で、こうした投資条件は減少してしまった。

【次の10年の投資は？】

過去10年、都心でのマンション投資のパフォーマンスが良かったからと言って、次の10年同じことが保証されるわけではない。実際、マンション価格の下落の兆候が見えている。ある種の投資が成功すると、必ず同種の投資が増え、その結果、投資条件は次第に悪くなる。ところが、増加する投資需要(仮需)が価格を押し上げるので、「まだ上がる。まだ行ける」とブームが進み、最後に価格の下落が起こる。ブーム期に信用の膨張が大きかった場合には、バブル崩壊となる。しかし、そこにまた投資の機会が生まれる。自由な市場経済である限り、こうしたブームと破裂の循環は宿命なのだろう。

優良な資産価格がど〜んと下がり、投げ売る業者が出てくる時こそ、個人投資家にとって長期投資の絶好のチャンスだ。最後にさわかみ投信代表の澤上篤人さんの言葉を引用しておこう。「(日本の投資家は)相場にうまく乗って値ザヤを稼ごうとする『相場追随の日和見投資』ばかり」「不況時の株買いこそが理にかなっていると(私は)断言できる。」

以上