

賢い資産運用の秘訣

「混迷する日本経済をどう生き抜くか」

龍谷大学経済学部創立50周年記念公開講座

2011年5月26日

大阪梅田キャンパス



竹中正治

龍谷大学、経済学部教授



個人ホームページ [http://www.geocities.jp/takenakausa/
m-takenaka@econ.ryukoku.ac.jp](http://www.geocities.jp/takenakausa/m-takenaka@econ.ryukoku.ac.jp)
takenaka1221@yahoo.co.jp

1、「円は超低金利で日本経済は長期低成長だから、円安は必然」という見方は、根拠のない嘘八百。

「外貨投資の秘訣」(扶桑社、2006年11月)から

- ・ 「現在(2006年8月現在)の115円以上のドル円相場水準はドル割高圏にあり、ドル債投資をするレンジではない。2000年頃から続いている現在の高金利通貨ブームもいずれ終わり、ドルを含めた高金利通貨相場急落の局面が到来するだろう。」(185頁)
- ・ 「現在の115円のドル割高レンジで投資をすれば、長期的にはあなたは負け越し投資家になってしまう確率がかなり高い。降水確率80%で傘を持たずに外出するのと同じだ。」(191頁)



趨勢的な名目金利差は2国のインフレ格差を反映しており、高金利通貨(＝高インフレ通貨)は長期的には金利格差分だけ低金利通貨に対して下落する。**長期では金利差は為替相場の変化で相殺される。従って価格の変動リスクは報われない。**

これは国際通貨・金融論の常識、驚いてもらっちゃ困る。

2007年1月17日付、アマゾン読者レビューから引用

「また特筆すべきは、著者の相場観でしょう。本書は日本の財政悪化からインフレ、円安、円資産目減り(さらにひどい説になると、預金封鎖、ハイパーインフレーション)、といった最近流行の考えにはくみしません。『為替は国力などという意味不詳の概念とは何の関わりもない』と一蹴し、『「1ドル＝110円でも安い、10年後1ドル＝70円でも自然な結果』とまで言います。円安は避けられず、早いうちに外貨建て資産へのシフトも必要かと思い込んでいたので、これには驚きました。」



2006年



2007年



2009年

100円の価値は、それでどれほどの商品が買えるか(購買力)次第

高金利通貨＝高インフレ通貨＝購買力が低下する＝長期的に為替相場が下落する。

購買力平価(PPP)からの乖離と回帰を繰り返す為替相場

長期と短期・中期では相場変動の主たる要因は異なる。

(財)国際通貨研究所ホームページ

http://www.iima.or.jp/research_gaibu.html



(財)国際通貨研究所

ドル円購買力平価と実勢相場

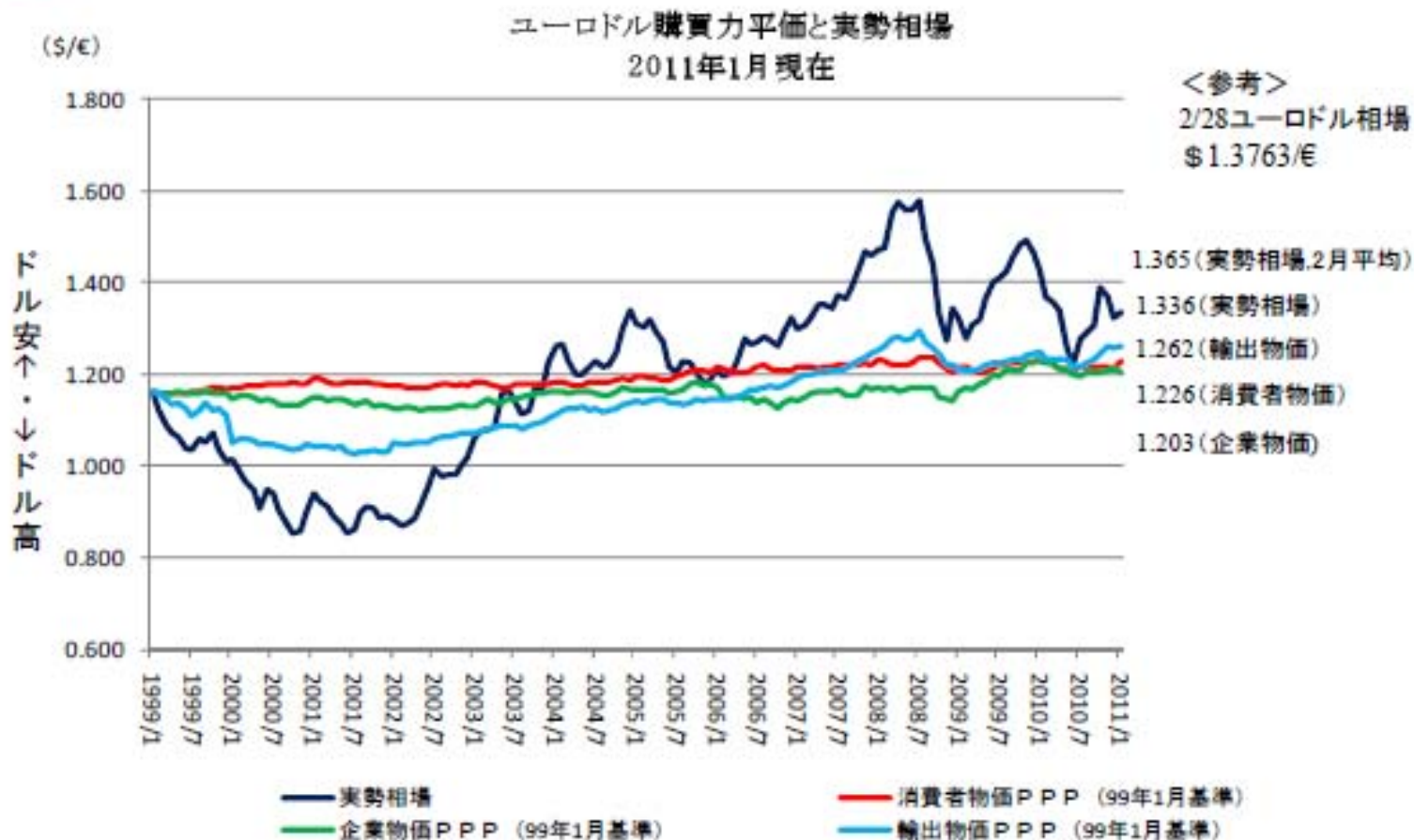
2011年1月現在



購買力平価 (PPP) 近辺まで戻って、小反発したドルユーロ相場



(財)国際通貨研究所



ユーロ円相場



(財)国際通貨研究所



データ: 消費者物価、日本 総務省、ユーロ ECB

企業物価(卸売物価)と輸出物価、日本 日銀、ユーロ ECB・Eurostat

ユーロ円相場、ECB

※ユーロの輸出物価PPPは、1999年分は12カ国ベース、2000年以降は16カ国ベースの数値を使用

購買力平価に照らして相場を見る＝実質相場(⇔名目相場)で見る
 80～83円のドル円相場は、フェアウェイと円高ラフの境目あたり

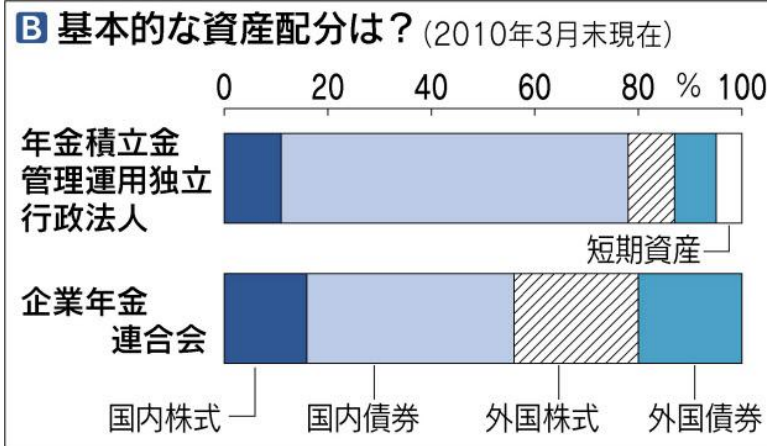


図表：以下データに基づき竹中正治作成、実質相場は1973年平均＝100として指数化
 データ：日本銀行、米国Bureau of Labor Statistics
 日本は国内企業物価、米国は生産者物価により実質化(1973=100)

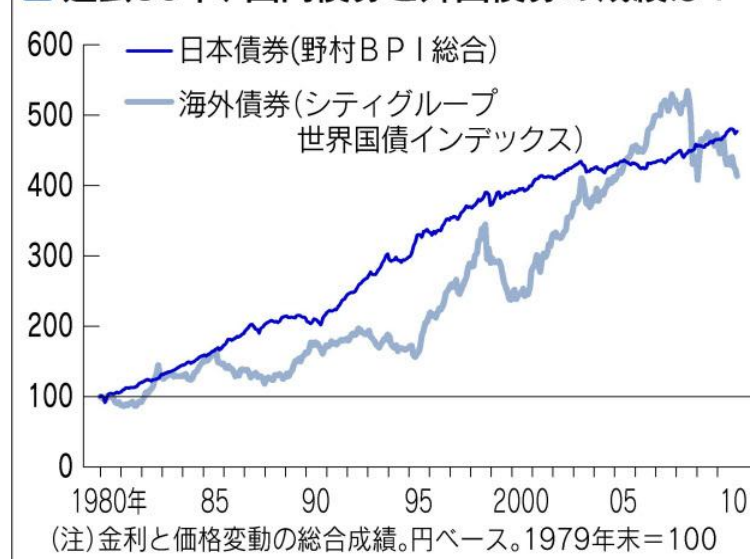
日本経済新聞2011年5月15日
Sunday Nikkei「マネー生活欄」

「外貨建て投資は金利が高いから有利」と単純に思わないことも重要。金利の高い国はインフレ率も高いことが多い。インフレ率が高ければそのお金で買えるモノが減り、価値が下がる。「為替は2つの国の通貨の交換価値なので、長期的には高金利＝高インフレ国の通貨は下落するのがセオリー」(龍谷大学の竹中正治教授)だ。

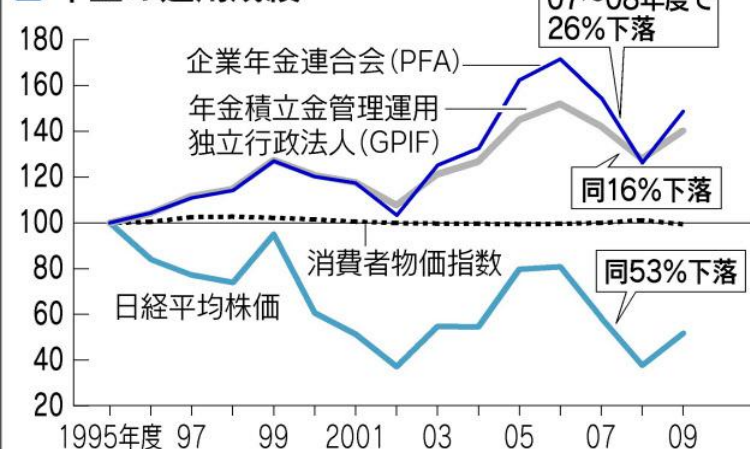
(図表は田村正之編集員の同記事から抜粋)



C 過去30年、国内債券と外国債券の成績は？



A 年金の運用成績

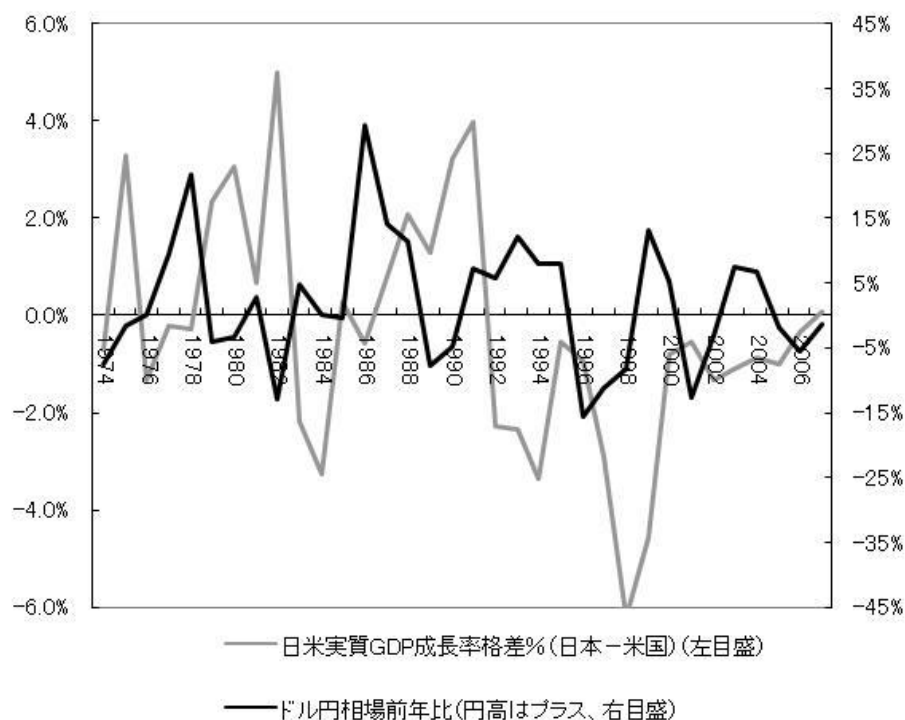


(注) 1995年度末=100。PFAの資産配分の規制適用除外後の96年度以降で集計。GPIFは2000年度までは年金福祉事業団、05年度までは年金資金運用基金。2001年度以降は財投債を除いた利回り。PFAは04年度までは厚生年金基金連合会。ともに運用条件や資産配分は時期により変化している

2、外為相場のトンデモ論：「長期的に経済成長率の低い日本の円は下落する」

真実：経済成長率と為替相場は長期的には関係がない。経済成長率と相関があるのは株価→ 世界の株式相場に分散投資するETFを買うのが賢明（後述）。

日米成長率格差とドル円相場の変化



主要国の米国との経済成長率格差と対ドル為替相場の変化
対象期間（1996年－2006年、ユーロ圏は99-06）

米国との成長格差 (各国平均成長率－米国平均成長率)	為替相場変化率 (プラスは各国通貨の米ドルに対する上昇)	国(地域)
0.0	0.0%	アメリカ合衆国
-1.9	-6.5%	日本
-0.4	-5.5%	ニュージーランド
0.0	20.2%	カナダ
-0.4	18.0%	イギリス
-1.2	19.4%	ユーロ圏
0.4	-3.8%	オーストラリア
1.3	-15.7%	韓国
2.2	-11.3%	シンガポール
0.9	-81.2%	ロシア
3.3	-21.8%	インド
0.4	-30.3%	メキシコ

（出所）総務省「世界の統計2008」

ただしユーロ圏は、IMF, World Economic Outlook 2007 より

外国為替相場の長期的要因と短期・中期的要因

- ・ 長期的要因: 趨勢的なインフレ格差(通貨の購買力変化)
為替相場への短期的なインパクトは小さくても長期に持続する力
力と時間の積が帰趨を決する。

- ・ 短期的・中期的要因:
 - 2通貨の金利格差の変化
 - 景況感格差の変化
 - 貿易・経常収支の変化
 - 国際的なマネーフローの変化
 - その他雑多な諸事件

これらの要因は為替相場への短期的・中期的なインパクトは強くても、市場参加者の予想(期待)に織り込まれた時点でインパクトを失う。

投資一般に関する補足

経済・市場現象と自然現象(例、天気予報)の違い

- ・ 「降雨予想確率90%を信じて皆が傘を持って出かければ、午後には雨がやむ」
人間活動としての市場現象のパラドックス

- ・ 金利格差と為替相場の関係の真実

誤解:金利差があると金利が低い通貨は安くなる。

真実:①金利差があると金利が高い通貨はその分既に高くなっている。

＝金利差分だけ将来の相場は下落する。

②これから金利格差が広がると予想されると、高金利の通貨の相場は上昇する。(逆は逆)

合理的な投資とは、どの株が上がるかを予想してあてることではない。

- ・ 投資の「専門家」が買い推奨するような株は、その推奨がもっともらしいほど、価格はその分既に上がってしまっている。

3、長期的な資産形成を考える場合、何に投資すべきか？

グローバル・長期・分散の株式投資は為替の損失を大きく上回る。

- FXトレードでドル買い：現在得られる金利差はゼロに近い。
- 長期外債投資（米国政府債10年物金利は3.23%、5月13日現在）はどうか？

1990年～2010年

米金利差（10年物国債の利回り格差）**2.84%**（米国債5.45%、日本国債2.61%）

ドルの円に対する相場の下落、年平均**2.80%**

これは米ドルに限らずどの通貨でも自由に投資できる通貨なら原理的に同じこと。

- 海外株式投資：

米国の株式指数S&P500価格上昇率、過去30年間：年率**10.3%** 過去20年間**6.7%**

平均配当利回りが約2%だとすると、総合リターンは：年率**12.3%** **8.7%**

ドルの対円相場の変化（5月時点） 過去30年間： **-3.3%** **-2.6%**

差引（ネット）リターン： **9.0%** **6.1%**

世界の株式への分散投資⇒ETFによる投資が効率的

例：ETF（上場投資信託）MSCI-Kokusai、MSCI- Emerging

シンプルな投資方針：**好況の時には債券（長期固定金利）買い**

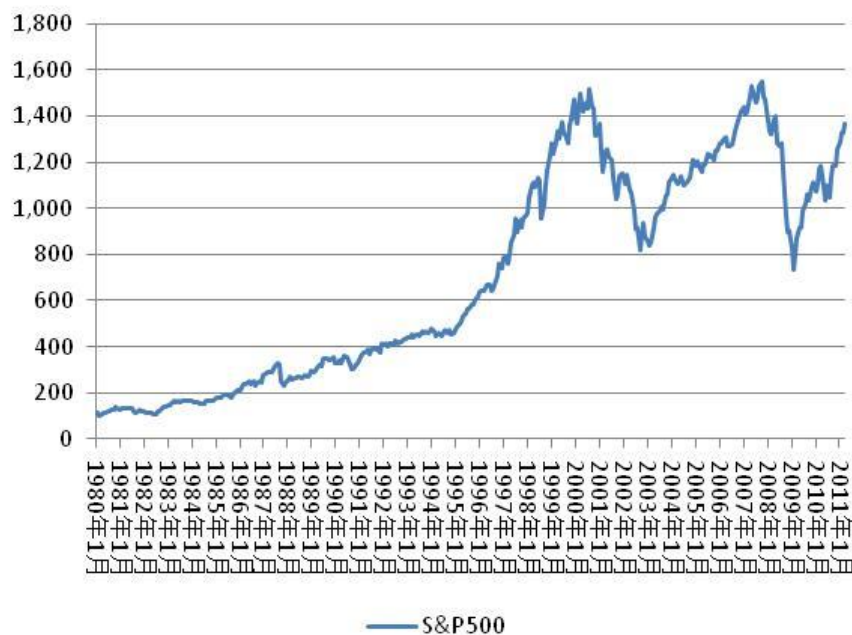
景気後退時は株式買い

長期債券利回りと債券価格の関係（利回り低下→価格上昇、逆は逆）

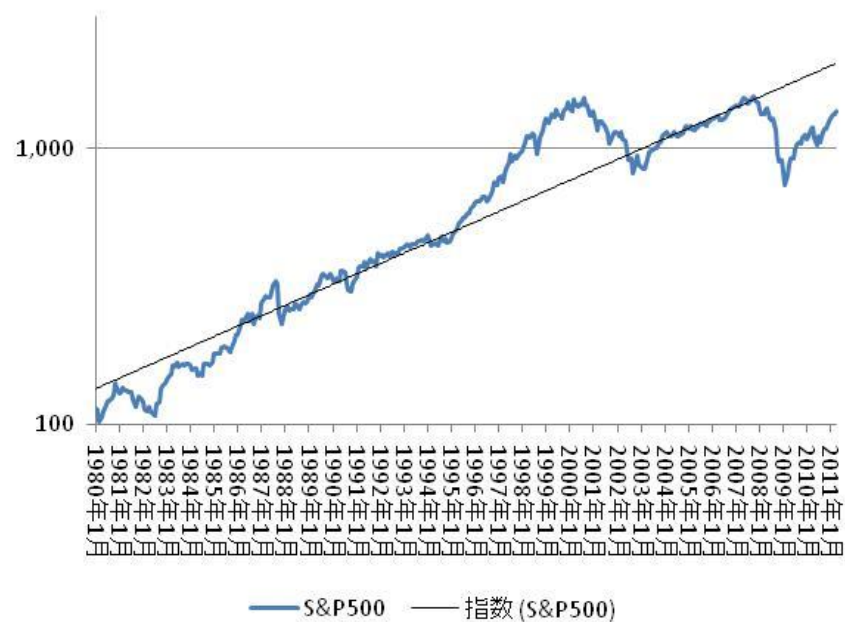
金融危機は株、不動産投資の千載一遇のチャンス

米国株価指数(S&P500)の長期推移

米国株価指数S&P500



米国株価指数S&P500(対数メモリ)



新興諸国の長期的な経済成長の成果を得たいのであれば、新興国の債券ではなく、株式に分散投資するETFを買うのが合理的、かつ効率的な投資

例: MSCI-emerging(ドル建て
場合)の投資リターン

過去8年: 年率19.0%

為替変化: 年率-3.7%

差引: 年率16.3%



「東証ETFスクエア」を見てみよう。 手数料の高い投資信託にはさようなら！

東京証券取引所、ETF(上場投資信託)の銘柄は100を超えた。

<http://www.tse.or.jp/rules/etf/etfinfo.html>

ETFは一般の株式と同様に証券会社(店頭やインターネット)で買える。

手数料が安いインターネット証券での購入をお勧めする。

以下「東証スクエア」から引用

- ・ ETFは、TOPIX(東証株価指数)や日経平均株価といった株価指数や、金価格などの指標に連動するように、投信会社によって運用されます。
- ・ 対象となる資産に幅広く分散投資しているので、投資のリスクを低減できると言われています。たとえばTOPIXに連動するETFを購入することは、東証一部に上場している全銘柄を保有するのと同じ効果が期待できます。
- ・ 日本株のほか、外国株やREIT(不動産投資信託)、商品などの指数に連動するものなど、種類も豊富。値動きの異なるETFを組み合わせることによって、国際分散投資を実現できます。
- ・ 個別株の投資では数万～数十万円の資金を必要とするのが一般的ですが、ETFは数千～数万円程度で買えるので、少額から投資を始められます。
- ・ 運用コストは0.1～1%程度と、インデックスファンドを含む一般的な投資信託に比べて低くなっており、長期投資に適した商品と言われています。売買に関するコストは、上場株式と同じ扱いです。

東証ETFの一部(海外株式分散)

■外国株指数						
61	KOSPI 200(韓国株)	1313	サムスンKODEX200証券上場指数投資信託[株式] (注1)	サムスン資産運用	2007.11.19	10
62	CSI 300(中国A株)	1322	上場インデックスファンド中国A株(バンダ) CSI300	日興アセットマネジメント	2008.4.11	10
63	ハンセン中国企業株指数(中国H株)	1548	上場インデックスファンド中国H株(ハンセン中国企業株)	日興アセットマネジメント	2010.10.29	10
64	ボベスパ指数(ブラジル株)	1325	NEXT FUNDS ブラジル株式指数・ボベスパ連動型上場投信	野村アセットマネジメント	2008.7.18	100
65	S&P CNX Nifty指数(インド株)	1678	NEXT FUNDS インド株式指数・S&P CNX Nifty連動型上場投信	野村アセットマネジメント	2009.11.26	100
66	S&P CNX Nifty 指数先物(インド株)	1549	上場インデックスファンドS&P CNX Nifty先物(インド株式)	日興アセットマネジメント	2010.10.29	10
67	SET50指数(タイ株)	1559	NEXT FUNDS タイ株式SET50指数連動型上場投信	野村アセットマネジメント	2011.5.12	1
68	FTSEブルサ・マレーシアKLCI指数(マレーシア株)	1560	NEXT FUNDS FTSEブルサ・マレーシアKLCI連動型上場投信	野村アセットマネジメント	2011.5.12	1
69	ダウ・ジョーンズ工業株30種平均(米国株)	1679	Simple-X NYダウ・ジョーンズ・インデックス上場投信	シンプレクス・アセット・マネジメント	2009.12.10	10
70	S&P500指数(米国株)	1547	上場インデックスファンド米国株式(S&P500)	日興アセットマネジメント	2010.10.29	10
71		1557	SPDR® S&P500® ETF (注1)	ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー	2011.3.24	1
72	MSCI-KOKUSAIインデックス	1680	上場インデックスファンド海外先進国株式(MSCI-KOKUSAI)	日興アセットマネジメント	2010.1.29	10
73		1550	MAXIS 海外株式(MSCIコクサイ)上場投信	三菱UFJ投信	2010.11.25	10
74	MSCI エマージング・マーケット・インデックス	1681	上場インデックスファンド海外新興国株式(MSCIエマージング)	日興アセットマネジメント	2010.2.24	10
75	MSCI ACWI ex Japanインデックス	1554	上場インデックスファンド世界株式(MSCI ACWI) 除く日本	日興アセットマネジメント	2011.3.8	10

世界の日本を除く先進諸国の株式に分散投資するETFの例として MSCI-KOKUSAI、東証上場なので円建て(しかし投資対象は外貨)

海外物ETFの円建て価格＝外貨ベースの価格×外貨の対円為替相場



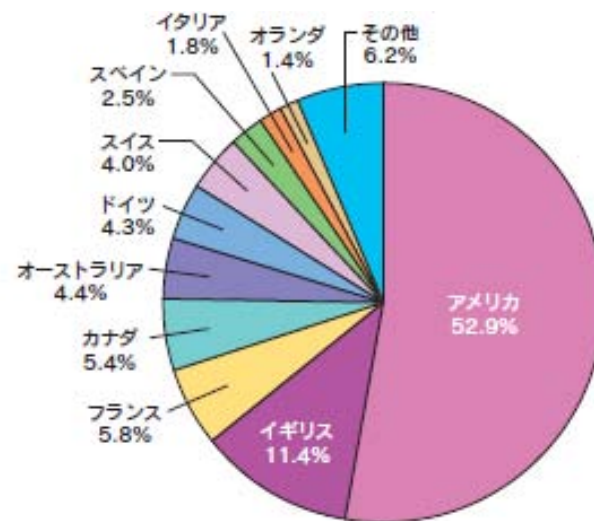
上場インデックスファンド海外先進国株式(MSCI-KOKUSAI)

- 上場インデックスファンド海外先進国株式(MSCI-KOKUSAI)は、日本を除く先進各国の株式市場の動きをとらえることを目標に、円換算したMSCI-KOKUSAIインデックスの動きに連動する投資成果をめざして運用を行う追加型株式投資信託(内国ETF)です。

基礎情報 平成22年1月現在

銘柄名	上場インデックスファンド海外先進国株式(MSCI-KOKUSAI)
銘柄コード	1680(新証券コードJP3047120005)
特定の指標	MSCI-KOKUSAIインデックス
上場取引所	東京証券取引所(他の上場取引所:なし)
上場日	平成22年1月29日
売買単位	10口
信託報酬	年0.2625%(税抜0.25%)程度
計算期間	毎年1月21日から翌年1月20日まで ※ただし、第1計算期間は平成22年1月22日から平成23年1月20日までとします。
分配金支払基準日	毎年1月20日
管理会社	日興アセットマネジメント株式会社
信託受託者	住友信託銀行株式会社

(注)組入資産の売却時の売却委託手数料、信託事務の処理に要する諸費用、信託財産に関する租税など、信託財産中から支弁され、当該ETF保有期間中に間接的にご負担いただく費用となります。



途上国への株式分散投資も欠かせない(ただしバブルとその破裂も起こる)



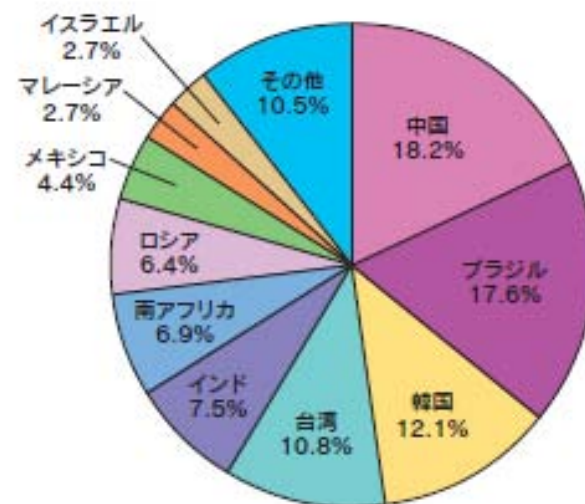
上場インデックスファンド海外新興国株式(MSCIエマージング)

- 上場インデックスファンド海外新興国株式(MSCIエマージング)は、新興国の株式市場の動きをとらえることを目標に、円換算したMSCI エマージング・マーケット・インデックスの動きに連動する投資成果をめざして運用を行う追加型株式投資信託(内国ETF)です。

基礎情報 平成22年1月現在

銘柄名	上場インデックスファンド海外新興国株式(MSCIエマージング)
銘柄コード	1681(新証券コードJP3047130004)
特定の指標	MSCI エマージング・マーケット・インデックス
上場取引所	東京証券取引所(他の上場取引所:なし)
上場日	平成22年2月24日
売買単位	10口
信託報酬	年0.2625%(税抜0.25%)程度
計算期間	毎年1月21日から翌年1月20日まで ※ただし、第1計算期間は平成22年1月22日から平成23年1月20日までとします。
分配金支払基準日	毎年1月20日
管理会社	日興アセットマネジメント株式会社
信託受託者	住友信託銀行株式会社

(注)組入保有証券の売買時の売買委託手数料、信託事務の処理に要する諸費用、信託財産に関する租税など、信託財産中から支弁され、当該ETF保有期間中に間接的にご負担いただく費用となります。



最近の刊行図書



2007年10月(共著)
PHP研究所



2008年9月(単著)
新潮新書



2008年12月(単著)
光文社



2009年9月(共著)
PHP研究所



2010年2月(単著)
日本経済新聞出版社



2011年1月(共著)
PHP研究所