

賢い

竹中正治

龍谷大学経済学部教授

# 資産運用

Vol.21

## 自分に合う投資スタイル

➔ れまで国内外の債券と株式、マンション投資と不動産投資信託(REIT)などについて、資産形成で成功するためのポイントを説明してきた。今回は、株、債券、不動産の各種のカテゴリーにどのように資産を配分するかという「アセットミックス」の重要性を語らないわけにはいかない。

ファイナンシャルプランナー（以下FP）のテキストなどでは、銘柄や投資のタイミングの選択よりも、アセットミックスの選択の方がはるかに重要だと強調される。ポートフォリオ全体の長期的なリターンの約9割はアセットミックス次第で決まるという米国の研究事例もよく引用される。

アセットミックスの重要性を強調する点では筆者も同意見だが、機械的にこの原理を適用しても、うまくいく保証はない。というのは、住宅不動産まで含むアセットミックスを考えると、例えばバブル期に割高な価格で買ったか、バブル崩壊後の安値圏で買えたかは、生涯を通じた資産形成の上で決定的な相違をもたらすからだ。つまり、購入金額が大きく、購入するタイミングの分散が困難な（しかも割安と割高の程度も個別ケースで大きく異なる）住宅の購入では、物件の選択と投資のタイミングが長期の投資リターンを決める。

また、FPのテキストでは、ライフサイクルに合わせたアセットミックスの変更を強調している。つまり、株式などのリスク資産と債券などの低リスク資産の配分について、若い世代はリスク資産の配分を多めにし、引退世代はリスク資産の配分を少なめにするのが定石だというのだ。若い世代は長期にわたって所得があり、投資を継続できるので、相対的にリスクの高いポートフォリオでも、短期の変動に左右されずに、長期で高いリターンを実現できると考えるからだ。

ただ、日本の現実としては、株式を対象に、毎月の定額積立法による分散投資を過去20年間行っても、現在の時価評価では、累積投資の元本から3~4割もマイナスの資産価値しか得られていない。この事実は以前の回で示した。

もちろん、世界全体の株式に分散投資していれば、リスクプレミアムの分だけ相対的に高いリターンが実現できたことも示した。ただし、個人投資家でも世界の株式に簡単に分散投資ができる上場投資信託(ETF)やインデックス型投資信託が普及してきたのは、日本ではこの10~15年のことに過ぎない。

### 性格で分類

投資家は、自分が好むリスクの高低に合わせてアセットミックスを選択するわけだが、この際、投資家自身の性格に合わせた投資手段を選ぶことが、成功の重要な要素になる。筆者の経験では、人間の性格は①ハンター（狩猟民）型、②ブリーダー（牧畜民）型、③ファーマー（農耕民）型の3つに分かれる。

①ハンター型は動くものに関心が強く、機敏に追いかけたり、待ち伏せたりして獲得することに強い快感を感じる人だ。②ブリーダー型は、動くものに関心は強いが、獲物を得るための瞬発力や機敏さは低い。代わりに、動物を飼って繁殖させるように、長期にわたる持続的な作業を得意とする。③ファーマー型はリスク回避型で、定期的に得た所得からの余剰分を安全な倉庫に貯蔵したがるタイプで、投資には最も適していない。

筆者の経験では、日本人はブリーダー型とファーマー型が多く、ハンター型は少ない。米国ではハンター型とブリーダー型が多く、ファーマー型は少ない。読者は自身の日頃の行動の癖を振り返れば、どれに分類されるか分かるだろう。

分からない人は、海に潜って目の前を大小の魚の群れが泳いでいる状態を想像してほしい。「モリで魚を突いて獲物にしたい」と感じる人はハンター型だ。「この魚達に餌をやりたい」と感じるならブリーダー型。「そもそも海になんか潜りたくない」と感じる人はファーマー型かもしれない。筆者自身は典型的なブリーダー型である。

ただし、この3種の呼び方はあくまでも比喩的なもので、その社会の近代以前の歴史的な有様とは関係ない。日本も欧州も、また大半が欧州からの移民の末裔である米国も、近代までの人口の大半はファーマーだった。

ハンター型の人、インデックス型ファンドによる長期分散投資や家賃獲得を主とするマンション投資など、長い時間を要する投資スタイルが苦手だ。相場が上がりそうな銘柄をパッと買って短期で儲け、そうした儲けを累積させるのが投資だと思っている。結果的に、キャピタルゲインを追求する投資スタイルになる。

一方、筆者のようなブリーダー型の人、リスクを抑えながら配当、利息、賃料などのインカムの獲得を主とする長期投資が比較的合っている。筆者は、レバレッジを利用した都心部のマンション投資をポートフォリオのメインにしており、この投資はブリーダー型の性格に最も適していると感じている。ファーマー型の人、そもそも投資に欠かせないリスクテイクに適していない。

もっとも、こうした性格による分類は絶対的、固定的ではない。ファーマー型の人でも、ある程度はブリーダー型の投資に適應できる。ブリーダー型の筆者も、銀行の外国為替相場のディーラーだった時は、ハンター型の仕事にある程度、適應した。ただし、それを生涯のスタイルとしなかったのは、ブリーダー型だったということだ。

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

## 利回りに惑わされるな

**前**回、人間はハンター型、ブリーダー型、ファーマー型の3つに分類され、それぞれ好む投資行動が異なるという自説を紹介した。ハンター型は、高リスクでもキャピタルゲイン志向の投資行動を好む。ブリーダー型は、ほどほどにリスクを許容しながら、長期のインカム（配当、賃料、利息）獲得を志向する。ファーマー型は、リスク許容度が最も低く、確定利回りの債券や預貯金志向だ。

このことに関連して、なぜかファーマー型とブリーダー型が多い日本社会では、表面的な利息や配当の高さに誘惑され、意図せざる高リスク投資をして失敗する傾向が強いので、注意しておこう。

投資のリターンとは、価格変動（元本価値の変化）が生み出す損益（キャピタルゲイン・ロス）と、配当や利息、賃料などの収益（インカム）が生み出すリターンの合計だ。合計した総合リターンの内訳がどうであろうと、高いリスクを負わずに高い総合リターンは実現できない。これが金融投資の世界の基本法則だ。

期待できるキャピタルゲインとインカムの比率は、資産の種類によって異なる。

株式は配当が変動し、長期の平均で見ると、インカム（配当）の利回りは高くない。だが、リスクが分散された株式投資のポートフォリオを長期間、保有すれば、値上がり益が期待できる。ただし最近の日本株は、株価の下落で配当利回りが4~5%にもなる銘柄がたくさんある。これはある意味、異常事態だろう。株価の先行きについて、ひどく悲観的な見通しが投資家にはびこっている結果だ。

高金利の外貨投資は、外国債券など確定利回りの金融資産に投資する限り、長期ではインフレ率の格差に見合った分だけ、外貨の為替相場が下落する。したがって、インカムの利回りは高いが、その高い分は為替相場の下落による損失で帳消しになる。成功する秘訣は、外貨相場

のブームの後で、大幅に下落した割安な時期に投資することだ。

マンションなどの不動産への投資は、インカムとしての賃料収入なら高リターンだが、物件の老朽化による価値の減耗は避けられない。しかし、インフレ環境の下では、預金や国債と違って値上がり益も期待できる。

興味深いことに、日本の投資家は、機関投資家も個人投資家も含め、総じてインカムの利回りの高さに引かれ、価格変動リスクに関する判断は二の次にする傾向がある。1980年代以降、繰り返されてきた外国為替市場での高金利通貨への投資ブームは、こうした傾向の産物だ。2004年ごろから急増した高配当・毎月分配をうたう外貨投資信託のブームも、その典型だ。近年では、高配当・毎月分配型が投資信託全般に普及してしまった。

「5年前に買った毎月分配型の投資信託で、今年3月末までに支払われた分配金のうち、運用益からもたらされたのは18%で、82%は自分が投資したお金の払い戻し——」これは、日本経済新聞社の田村正之編集委員が、金融情報サービス会社のQUICK・QBRに依頼して、過去の分配金の内訳を試算した結果だ（『日本経済新聞』12年5月2日付）。

つまり、「タコが自分の足を食う」タコ足配当に過ぎず、高配当の分だけ投資元本は減少しているのだが、現金で高配当を求める日本の個人投資家のバイアス（非合理的な選択の歪み）に適合しているので売ってしまう。

### 仕組み債には投資しない

投資家の選択が非合理的であることは、金融機関にとっては収益を上げるチャンスだ。金融機関は、投資家の投信選択が非合理的でも、それにピタリとはまる「新金融・投資商品」を開発して提供

することに日夜いそしんでいる。彼らがこの開発に必死になるのは、それが株や債券などのシンプルな既存商品よりも収益性が高いからである。

なぜ「新金融商品」の収益性は高いのだろうか。最大の理由は「市場がない」からだ。市場で頻繁な売買が成り立っている状態を「流動性が高い」と言う。こうした一般の株式、債券、外国為替取引の投資家との取引は、業者の立場からすると、極めて薄利にならざるを得ない。市場価格という「仕入れ原価」が投資家にまる見え（透明性が高い）なので、利ざやを抜く余地がないからだ。

そこで彼らは、投資家のバイアスに適合すると同時に、「新しいもの、特異なもの」の開発、提供にまい進する。こうした新規の金融商品には、既存の市場がなく、価格の透明性がないため、厚い利ざやを抜くことが可能となる。

初心者向けに、あえてずばりと言えば、市場価格の透明性がない「新金融商品」に手を出すべきではない。業者に厚い手数料を抜かれ、その分、あなたの投資ポートフォリオは劣化するのだ。



株価下落で高配当利回り銘柄が多い日本の株式市場（東京証券取引所）

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

## 金融危機後の世界 その1

**連**載の締めくくりに、3回シリーズで投資の視点から2007～09年の金融危機後の世界を見渡してみよう。第1回目は、今も危機的な状態が続くユーロ圏のPIIGS（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）諸国の政府債務危機について考える。

国際通貨・金融制度に関し「トリレンマ」として知られる原理がある。①為替相場の安定、②独自の金融政策、③国境を越えた資金移動の自由、この3つを同時に満たす制度は原理的に不可能で、同時に実現できるのは2つまでという命題だ。

為替相場の不安定な変動は厄介なことだが、変動リスクを統一通貨によって解消したユーロ圏では、各国が独自の金融政策を放棄することが、その代償になった（①と③の選択）。その結果、通貨・金融政策は統一されたが、その代償は、後述するように予想以上に大きかった。

各国通貨を維持しながら固定相場制を導入するならば（①と②の選択）、その代償に国境を越えた資金移動の自由を放棄せざるを得ない。すなわち海外の金融資産に自由に投資することや、海外から資金を自由に調達することは放棄しなくてはならない。これは、現在の中国をはじめ新興途上国が程度の差こそあれ採用している政策だ。そして②と③の組み合わせは、米国や日本など先進諸国が最も多く採用している変動相場制である。

各国独自の通貨・金融政策を放棄した代償が、当初予期された以上に大きかったのがPIIGS諸国だ。PIIGS諸国は、ユーロ統一前は相対的にインフレ率が高かった。インフレ率が高いなら、金融政策で適用される金利も高くなくてはならないが、ユーロ発足で金融政策は一本化された。それによって実現した金利水準は、ドイツなどにとってはやや高すぎ、PIIGS諸国には低すぎた。その結果、PIIGS諸国では、07年までは住宅ブーム

に沸いた好景気を謳歌したが、それは結局資産バブルとなり、米国での金融危機を契機にバブル崩壊型の不況に突入してしまった。

## ユーロ相場の下落余地大

また、PIIGS諸国は、ドイツと比較すると労働生産性の上昇率が劣っているにもかかわらず、通貨相場の切り下げという選択肢が放棄されたので、ユーロ圏内の經常収支の不均衡が拡大した。もちろんPIIGS諸国の赤字拡大である。經常赤字は輸出する以上に輸入している状態であり、赤字の分だけ海外からの様々な形の借り入れが増える。07年までは順調に流入する他国からの資金が經常赤字をファイナンスしていたが、欧州債務危機で民間資本の流入はストップ、ないしは逆流するようになった。

それを埋め合わせるために、今ではPIIGS諸国の中央銀行と欧州中央銀行（ECB）の間の貸借（PIIGS諸国の中銀の借り）が急膨張している。自力で血液（資金）が循環しなくなったので、人工心臓（中央銀行間の貸借）で血液を循環させているようなものだ。

こうした危機的な事情を反映して、例えばスペインでは国内総生産（GDP）に占める政府の債務（グロス）比率は70%程度と、日本の約200%や米国の約100%より低いにもかかわらず、10年物国債の利回りは5～7%まで上昇（価格は下落）して、高止まりしている。

不況にもかかわらず国債金利が高止まりしている状態が、いかに長期にわたって持続不可能であるかを理解する必要がある。例えば、スペインが厳しい財政緊縮を続け、欧州連合（EU）の新財政協定で目標とされた「年間の財政赤字はGDPの0.5%以内」という厳しい条件を達成、持続でき、名目GDP成長率が3%



人工心臓で延命するユーロ圏  
（7月4日、フランクフルトのECB本部前で）  
Bloomberg

になったとする。国債金利が平均6%だと政府債務残高は今後どうなるか。

試算方法は紙面の制約で省略するが、GDP比で、11年の約70%から50年には250%に膨張してしまう。国債金利が5%でも、50年にはGDPの180%になる。こうした政府債務残高の一方的な膨張は、国債の将来の元利返済に対する投資家の不安をかき立て、ますます投資家はスペイン国債に高いリスクプレミアム（超過利回り）を求めるといった悪循環に陥っているのだ。

このような状況に対する究極的な解決策は、「欧州連邦」として通貨・金融政策のみならず、財政を含めた主権を統一することである。1つの国家財政の中で統合されているのと同じ状態になれば、ユーロ圏の今の問題は解決する。

しかし、欧州連邦を目指す政治合意は依然としてなく、仮にそれを志向する場合も、長い期間を要するだろう。それまで金融システムが麻痺し、経済の停滞で失業率が高止まりを続けることは、政治的に到底許容できないだろう。つまり、財政緊縮とそれへの政治的な反発の間で揺れ動くことを繰り返すことになる。

こうした状況を勘案する限り、ユーロ圏の苦悩は今後、収束に向かうよりも、まだ始まったばかりだと考えた方がよいだろう。ユーロ相場の今後の下落余地はまだ大きく、PIIGS諸国の国債金利は長期にわたり不安定な状態が続くだろう。

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

## 金融危機後の世界 その2

**前** 回述べたユーロに比べ、米ドルの基軸通貨の地位の持続性について、筆者は楽観的な見通しを持っている。今次の金融危機後も米ドルに代わる基軸通貨は近未来には登場しないだろう。

なぜそう言えるのか。前回説明した通貨・金融制度の「トリレンマ」を思い出してほしい。①為替相場の安定、②独自の金融政策、③国境を越えた資金移動の自由——これら3つを同時に満たす制度は原理的に不可能で、同時に実現できるのは2つまでという原理だ。

主要通貨がドルとの固定相場だった「ブレトンウッズ体制」と呼ばれた戦後の国際通貨体制は、為替相場の安定性（固定相場）と各国独自の金融政策の組み合わせだった（①と②の選択）。したがって、国境を越えた資金移動は厳しく規制・制限されていた。しかしブレトンウッズ体制は1971年に終焉し、73年から主要通貨は変動相場制に移行した。その結果、国境を越えた資金移動が次第に自由化された（②と③の組み合わせへの移行）。

国境を越えた資金移動の自由化が、資本、技術、人材の国際的な移動が飛躍的に増加した経済・金融のグローバル化と言われる今日の環境を生み出したのだ。

国際的な資金移動の自由化は世界経済を不安定化する要因で、それを制限すべきだという議論もある。その一方で、BRICS（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ）の経済的な興隆に代表されるような世界経済の成長も、これら途上国がグローバル化した経済環境に適応（例えば外国資本の積極的な受け入れ）した結果なのだ。資本主義という経済システムは、成長性と不安定性の両面を備えていると言えるだろう。

## 基軸通貨の条件とは

グローバル化した環境で、世界の経済

主体から基軸通貨に選ばれる条件とは何か。それは、その通貨建ての金融資産に自由に投資、売買でき、かつ世界中のマネーフローの中核となる流動性の高い巨大な金融・資本市場を有することだ。

ドルが71年に金（ゴールド）との公定レートでの交換性を失っても、現在に至るまで基軸通貨であり得るのは、そうした条件を備えているからだ。

英国のロンドン市場は、大規模な国際的マネーフローのセンターになっている。しかし英国自体の金融・投資市場は米国や日本に比べ小さい。対外的なマネーフローの大半は、ポンド建てでなくドル建てだ。その意味では、ロンドンはドル基軸通貨体制の補完市場なのだ。

ユーロ圏には、ニューヨークやロンドンに匹敵する国際金融市場がない。しかも前回述べた通り、通貨と金融政策を統合した一方で、財政を含む主権が統合されていない制度の矛盾から、域内の金融市場は機能不全に陥ってしまった。

一方で、中国の人民元が国際通貨として台頭することを強調する向きもある。しかし人民元が、米ドルはもとより、ユーロや日本円に匹敵するような国際通貨になるためには、人民元の自由な交換性（世界の外為市場における他の通貨との自由な交換）を含め、まだ数段階の高いハードルを乗り越える必要がある。

そもそも中国共産党は、そうした条件を実現する意図を持っているかどうかとも実は怪しい。なぜなら、そうした条件を実現しようとする、現在の官僚支配的な経済・金融制度を根本的に変革しなくてはならず、現在の中国の既得権益の構造をひっくり返してしまうからだ。

もちろん、米国経済とドルも問題は抱えている。最大のリスクは、このまま財政赤字の拡大、連邦政府の債務膨張が続ぎ、米国債に対する投資家の信認が損なわれることだろう。基軸通貨国の米国と



米ドルは基軸通貨の地位から転落するか? Bloomberg

いえども、国内総生産（GDP）との比率で、対外的な純負債（対外資産と負債の差額）を無限に増やすことはできない。

米国債への投資家の信認が損なわれ、現在、PIIGS諸国（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）の国債利回りに生じているようなリスク・プレミアムが米国債にも発生すれば、どうなるか。米国は、現在のようなGDP比率で3~4%程度の貿易収支赤字を持続することは困難になり、新たな危機に直面するだろう。

その場合には、海外投資家が米国債や米国株を売って資金を引き揚げる。米国の投資家も海外の金融資産を売って、ドルの流動性を確保しようとする。その結果、世界的な金融危機に発展するだろう。

こうした意味で、米国の連邦財政赤字と米国債の利回りの動向は、長期的な観点から要注意だ。ただし、現在までのところ、米国は日本のようなデフレを回避する一方で、インフレ率も低位に安定しており、その結果、米国債の利回りも安定している。景気回復基調が強まれば、国債利回りもやがて上昇するだろうが、景気循環的な国債金利の上昇なら問題ない。その限りにおいて筆者は、2009年以降のドル安・円高局面は米国の株式などに投資する好機だったと思っている。

参考文献

『米国の対外不均衡の真実』竹中正治著（晃洋書房、2012年）

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

## 金融危機後の世界 その3

**連**載の最終回として、21世紀中頃までの日本経済のリスクを考えてみよう。様々なリスクがあるが、少子高齢化と政府債務の膨張が2大リスクだ。

日本の高齢化は、これからが本番（クライマックス）であり、1990年代以降の過去20年間は序の口過ぎない。少子高齢化問題については語り尽くされているかもしれないが、超高齢化社会への財政・医療を含む制度的な準備は遅れたままだ。

表を見てほしい。これは、国立社会保障・人口問題研究所による日本の将来人口推計に基づいた、年齢別の人口構成比だ。

一般に「現役世代」と呼ばれる生産年齢人口（15～64歳の人口）の比率は、2010年の64%から高齢化がピークに達する50年には51%に低下する。一方、65歳以上の高齢者の人口は23%から39%に上昇する。75歳以上の「後期高齢者」の人口は11%から25%になる。つまり4人に1人が後期高齢者になる社会に日本は向かっている。

将来人口推計が、出生率の回復などで良い方向に外れる可能性はないのだろうか。

出生数や死亡率は安定しており、極めてゆっくりとしか変化しない。そのため将来人口推計は、30～40年のタイムスパンなら大外れすることのない信頼度の高い予想である。日本が海外からの移民に対して積極受け入れ策に転じ、毎年数十万人の移民を受け入れるような劇的な政策変更をしない限り、予想はおおむね外れない。

現在の老齢年金や医療制度は、現役世代の負担で高齢者の給付を賄う世代間賦課方式だ。そのため政府の社会保障関係費の赤字は、毎年約2兆円規模で増加している。今準備されている5%の消費税引き上げは、このままならば、わずか数

年の赤字の増加で帳消しになる。

したがって、具体的にどういう形になるかはともかく、将来の老齢年金の給付は実質削減、老齢医療費の自己負担部分は増加が不可避と覚悟しよう。

## 政府債務危機の可能性高まる

この変化が起きるプロセスは、大きく分けると2通りの形があり得る。1つは、増税と給付の削減が段階的に進み、負担増と給付減が実現するケースだ。この場合、政府債務の膨張には歯止め、抑制がかかることが期待できる。

もう1つのケースは、「インフレタックス」と呼ぶべきケースだ。必要な制度・政策の変更ができないまま、財政赤字の膨張が続けば、やがて現在のような日本経済の需給ギャップ（供給超過）がなくなった時に、インフレと円安が同時進行するだろう。

その結果、老齢年金を含む各種給付の名目額は変わらなくても、実質額（＝購買力）が急減する。この場合は、先送りされた負担（増税）が、インフレによる貨幣保有者（国民）の購買力の急減という形で実現するので「インフレタックス」と呼ばれる。

日本で15年間続くデフレ基調からインフレ基調に転換すれば、国債の名目利回りもそれに見合せて上昇する。連載のこれまでの回で説明した通り、2%程度の利回りの上昇でも、長期国債の価格は10%以上も下落する。将来の国債発行残高は、現在の約800兆円より、さらに膨張している。

そして、一層膨張した国債残高から巨額の評価損が発生し、長期国債を保有しているゆうちょ銀行や民間銀行、機関投

日本の人口構成比

（%）

	15歳未満	15～64歳	65歳以上	75歳以上
2010年(実績)	13	64	23	11
2050年(推計)	10	51	39	25

（出所）国立社会保障・人口問題研究所の中間推計（2012年版）を基に筆者作成

資家に巨額の評価損が生じる。国債下落による損失を回避しようと投資家が国債を売り急げば、ますます国債価格は急落する。

つまり、現在のユーロ圏PIIGS（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）諸国で起きている政府債務危機と同じような危機に未来の日本が直面する危険性は十分にあるのだ。

## 海外分散投資と実物資産を

このように21世紀前半の日本にとって、少子高齢化と政府債務問題は密接にリンクした危険因子だ。

こうしたリスクを考慮して資産形成を進めるためには、まず日本以外の海外（日本とは事情の異なる地域）への分散投資が欠かせない。また、将来起り得るインフレへの耐久力を持つためには、預貯金や債券ではなく、株式や不動産などの実物資産の保有が欠かせない。

金（ゴールド）の購入が、インフレによる資産の目減りに有効だと思う人もいるようだ。しかし、これまでの回で述べた通り、筆者は、現在の金価格が大幅に割高だと判断しているため、金は選ばない。むしろ現状では、割安感のある収益不動産物件（都心部のマンションなど）やグローバルな事業展開に成功している優良企業の株に投資しておくべきだろう。

そして、できることなら子供たちには留学をさせ、日本経済の浮沈にかかわらず、グローバルな環境で仕事をしていける力を身につけさせよう。

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。