

15年の世界のマネーの流れを展望してみよう。日米欧の超金融緩和で起こった世界の金融・資本市場の変化は、「インカム・リターン（利息や配当益）への投資家の飢餓状態」とでもいうべきだろう。

大手機関投資家のポートフォリオで大きなシェアを占めてきた長期国債利回りは、過去の平均値より著しく低下した。量的金融緩和が終了し、15年半ばからは政策金利の引き上げが見込まれる米国ですら10年物国債利回りは2%台前半にとどまっている。

その結果、投資家はより低位な格

15年も投資家は飢餓状態

て現在の相場はスーパー円安といふべきであって、80年代前半のようなスーパードル高時代とは異なる。



米国株のパワーの象徴（ニューヨーク・ウォール街近くにある雄牛の銅像）

円安

スーパー円安時代に突入 マネーフローと投資はこう動く

実質相場で見るとプラザ合意以前の円安水準になった。世界のマネーフローはどうなる。そして資産運用の留意点はどこにあるか。

ドル120円前後の円安・ドル高は、日米のインフレ率を調整した実質相場指数で見ると1980年代前半に250円を超えた「スーパードル高時代」の水準に等しい。まずこの点を説明しよう。

長期的には外国為替相場は二つの通貨のインフレ率の格差で決まる。これが相対的購買力平価(PPP)原理の考え方である。通貨の価値とは当該通貨の商品に対する購買力で

あり、インフレ（物価上昇）とは購買力の減少だ。したがってインフレ率の高い通貨は低い通貨に対して長期的には減価する。

筆者が国際通貨研究所のチーフエコノミストだった2008年から、同研究所のウェブサイトで、ドル・円、ユーロ・ドル、ユーロ・円の3銘柄について、3種類の物価指数による相対的購買力平価の掲載を始めた。「国際通貨研究所」と「PPP」

の二つのキーワードですぐにたどり着けるサイト (<http://www.ima.or.jp/research/ppp/>) を見れば、市場実勢の為替相場が短期・中期ではPPPから乖離しながらも、長期的にはPPPが示すトレンドに回帰する姿がわかる。

財やサービスの貿易よりもマネー取引による外為取

付けの社債や株式への投資配分を増やすか、さもなければ超低金利に甘んじるか、そうした選択に直面してきた。

大規模な量的金融緩和と政策による「ポートフォリオ・リバランス効果」とは、要するに中央銀行が国債（米国ではMBS）不動産担保証券（MBS）の大半を買い占めることにより、民間の投資資金を社債、外国証券、株式などにシフトさせ、自国通貨安や株高による景気浮揚効果を狙っているといえる。

その米国で15年6月ごろにはいよいよ政策金利の引き上げが始まる見通しだ。しかし日本と欧州ではまだ超金融緩和を継続せざるを得ない。

15年の米国長期金利の上昇局面では、少しでも高いイールドに飢えた世界の投資マネーが米国長期債券市場に流入し、長期債の利回り上昇は頭を抑えられる可能性が高そうだ。日本では銀行融資全体で前年比2%台半ばの伸びが続いているが、地方銀行を中心に貸付金利の低下、利ざやの縮小に苦しむ状況が続くだろう。

東京ブチバブル再来も

こうした結果、押し出されるよう

図1 ドル・円の名目相場と実質相場の推移 (実質相場指数:2014年10月末時点)



(注) PPPは1973年を起点とした企業物価(日本)と生産者物価(米国)ベース。実質為替相場指数=(名目相場/PPP)×100。1973~2014年の平均=99.14 (出所)日銀、米国労働省のデータに基づき筆者作成

図2 実効ドル相場指数(名目と実質、2014年10月時点)



(出所)FRB

にマネーが向かう分野のひとつは、再び東京をはじめとする都市部の不動産（商業ビル、マンションなど）である可能性が高いのではないか。

すでに13年から香港や台湾からの「アジアマネー」が日本都市部の不動産投資に流入している。直接の投資元は香港や台湾であるが、その後には不動産バブル崩壊局面に移行した中国からのマネーも動いているようだ。香港や台湾での不動産投資の賃料リターンは、これまでの価格の高騰で既に著しく低下している。その結果、日本での同種投資の利回りが4~5%でも相対的に高利回りに見えるようだ。

しかもそれに加えてスーパー円安であるから、日本への不動産投資は価格面でも利回り面でも、アジアマネーの投資家には格好の投資対象に見えるのだから。80年代後半の日本の投資家にとって急速な円高で米国の不動産価格が割安に見え、ジャパンマネーが海外不動産投資に殺到したのと同じように逆の事態が起こりつつあるようだ。

繰り返す円安ブーム崩壊

日本の投資家については、利回り確保にあえぎ、機関投資家や地銀などの間には「量的金融緩和が続く限り円安」という見込みにすがっ

ただドル相場全体が大幅に割高ということではない。米連邦準備制度理事会(FRB)が公表している貿易シェアで加重平均された主要通貨に対するドル実効相場指数(Broad)を見ると、名目でも実質でも、ドル相場はリーマン・ショック後の底値からまだ多少上がった程度だ(図2)。

特に実質で見ると73年以来的の平均値よりまだ9%程度低い。したがっ

らの乖離と回帰を繰り返すということとは、実質相場指数はそれ自体の長期の平均値からの乖離と回帰を繰り返すことを意味する。

図1はドル・円の名目相場(市場相場)と実質相場指数の推移を描いたものだ。ドル120円前後のドル・円相場は80年代前半のスーパードル高時代と実質では同じ水準にあることがわかる。つまり大幅に円は割安、ドルは割高な水準ということだ。

たけなか まさはる
竹中 正治 (龍谷大学教授)

て、再び米国債投資などを増やす動きも見られる。

その動き自体が外為相場の需給を円安に一層シフトする働きをする。しかし80年代前半のスーパードル高時代に急増した生損保の外債投資が、80年代後半の急激な円高で金利格差をはるかに超える為替損失を出したことを想起しておくべきだろう。

80年以降、日本の投資家は、生損保、年金、個人投資家などその時々によって主体が入れ替わってきたが、毎度のように日本と海外の金利格差に誘引されて外債投資を累積させ、円安ブームとその崩壊（急速な

日本のバブル崩壊の教訓が生きた米国

低成長が続く日欧に比べる
と、3%という成長率が高いが、絶対評価としてはどうか。

■経済の実力である米国の潜在成長率は2%ないし2.5%だから、それに見合った成長率だろう。13年11月に元米財務長官のサマーズ氏が低成長期が続く「長期停滞論」を提示して、大騒ぎになったが、私にすれば「今さら何をいっているのか」

という感じだった。

私は、1993〜06年まで日本に滞在してバブル崩壊後の長期不況およびデフレ経済を体験している。大きなバブルの崩壊後、需要が急激に縮小し、過剰債務や設備、雇用の調整がどれだけ困難かは身にしみてわかってはいるつもりだ。日本の場合、不良債権問題を先送りした結果、調整に予想外の時間を要し、デ

Paul J Sheard 1954年オーストラリア生まれ。オーストラリア・モナッシュ大学卒。オーストラリア国立大学経済修士号、同大学博士号を取得。リーマン・ブラザーズ、野村証券チーフエコノミストなどを経て2012年6月から現職。50人超のエコノミストやリサーチャーを統括。



フレに陥ってしまった。

■日本の教訓は、何か。

中央銀行が金融と財政政策を総動員し

てスピーディーに対応することだ。100年に1度と言われたリーマン・ショックに米政府とFRB（米連邦準備制度理事会）は、日本の教

「日本の財政再建の第一歩は脱デフレ 財政規律を気にせず、量的緩和を続けるべき」

別の米格付け機関が日本国債を格下げする中で、据え置いたスタンダード・アンド・プアーズは、日本経済および世界経済をどうみているのか。同社のグローバルエコノミストのシエアード氏に聞いた。

2015年の世界経済は米国一国が好調で、3%程度の実質GDP（国内総生産）成長率がエコノミストらのコンセンサスになっているが、シエアードさんの予想はどうか。

■私も15年の米国の経済成長率は3%程度と予想している。14年1〜3月期は想定外の大寒波に見舞われた

ことなどから個人消費が大幅に落ち込んだ。その結果、前期比年率2.1%減のマイナス成長となった。しかし、その後の4〜6月期に4.6%増、7〜9月期に3.9%増と4%前後の成長へと加速している。足元の状況からすると、15年の3%成長は減速傾向にみえるかもしれない。

インタビュ

ポール・シエアード

（スタンダード・アンド・プアーズ チーフ・グローバルエコノミスト）

7%以上という投資リターンを長期で実現するためには、景気動向を読み、株式を選別するなどプロでも難しいのではなからうかと思うだろう。

米株への長期分散投資

「十分なリターン」として例えば7%以上としよう。複利で年率7%というのは投資額が10年で2倍になるリターンである。

図3は毎月末に1万円を投じてS&P500連動のETFを購入した場合の累積投資額と資産時価総額の推移である（除く手数料ベース）。2000年1月末はITバブルで株価が高値圏にあった時なので、あえてそこを投資のスタート時点において



このように全く機械的な定額積み立て投資でも米国株式指数連動の投資で高い投資リターンが上げられるのに、それを利用して日本の個人投資家は実に少ない。逆に為替相場の変化で長期的には相殺されてしまっただけで、金利格差に誘われて、信託運用会社などに高い手数料を払いながら、日本の一部の投資家は不毛な外債投資を繰り返してきた。ここにこそ日本社会の投資に関する意味の闇が存在するのだ。

7%のリターンを狙う資産運用術

はバブルとその破裂を繰り返すグローバルな投資環境の中で、どのような投資をすれば十分なリターンを実現できるのだろうか。「十分なリターン」として例えば7%以上としよう。複利で年率7%というのは投資額が10年で2倍になるリターンである。

円高による損失を繰り返してきた。記述の通り、内外の金利格差は長期では外為相場の変化（高金利通貨の下落）で帳消しになってしまっ

（最高値は00年3月）。S&P500連動のETFは今では東証で上場されているので一般企業の株式を購入するのと同じように買える。

定額積み立て投資の場合でも、株価が安い時に始めないとリターンが下がると勘違いしている方がいる。定額積み立ては、投資のタイミングを平準化するもので、投資のスタート時点は投資のパフォーマンスにあまり関係がない。むしろ株価が下がって評価損が出ている時に投資を継続することこそ、定額積み立て投資の強みを生かす条件だ。

この投資の内部収益率（IRR）を計算すると年率約7.8%である。しかもこれに当該期間の配当利回り1.9%が加わるので、年率9.7%のリターンとなる。十分過ぎる成功だろう。

ちなみに90年1月から同様の投資をすると、キャピタルゲインは率で約14.9%、内部収益率は6.9%（除く配当利回り）となる。

「日本は低成長で……」と嘆くなら、日本より経済成長率の高い米国への株式の長期分散投資こそが合理的な選択肢なのだ。実際、米国では年金プラン401kなどで定額積み立て型の投資をしている家計や投資家は多く、米国での資産形成の有力な手段になっている。