

賢い資産運用の秘訣

竹 中 正 治

1. 講演後のインタビュー記事¹⁾

経済学部創立50周年記念の公開講座「混迷する日本経済をどう生き抜くか」（5月～6月、大阪梅田キャンパス）で「賢い資産運用の秘訣」というテーマで講演され、好評だったと聞きました。どのような内容をお話されたのでしょうか？¹⁾

参加された方々の年齢層は大半が50歳代から60歳代でした。参加者のみなさんに「高金利の外貨債券に投資する投資信託を買ったことがある方は手を上げてください」と言うと、6割以上の方の手が上がりました。さらに「それで儲かったと思う方は手を降ろしてください」と言うとはとんどの方は手が上がったままです。つまり2007年夏以降の円高で損をされた方が多いわけです。

2007年夏に米国を震源地にした金融危機が勃発し、08年9月にはリーマンショックで危機のクライマックスとなりました。この過程の危機対策で欧米諸国の金利が急激に引き下げられました。そのため、たまたま運悪く円高になったのだと考えているとしたら、とんでもない間違いです。

実は国際的な資金の移動が自由である場合、金利の高い国の債券に投資しても、長期的には金利格差は為替変動による為替損の発生で帳消しになってしまいます。つまり為替損を含めたネットの運用利回りは金利の低い国（日本）の同種同期間の債券（この場合は国債）に投資した場合と同じになってしまいます。これは国際金融論で「金利平価原理」として知られている為替相場に関する基本原理です。

短期や中期の期間では高金利通貨の為替相場が低金利通貨（日本円）に対して上昇する局面は当然あります。ところが、景気循環や時折起こるバブルとその崩壊などを経た長期では金利平価原理が成り立つと考えられます。

私は円高になってから後講釈でこのように語っているではありません。1ドルが120円近辺の円安だった2006年10月に「外貨投資の秘訣」（扶桑社）を出版し、その中で「今の円相場は明らかに円安に行き過ぎであり、いずれ大幅な円高への戻りがやって来る。だから今の円安相場では外貨投資してはいけない。すれば高い確率で損になる」と強調しました。以来一貫して著書や講演で国際金融論の基本原理に基づいて、なぜそうなるのかを説いてきました。

1) 本件記事は講演後「龍谷」2011年 No. 72「専門家に聞く」に掲載されたものです。

「円は超低金利で、しかも日本経済は少子高齢化で長期低成長だから、円安傾向が続く。従って高金利の外貨投資の方が有利だ」と聞いていましたが、そうではないということですか？

それは長期のデータに基づいて検証すれば根拠がないと直ぐにわかる全くのトンデモ論です。真実はこういうことです。趨勢的な高金利通貨はインフレ率も高い。長期にわたってインフレ率が高いということは通貨の購買力が低下するということです。為替相場とは2種類の通貨の交換レートです。従って購買力の低下幅がより大きい通貨の相場は、低インフレで低金利の通貨に対して長期的には下落するわけです。

ただし金利差に誘因されて投資家の資金が低金利通貨から高金利通貨にシフトし、高金利通貨が短期的、あるいは中期的（1年～5年程度）に上昇する局面があります。2005年から07年前半までの円安・外貨高相場はそういう局面の一例だったのです。

具体的な数字で示すと、例えば1990年から2010年までの期間、日米の金利格差は10年物国債利回りで見ると、米国が日本よりも2.84%高かった。ところが同じ期間にドル円相場は年率平均で2.80%ドルが下落していますので、金利差は為替損で帳消しになっています。

また主要諸国の対ドル相場の変化と当該国の米国との実質GDP成長率の格差の長期データをとって、両者の相関関係を計算すると、ほとんど相関関係は見られません。つまり「日本経済は長期低成長→円安」という関係も根拠がないトンデモ論です。

そうすると長期的な為替相場とはどういう要因で決まるのでしょうか？

申し上げた通り、「通貨の価値」とはその通貨でどれだけの商品が買えるか、つまり購買力です。従って長期的には2通貨の購買力の変化で為替相場は決まる。これは「相対的購買力平価原理」と呼ばれています。

しかも資金の移動が自由な先進諸国間では、実質金利は趨勢的には同じ水準に収斂する傾向が見られます。名目金利＝インフレ率＋実質金利ですから、諸国の趨勢的な実質金利が長期的には同じになるという条件の下では、名目金利格差＝インフレ率格差となります。つまり金利平価原理と相対的購買力平価原理は同じ結果になります。

最後のところがちょっと難しいのですが……、それでは海外投資は無駄ということになるのでしょうか？

いいえ、正反対です。日本が長期低成長で、しかも為替相場がやや円高に行き過ぎている今の局面で日本の投資家の海外投資は、投資家自身にとっても、日本のマクロ経済にとっても望ましいものだと思います。問題は、日本の投資家の外貨投資は債券投資に傾斜し過ぎていることです。既に述べたように債券の平均的な内外金利格差は長期的には為替相場の変化によって帳消しになります。

しかし海外株式に長期・分散投資してきた場合は全く異なる結果が出ています。具体的には、

例えば米国の代表的な株価指数 S&P500 に過去30年間投資していれば、株価の上昇は年率10.3%、IT バブルの崩壊と今回の金融危機の2度の暴落があった過去20年間でも年率6.7%でした。更にこれに年率2%以上の配当利回りがつくので、ドルベースの総合利回りは12.3%（過去30年間）、8.7%（過去20年間）となります。同じ時期のドル円相場の年平均下落率は3%前後ですから、米国の株式に長期分散投資していれば、為替損を大きく上回る投資リターンが得られたことになります。

日本の投資家は、名目の金利差に幻惑されて、わざわざ長期的な投資リターンが低くなる海外債券投資に傾斜してきた結果、莫大な期待利益を失ってきたのです。

海外株式というのは企業の銘柄選びが個人投資家には難しいと思いますが。

企業分析専門のアナリストを使って銘柄選定をしても、株式市場全体の投資リターンを超える実績を継続的に上げることは困難であることが、各種の実証研究で示されています。ですから、個人投資家は銘柄選びよりも、市場全体の投資リターンに連動する株価指数インデックス・ファンド中心に投資をした方が効率的だと思います。

さらに好況が続いて株価が高騰している時は売って債券を買う、反対に不況で株価が下落している時は債券を売って株を買い増す。こういうポートフォリオの調整ができれば、長期的に投資リターンを向上させることができるでしょう。企業分析は難しくても、今が不況か、好況か、これは新聞の経済面を読んでいれば個人投資家でも分かることですからね。

しかも、今日では個人投資家の小口資金でも極めて低い手数料で効率的に海外株式に分散投資ができるETF（Exchange Traded Funds）を東京証券取引上が上場しています。証券会社や銀行の窓口で買える投資信託にも海外の株式に分散投資するものが何種類もありますが、手数料が割高のものが多く、お勧めできません。

2. 本 論²⁾

賢い資産運用の秘訣、外貨投資編ⁱⁱ

高金利通貨投資ブームが生み出した円安相場とブームの破裂

円安トレンドが続き、ドル円相場も115円から120円のドル高・円安基調を辿っていた2006年、筆者は著書で円高相場の再来を予測し、なぜ円高の再来が不可避であるかを基礎的な経済・為替相場の理論に基づいて説明したⁱⁱⁱ。実際、07年7月から為替相場は円高に向かい始め、リーマンショック後の08年10月には、円相場は対ドルで90円台前半、対ユーロ、英国ポンド、オーストラ

2) 以下の本論は2011年5月～6月に大阪梅田キャンパスでの50周年記念公開講座として開催された「混迷する日本経済をどう生き抜くか」で「賢い資産運用の秘訣」（講演者：竹中正治）の基になった論考であり、竹中正治 「資産運用の秘訣」第4章（光文社、2008年）のデータ・図表を更新し、修正・加筆したものである。

リアドル、ほぼ主要全通貨に対して急激な円高相場となった。低金利だからと円を売り、高金利の通貨を買う為替の持高の巻き戻しが一斉に起こり、円買い・高金利通貨売りが雪崩現象となったのだ。

2006年当時に円高への大きな揺れ戻しが必然であることの説明に用いた筆者の考え方は、経済・為替相場の理論としては極めて常識的なものであり、奇をてらうような要素は何もなかった。ところがブームの時とはいつもそうだが、常識が退けられ、ブームを正当化する非常識が横行する。「少子高齢化の日本経済は低成長だから長期的に円安は不可避」「高金利通貨に投資すれば高利回り」、世間に広く流布しているこの2つのイメージが全く根拠のないものであることを改めて説明しよう。

まずここ数年の為替相場市場の出来事を振り返ってみよう。2004年1月から3月まで、1ドル100円台の円高になった為替相場に対して日本政府は総額15兆円近い史上最大の円売り・ドル買いの市場介入を行って円高をくい止めた。当時日本の景気は2002年に底を打ってゆっくりと回復に向かっていたが、デフレ（物価の下落）が止まず、円高を放置すれば安い輸入品の増加と輸出企業の採算悪化でデフレが一層ひどくなる懸念があったからだ。

政府による市場介入は04年3月を最後に終了した。その後、ドル円相場は04年末から05年初にかけての100円台前半をドルの底値圏に反発し、ドル高に動き始めた。07年6月にはとうとう124円前後までドル高になった。この時期のドル高・円安の動きを生み出した需給の変化は2つの要因で起こったと考えられている。

ひとつは日本銀行の「量的金融緩和政策」である。マネー・マーケットでは円のゼロ金利状態が続いた。このため、円を売って高金利の外貨を買えば、金利差益が得られた（当時ドル円の場合、年率約5%の利鞘）。加えて円安になれば為替益も得られることから、外国為替の先物で円売り・ドルを含む高金利通貨買いの投機的な取引をするプレーヤーが増えた。もちろん、円高になれば為替損になるが、金利差益の分は確実に得られるので、為替損はその分だけ相殺される。こうした取引が「円（売り）キャリア・トレード」と呼ばれた。

もうひとつの円安の要因は、外貨投資信託のブームだ。04年頃から高金利の外国債券に投資して高利回りを謳う外貨投資信託に投資する個人投資家が急増した。この2つはいずれも円売り・高金利通貨買いとなり、為替市場の需給を円安に動かす点では同じである。

ただし違いもある。円売りキャリア・トレードのプレーヤーは比較的短期の利鞘稼ぎを目的にした海外のヘッジファンドや日本の「FXトレード」を利用する個人などだった。一方、外貨投資信託を購入した日本の個人投資家は総じて中長期志向であり、しかも配当を毎月配分する「毎月配分型」に惹かれた人達が多かった。年金不安が語られる昨今、毎月配分型の商品設計が「年金＋アルファ」の所得源になるイメージを生み、それに惹かれた中高年層の投資家がかった。

円安相場を生み出した要因として、円売りキャリア・トレードが世間の注目を集めたが、短期売買の投機は売ったら遅かれ早かれ買うのが宿命だ。従ってちょっと長い期間で見ると、売り買い双方同じ額の取引が生じる。従って短期的な円相場へのインパクトは大きいですが、長期的な需給

には影響が出ないはずである。

その反対に、日本の個人投資家による外貨投資信託の純資産残高は、04年1月の8.5兆円から07年10月の38.0兆円まで4年弱の間に30兆円近くも純増した。途中で解約した個人ももちろんいるのだが、全体としては一方的に円を売り、高金利通貨を買い続けたことになる。従って、長期的な為替市場の需給へのインパクト（この場合は円安）としては、短期売買のキャリー・トレードより外貨投信の増加の方がずっと大きいと言える。

2006年には予見された円高相場の再来

2006年当時、こうした円安と外貨投信の急増を見て、これまで幾度も繰り返されてきた高金利投資ブーム（円安）と同様に、その破裂（円高の再来）がやってくることを筆者は直感していた。実は高金利通貨投資のブーム（円安）とその破裂による円高は1973年の変動相場制への移行以来、幾度も繰り返されてきたパターンなのだ。

後ほど説明するが、通貨の長期的な割高・割安は市場の相場（名目相場）をいくら見ていると判らない。日本と海外（米ドルの場合は米国）のインフレ率を勘案した「実質相場」や「購買力平価」に照らしてはじめて判るのだ。2006年当時、既に筆者の「実質相場グラフ」と「購買力平価グラフ」は1ドル120円近辺の市場の相場が大幅な円割安に傾いていることを示していた。

筆者は2006年の著作で、大局的な通貨の割安・割高を見抜く基本的な考え方を説明し、円高相場の再来を警告して以下のように書いた。

「現在（2006年8月現在）の115円以上のドル円相場の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。……（中略）……2000年頃から続いている現在の高金利投資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。2004年の100円台でドル投資をスタートできなかった人は、再びドル安値圏の到来を待って投資するのが基本である。」（竹中 2006. p. 185）

「10年後に1ドル70円台になっても、それはインフレ率格差から見てそれは自然な結果である。現在の115円のドル割高レンジで投資すれば、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。降雨確率80%で傘を持たずに外出するのと同じだ。」（竹中 2006. p. 190）

繰り返しになるが、これ以上書けないほど具体的に私が円高相場の再来を予想したのは、2006年にドル円相場が1ドル115円から120円のレンジにあった時なのだ。07年夏以降の急速な円高相場を見てからは、ようやく「外貨崩壊」とか「円安バブルの崩壊で1ドル＝70円に」などと言う論者が出てきた。競馬で馬が走り終わってから論じる「後講釈」のようなものであり、実践的な先見性とは無縁である。

外為相場の長期法則，高金利通貨は長期的には下落する

外国為替相場の大局的な割安・割高を見抜き、ブーム時の割高圏での投資を避け、割安圏での外貨投資を増やすことで、外貨投資のリターンを向上することが可能だ。まず外国為替相場の長期的・趨勢的な原理を確認することから始めよう。

原理1：高金利通貨は低金利通貨に比べて高インフレの通貨である。

原理2：通貨の価値とはその通貨1単位で購入できる商品の量，すなわち「購買力」である。

原理3：インフレ（全般的な物価上昇）とは通貨の購買力が減少することである。

結論：高金利通貨は高インフレの通貨であり，低インフレの通貨に比較して長期的には購買力が減少する。その結果，二つの通貨の交換価値としての高金利通貨の為替相場も長期的には下落する。

捕捉：ただし多くの投資家が名目金利の高さに惹かれて高金利通貨に投資する局面では，高金利通貨が買われて，短期的・中期的に高金利通貨の為替相場が上昇することが起こる。その結果，高金利通貨の為替相場は，その通貨の購買力の水準に比較して大きく割高な水準に押し上げられる。しかしブームが無限に続くことはないので，必ず相場の調整（下落）局面が到来する。ブームの作った山が高いほど，ブーム終焉の局面は雪崩のような急激な相場の下落となる。

結論として，インフレ，金利，為替相場の長期的な関係は次のようにまとめて頭に入れておこう。

高インフレ（＝高金利）→ 通貨の購買力の低下（＝通貨の価値の低下）

→ 通貨の為替相場の下落

低インフレ（＝低金利）→ 通貨の購買力の上昇（＝通貨の価値の低下）

→ 通貨の為替相場の上昇

要するに，高金利通貨に投資しても高金利の分は長期的には為替損で帳消しとなり，低金利の円に投資した場合と同じ結果になってしまうという原理が外為市場では働いている。では外貨投資など無駄なのかというと，決してそうではない。その事情と方法を理解するために，少しステップを踏んでご説明しよう。

購買力平価で外為相場を見る

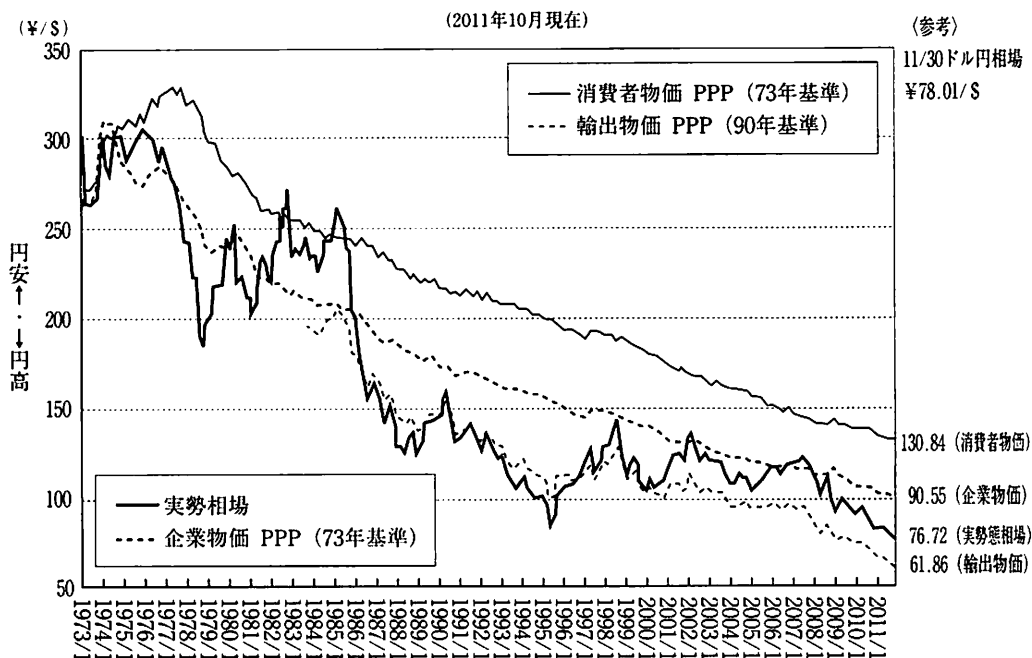
以上の事情を購買力による円相場の実力水準（これを「相対的購買力平価」と呼ぶ）と実際の為替相場を並べた図表1で確認してみよう。相対的購買力平価とその図表は，ドル円，ドルユーロ，ユーロ円の銘柄について筆者は(財)国際通貨研究所に勤務していた時代に同研究所のホームページで公開し，以後更新されている^{iv}。また購買力平価には絶対的購買力平価と相対的購買力平価があるが，本稿の対象は後者である。

購買力平価は英語では Purchasing Power Parity と呼ばれるので，以下 PPP と表記する。PPP の種類はひとつではない。図表1には消費者物価基準，企業物価基準，輸出物価基準によ

る3種類の異なった購買力平価を示してある。

繰り返しになるが、物価全般が上がるということはその通貨の価値（購買力）が下がるということである。つまりここでは通貨相場下落を意味する。長期にわたり米国の物価上昇率は日本の物価上昇率よりも高いので、ドルの購買力は円に比較して低下し、ドル相場は円に対して長期的には下落して来た。

図表1 ドル円購買力平価と実勢相場



繰り返されてきた高金利通貨への投資ブームとその破裂

図表1を見てまず気がつく点は、図表の下方、つまり円高・ドル安水準を走っている黒く細い破線で示した輸出物価による PPP が概ねドル安の下限（円高の上限）となっていることだ。87年～88年、94年～95年、2000年～01年には、市場相場はこのドル安の下限を超えて下落した。しかし結局のところ、そうした変動は相場のオーバー・シュート（行き過ぎ）となり、その後は反対方向へ相場が振れている。

また、1980年代前半がドル高として特異な時期であることに気がつくであろう。1979年のカーター大統領のドル防衛策の発表を契機に、ドル相場はドル安方向への行き過ぎから反対方向に戻り始めた。その後ドル相場は上下動を繰り返しながらも、80年代前半には消費者物価の PPP が示すドル高の上限まで上昇した。この時期、米国の経常収支赤字、財政赤字が拡大を続ける一方で、ドル相場も上昇を続けた。「経常収支赤字の拡大する国の通貨は下落する」と考えていた1970年代までの常識とは正反対のことが起こり、多くの市場参加者やエコノミストが初め困惑した。

実は大幅なドル高になった1980年代前半は、第1次の高金利通貨（米ドル）投資ブームの時期だったのだ。当時米国は1970年代のインフレを収束させるために厳しい金融引き締め政策を行い、その結果、米ドル金利は二桁台に跳ね上がった。日本や西欧諸国の機関投資家（生保、損保など）は超高金利通貨となった米国債に投資すれば、金利格差は為替損を上回ると考えて莫大なドル債投資を行った。彼らのドル買いが、対円、対欧州通貨（当時の西ドイツマルクや仏フランなど）に対するドル相場の高騰を引き起こした。

結局、80年代前半に消費者物価の PPP が示す上限まで上がったドル相場は、85年のプラザ合意と呼ばれる米国、日本、欧州など主要国の協調的なドル安誘導を契機に急落の展開となった。

こうした80年代前半のドル高・円安は、2000年代にデフレに悩む日本が金融の超緩和政策で円金利をゼロに下げ、その結果、円売り・高金利通貨買いの動きが円安を引き越したのとちょうど反対の出来事である点に気がついて頂きたい。

80年代前半以降、高金利通貨への投資ブームは繰り返し起こってきた。1980年代末から90年代初頭にかけて（第2次ブーム）、95年から98年（第3次ブーム）、2004年から07年の高金利通貨投資ブームは第4次のブームと呼べるだろう。ブームの後には必ず急激な円高への戻りが生じている。

高金利通貨の金利差は長期的には為替の下落で相殺される

高金利通貨に長期的に投資しても、高金利通貨は高インフレ通貨なので、長期的には高金利通貨の為替相場は購買力の減少に見合って下落する。その結果、外貨ベースの金利は高金利でも長期的には高金利通貨の為替相場の下落で、金利差分が相殺されてしまう。

実際にドル円の場合、1980年～2007年の日米金利差（10年物国債の利回り格差）は3.3%である（米国債7.5%、日本国債4.2%）。日米のこの期間のインフレ率の平均格差もほぼ3%だったので、金利格差はインフレ率を反映したものだ。一方、この期間のドルの円に対する相場の下落は年平均で3.0%だった。高金利の米国債に投資しても、金利格差3.3%のほとんどは為替損で帳消しになってしまう。

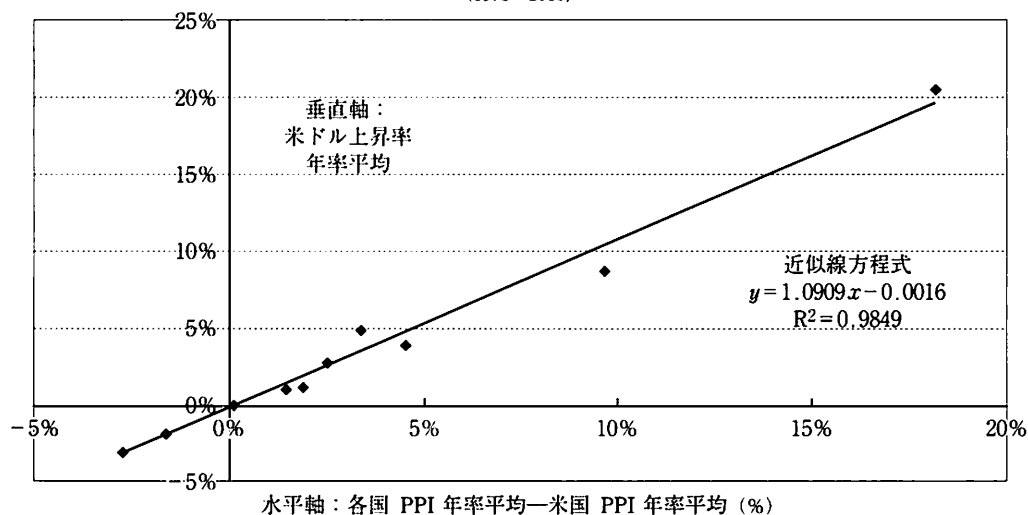
このように2国間のインフレ率格差で為替相場の長期的な変化は決まるという購買力平価の原理はドル円だけでなく、一般的に成り立つことを示すことを図表2に示した。1973—2010年の期間について、各国と米国のインフレ率格差を横軸にとり、縦軸に各国通貨に対するドル相場の年率変化率を取り、散布図にしてある。各国の分布の近似線が右肩上がりの直線となり、相関係数は0.99と極めて高い（決定係数 R^2 は0.98）。

日本経済は長期低成長だから円安は不可避というトンデモ論

もうひとつ、円相場に関する「トンデモ論」に話を移そう。

日本経済は少子高齢化で長期にわたって低成長が続くから、円安になるというイメージを抱いている人は多い。そうしたことを語る評論家も沢山いた。では経済成長率と為替相場の間にそう

図表2 対米国インフレ率格差 (PPI ベース) と対ドル為替相場の変化率
(1973—2010)



データ：International Financial Statistics (IMF)

	各国インフレ率—米国インフレ率 (CPI ベース)	各国インフレ率—米国インフレ率 (PPI ベース)	各国通貨に対するドル相場の 変化率 (年率)
Australia	1.38%	1.45%	1.19%
Canada	0.01%	0.13%	0.08%
France	0.27%		0.17%
Germany	-1.75%	-1.59%	-1.7%
Hungary	6.28%	4.49%	3.99%
Iceland	14.21%		14.19%
India	3.54%	3.34%	4.92%
Indonesia	7.38%	9.65%	8.70%
Japan	-1.94%	-2.75%	-3.01%
Korea	3.04%	2.51%	2.92%
Mexico	21.33%	18.16%	20.55%
Poland	21.15%		27.90%
Switzerland	-1.98%	-2.68%	-2.95%
United Kingdom		1.87%	1.26%

データ：IFS (IMF)

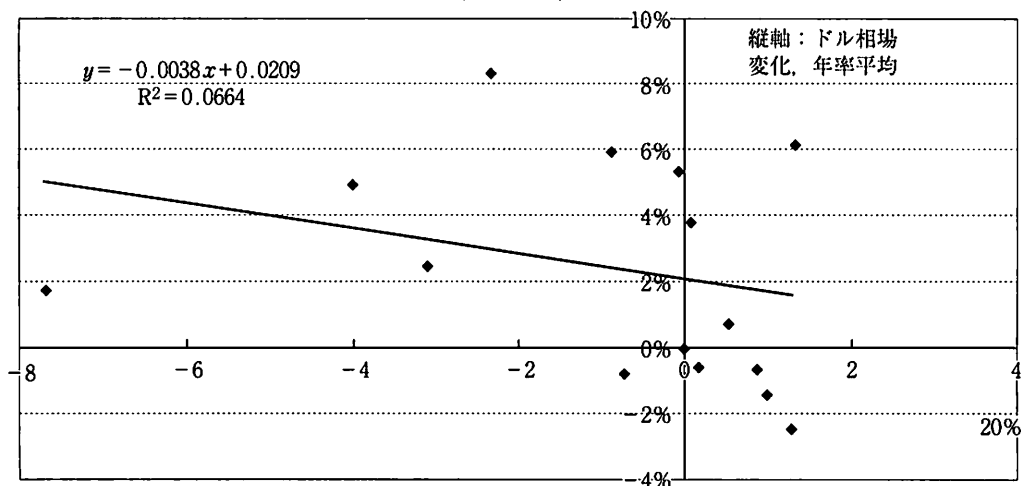
した関係があるか、実際に統計データに基づいて見てみることにしよう。

図表3は1990—2010年の期間を対象に各国と米国の実質 GDP 成長率格差と、米ドルと各国通貨の為替相場の年率変化率の関係を示したものだ。成長率と為替相場の間に俗説のような関係があるならば、米国の成長率が高ければドル高で、逆は逆となるはずだ。ところがそのような相関関係は全く見られない。インフレ率と為替相場の変化率に長期で高い相関関係が見られた購買力平価の前掲図表2とは全く対照的である。

補足すると、短期・中期のタイムスパンでは2国間の実質経済成長率格差の変化、あるいは実質金利格差と為替相場の変化に相関関係が観測される場合がある。しかし長期ではそうした相関

図表3 実質成長率格差とドル相場の変化率

(1990—2010)



データ：IMF IFS, World Economic Date Base

	実質 GDP 平均成長率 (1990-2010)	GDP 成長率格差 (米国—各国)	ドル為替相場変化率 (年率)
Australia	3.20%	-0.74%	-0.8%
Canada	2.31%	0.15%	-0.6%
China	10.15%	-7.69%	1.8%
France	1.59%	0.87%	-0.7%
Germany	1.63%	0.83%	0.7%
Hungary	1.15%	1.32%	6.1%
Iceland	2.39%	0.07%	3.8%
India	6.47%	-4.01%	4.9%
Indonesia	4.81%	-2.34%	8.3%
Japan	1.19%	1.28%	-2.5%
Korea	5.58%	-3.11%	2.5%
Mexico	2.75%	-0.29%	7.8%
Poland	3.34%	-0.88%	6.0%
South Africa	2.53%	-0.07%	5.3%
Switzerland	1.49%	0.98%	-1.4%
United Kingdom	1.94%	0.53%	0.7%
United States	2.46%	0.00%	0.0%

関係は観測できない。

さて、これで「日本経済低成長＝円安」というイメージの呪縛を捨てることができただろう。「日本経済の低成長が長期的に円安傾向をもたらす」などと主張するならば、せめてデータに基づいた最低限の検証ぐらいはした上で主張して頂きたいのだが、事実に基づかないイメージだけのトンデモ論が横行しているのが、日本の投資ビジネスの実態なのだ。

それでも外貨投資には意味がある。外貨投資の対象に何を選ぶべきか

「高金利通貨に投資すれば高利回り」、「日本経済は低成長だから円安は不可避」、世間に広く出回っているこの2つのイメージは根拠のないことがお判り頂けたであろう。根拠がないのになぜ流布するのか。それはそうしたイメージで個人投資家を外貨投資に駆り立て、利益を得る業者やそのお先棒を担いでいる方々が沢山いるからだ。

では外貨投資は無駄なのかという点を決してそうではない。その理由は3つある。第1に既に述べた通り、名目の利回りの高さに惹かれて高金利通貨に投資するブームは過去繰り返されてきた。ブームで割高になった為替相場は、ブームの終焉とともに急落し、割安局面が到来する。1ドル＝70円台となった現在の円高は、これまでの円売り・高金利外貨投資ブーム崩壊の結果である。

こうしたブームとその破裂は今後も繰り返されるだろう。長期投資に徹し、こうした割安の局面で投資を増やし、割高局面では投資残高を減らす、あるいはFXトレードでヘッジ取引（高金利通貨を売る）を行えば、投資リターンを向上させるチャンスがある。

第2にグローバルな投資が個人にも可能になった今日、国内の金融資産投資に限定する理由はどこにもない。個人投資家でも証券会社の店頭やインターネット・トレードを利用して、国際的にリスク分散した投資資産を保有することは容易になった。為替相場の変化を勘案しても、日本より実質投資リターンの高い国の資産はある。そうした国の金融資産を保有することは理にかなっている。

第3の点として、では海外の何に投資するか。高金利通貨の投資資産にも外貨預金、債券、株式、不動産と様々あり、当然、期待できる投資リターンが異なる。価格変動リスクはあっても長期的に投資リターンの高い外貨資産に投資すれば、為替損を大きく上回る投資リターンを得ることは可能である。

本章でこの後述べるのは、この第3の点である。一例として米ドルについて、① 外貨預金、② FXトレード、③ 米国債（期間10年の固定利回り）、④ 米国株式（株価指数 S&P500）に投資した場合の投資リターンを比較してみよう。

一番低い外貨定期預金の投資リターン

リターンの最も低いものはドル建て定期預金である。ドル建て定期預金は円預金からの代金振り替えで日本の銀行でも簡単に設定することができ、期間も通常1ヶ月から1年程度まで自由に設定できる。しかし外貨定期預金の金利は短期のマナー・マーケットの金利水準から銀行の利鞘の分かなり低く設定されている。例えば「価格.com」のサイトで各行の金利を見ることができる^{vi}。また円からドルに換える時、ならびにドルから円に換える時、1ドル当たり通常1円の為替手数料がかかる。

FXトレード

外貨定期預金に比べるとFXトレードによって外貨の買持ち残高を保有することの方が、為

替、金利の双方の取引コストの面で有利である。為替の売買の値幅は、ドル円ならば概ね1ドル当たり2銭～3銭ほどであろう。これは金融機関どうしの外為売買市場である銀行間市場の売買幅にほぼ近い。個人の小口の外貨売買取引に対しても、これほど銀行間市場に近い売買条件を提示している点で、日本のFXトレードの提供している条件は世界一であろう。

また金利条件についても、大方のFXトレードはマネー・マーケットの金利にほぼ等しい水準を提供している。例えば円売り外貨買いならば、1単位の外貨当たり何銭というベースで計算される「スワップ・ポイント」の形で、利用者の証拠金に入金される。

例えばドル買い・円売りならば、現在では日米とも短期の政策誘導金利がゼロ%に近い水準にあるが、仮に金利差が2%（円0.5%、ドル2.5%）だとすると、1ドルで1日当たり0.3銭ほどのスワップ・ポイントが得られる。ドルの買い持ち残高が10万ドルならば、1日300円、1年で109,500円になる。こうしたFXトレードで得られる金利差の収益は円で外貨定期預金を作成した場合と原理的には同じである。

1日物の金利と1年物の金利が同じならば、スワップ・ポイントは以下の計算法で計算できる。

スワップ・ポイントの計算方法

期間1年の先物為替相場＝直物相場 $\times$ （1＋1年物円金利）／（1＋1年物外貨金利）

ドル円直物相場：77円

ドル金利：2.0%

円金利：0.5%

期間1年の先物相場＝75.87円

期間1年の先物相場と直物相場の差：1.13円＝77－75.87

1日当たりのスワップ・ポイント：0.3銭＝1.13円／365（この計算法は単純化した簡便法である。正確には日米のマネー・マーケットにおけるオーバーナイト金利に基づいて1日分のスワップ・ポイントは計算される。）

ただし、外貨預金と異なり、FXトレードは毎営業日、市場の時価で評価され、評価損益は、利用者が積んだ証拠金に加減される。10万ドルのドル買い持ち残高を作り、1円ドル相場が下落すれば10万円（＝10万ドル $\times$ 1円）の損が生じ、利用者の証拠金は10万円減少する。10円下落すれば100万円失う。スワップ・ポイントから得られる最大でも数%程度の金利差に比べると、一般に短期的な為替相場の変動の幅は遥かに大きい。

また、FXトレードで得られる外貨の金利水準は期間1日物の短期金利である。次の外貨債券投資で述べるような「外貨金利が上昇し、金利は高値圏にあるように思えるので、10年固定の長期金利に投資しておこう」というようなことはできない。

海外債券投資なら相手国が好景気の時に買い

長期投資ならば長期の米国債を買った方がドル定期預金よりも利回りは高い。これも証券会社

の窓口、あるいは証券会社によってはインターネットで買えるが、手数料はまちまちなので比較することが必要だ。通常、手数料は購入時の価格に織り込まれて利回りが提示されているので、その場合は同じ期間の米国債の提示された利回りを比べればよいだろう。

1990—2010年の期間で見ると、米国債10年物の平均利回りは5.45%、日本国債10年物は2.61%、利回り格差は2.84%である。ところが、同期間のドルの円に対する相場の下落率は年平均2.80%なので、利回り格差はドル相場下落で帳消しになっている。既述の通り、長期では見事に金利平価原理が働いているのだ。

それでも投資するタイミング次第で債券投資もばかにならない投資リターンが期待できる。まず上下動する金利のタイミングの選び方である。相手の国が好景気で景気が過熱気味である時には、金融政策は引き締め気味となり、結果として長期の債券利回りは高くなる。固定金利の債券価格は、金利が上がれば価格は下がる。金利が下がれば価格は上がる。この基本的な関係を頭に入れておこう。

長期間複利で運用するならば、期間中の利息を全部購入時の価格に織り込んだ（＝価格を割り引いた）ゼロクーポン債（別名ストリップス債）が便利である。期間10年物のゼロクーポン債の価格と利回りの関係は以下の通りとなる。

利回りと債券価格の関係

償還額面金額：100

利　　回　　り：a %

償還までの期間：10年

購入価格＝ $100 / (1 + a \%)^{10}$

仮に購入時の利回りが5%だと購入価格は61.39となり、6,139ドルの投資額で10年後に10,000ドルが償還されることになる。ちなみに利回り5%で購入した後、直ぐに4%に市場の利回りが低下すると、債券価格は約10%も上昇し、67.55となる。これは期間10年だから1%の利回りの変化でも大きな価格変化になるのである。もし1年物債券ならば1%の利回り下落は1ポイントの価格の上昇しかもたらさない（逆は逆）。

投資の要点は相手の国の景気が良く、金融が引き締め気味の時に長い期間の固定金利債券に投資することだ。2000年代の米国で言うと、2006年4—6月、並びに07年6—7月前半に10年物米国債の利回りは5%代前半に上昇し、これが金利のピークだった。07年7月下旬からはサブプライム危機の表面化で景気後退の予想と金融緩和が進み、利回りは2012年1月現在2%弱に低下している。もちろん、現在の低利回りは長期債券への投資を増やす水準ではない。代表的な国債銘柄の利回りは、例えば米国債についてはヤフー・ファイナンスのサイトで過去の推移も含めて簡単に見ることができる^{vii}。

為替相場については外貨相場が割安（円高）の時に投資すべきことは述べた通りだが、あいにく金利の高い時と為替相場が安い時（円高の時）とはなかなか一致しない。実際、07年6月に10

年物米国債利回りは5%を越えて直近の高値だったが、ドル相場はその後急落したので、この時に買っていれば、金利では儲かってでも為替で損していたはずだ。

このように債券利回りとしては高く投資に良さそうなタイミングだが、為替相場は外貨が割高圏にあって反落の可能性が高い場合はどうしたら良いだろうか。筆者は2006年に10年物米国債が利回り5%だった時に購入した後、FXトレードでほぼ同額のドル売りヘッジを行うことで、大きな為替損を回避した。ドル円が90円近辺から80円まで下落する過程で段階的にヘッジ残高は減らし、現在ではヘッジ率ゼロにしてある。

長期的には一番高い株式の投資リターン

国債（信用リスクがなく確定利回り）と株式（投資リターンに大きな変動がある）の平均リターンを比較した場合、長期的には株式の投資リターンが上回ることが、リスク・リターン原理の基本である。実際、米国の代表的な株式指数 S&P500 の1990—2010年の価格上昇率は年率6.9%であり、平均配当利回りが約3%だとすると、総合リターンは年率約10%にもなる。ドル相場の年間平均下落率3%を引いても、ネットリターンは7%に及ぶ。もし年率7%の複利で20年間運用すると1000万円の投資額は3870万円にもなる。投資としては十分な成功だろう。

ところが現実には日本の機関投資家も個人投資家も海外投資が自由化された1970年代末以降、投資金額の大半を株式ではなく、確定利回りの米国債やその他の国の国債に投じてきたのだ。2000年代のヒット商品である「グローバル・ソブリン」などと呼ばれる外貨投資信託も、米国債、ユーロ債など海外政府の国債に投じている。

長期投資に徹する場合、株式投資のタイミングは「不況、景気後退の時にこそ買え」である。これは長期固定金利の債券投資のタイミングとは反対だ。金融危機など起こしてくれたら、株式投資の千載一遇の投資のチャンスである。2008—09年は正にそういう局面だった。

もちろん個別銘柄を買うと金融危機の時には企業自体が破綻して元も子もなくなってしまうかもしれない。それならば銘柄選定などせずに株式市場全体を代表する指標（米国なら S&P500 など）に連動したインデックス投資信託、あるいは ETF（Exchange Traded Fund：上場投信）を買えばよいだろう。個別企業が破綻することはあっても株式市場全体が破綻することはない。

他国の金融危機は千載一遇の投資チャンス

リーマンショックに揺れた2008年以降の米国などは、私には千載一遇の投資機会に思えた。無論、どこが底値かなど正確な予想は個別株価についても株価指数についても不可能だ。もう底値だろうと思って買ったなら、さらに下がったということは相場の世界では当然の出来事である。

しかし長期投資なのだから、びくびくせずに買い下がれば良いだろう。世間が悲観論一色になり、「底値が見えない」と嘆いている時に自分に投資可能な資金があるかどうか、実際にそれを投資できるかどうか、長期投資の成功と失敗の分かれ道だ。

もちろん、買い下がれば平均取得価格は下がるが、当初買った分は相対的に高い水準で買ったのだから評価損になる。市場の高値圏で買った場合には、相場が下がり始め、評価損が膨らみ始めた場合は致命的な失敗になる可能性が高い。IT バブルの時のドットコム企業銘柄のことを思い出してみよう。個別企業の株価は高値圏から10分1、100分の1、企業破綻してゼロにすらなった。しかし、不況や金融危機の時に投資するならば、その水準から更に下がったとしても市場全体のインデックスの下落率としてはたかが知れている。

買った株が下がった場合、「損切り」で売ることを勧める投資アドバイザーもいる。短期売買のプロのディーラーにとっては「損切り」は、買いの場合でも売りの場合でも、損失を限定するための必要条件である。しかし素人投資家にとって一番難しいのが損切りである。買った株が更に下がるか、あるいは値を回復するか、十分に確からしい判断する方法などありはしない。

筆者は損切りなど勧めない。そのために不況時、金融危機の時にこそ買うのだ。十分に値が下がった時に、整斉とナンピンし、長期で保有する。自分の納得のいくリターンに達したら、整斉と売り上がるだけだ。

「しかし、80年以降の米国株式の投資リターンが高かったからと言って今後20年、30年後も同じだとは言えない」と考える読者もいるだろう。それはその通りだ。サブプライム危機を契機に米国の金融・資本市場やドル相場の凋落を語る論調や書籍が世間には溢れている。しかしどの国でも「危機」の時とはいつでもそうなのだ。

思い出してみよう。2001年から03年の春にかけて日本では銀行の不良債権問題が深刻化して、下落を続けた日本株価は03年の年初になっても底を打った感じがなかった。世間では「3月危機」を予言する「専門家」のコメントが横行していた。しかし、破綻が危惧されたりその銀行の国有化による救済が決まったとたん、米国を含む海外投資家は「危機は終わった」と判断して、既に十分割安感のあった日本株買いに殺到し、03年と04年の2年間で莫大に日本株を買い越したのだ。海外投資家のこの時の買いは大成功した。

米国株、どこで買えるの？

米国株は当然、米国の証券取引所で売買されている。日本でも大手証券会社（別に外資系証券会社でなくてもかまわない）に口座を開き、購入することができる。日本株の取引口座とは別に、外国証券取引口座を開設する必要がある。インターネット証券でもいくつかの証券会社が米国株を扱っている。説明は省略するが、譲渡益や配当に関する税金については、購入を始める前に一度証券会社の窓口で説明を受けておいた方がよいだろう。

インデックスを利用した分散投資

米国株以外の海外株に分散投資するのも当然の選択肢である。実際に「国際分散投資」は今や個人投資家向けの証券セールスで「常套句」と化した感じがある。比較的小口の資金で海外株式を対象にリスク分散された資産に投資するなら、投資信託か、ETFが選択肢となる。ただし、

投資信託の手数料（購入時手数料と通年の信託報酬）は総じて高いばかりで、手数料に見合った投資リターンは生み出されていないのが現実だ。

一方、東京証券取引所は近年 ETF（Exchange Traded Fund：上場投資信託）の上場銘柄数を急拡大した。ETF の信託報酬は投資信託に比べて安く、しかも購入時手数料はオンライン証券などを利用すれば、数百円から2000円程度と僅少で済む。株式の分散投資なら ETF を利用するのが最も効率的だ。上場されている ETF の銘柄は東証のホームページで紹介されているⁱⁱⁱ。

決して証券会社の営業マンに「何か良さそうな投資商品はありませんか」などと声をかけてはいけない。手数料の高く、そのコストに見合わない商品しか彼らは勧めない。なぜならば彼らはあなたのために働いているのではなく、自社の収益のために働いているからだ。

参考文献・記事・サイト

- i 「専門家に聞く」「龍谷」2011年 No. 72
- ii 竹中正治 「資産運用の秘訣」光文社、2008年
- iii 竹中正治「外貨投資の秘訣」扶桑社、2006年
- iv (財)国際通貨研究所 http://www.iima.or.jp/research_gaibu.html
- v 竹中正治「超円高と日本経済」日本経済新聞、経済教室、2011年9月8日
- vi 価格 . com <http://kakaku.com/gaikadepo/itemdetail.asp?e=1&d=4>
- vii Yahoo! Finance <http://finance.yahoo.com/q?s=%5ETNX>
- viii 東京証券取引所 ETF スクエア <http://www.tse.or.jp/rules/etf/list/index.html>