

貯蓄から投資までの距離

～逆説的投資教育のススメ～

第一生命経済研究所 取締役
経済調査部長 有働 洋

「株式投資で手っ取り早く儲けられないか。」「高利回りで元本割れのない投資先はないものか。」これが証券投資を始めようという老若男女の本音ではないだろうか。残念ながら投資商品の売り手側はこれに対する答えを持っていない。確実に成功するという投資話が眉唾であると同時に、一時的な元本割れが決して投資の失敗を意味するものでもないからだ。投資と貯蓄との最大の違いはこの不確実性だ。いつどれだけ儲かるか（場合によっては損するか）が誰にも決められない、分からないことだ。その代わりに投資家予備軍は「長期投資による株式のリスク軽減」や「分散投資の効果」をまず教えられる。ただこれらの意味を正しく伝えるためには、かねて時間やタイミングの要素が十分説明されるべきだと感じてきた。

最近は何ヶ月間運用しても長期投資と考える人がいると聞くと、過去にはどれくらいの期間で投資成果が得られたのだろうか。遡ること16年余り、1989年の大納会で日経平均株価は終値が3万8,900円を超え史上最高値を記録した。新年を目前に日経平均5万円時代到来もささやかれた。しかし、予想に反して株価は以後下落に転じ、リバウンドをはさみながらも長期間低落を続ける。いわゆるバブル崩壊である。日経平均は2003年4月になってついに7,600円間際まで下落する。この時点で株価指数の値はなんと50年移動平均をも下回っている。日経平均という銘柄を50年間コンスタントに買い続けたとしても含み損が生じる低い株価水準だった。幸いその後の株式相場は戻り歩調にあるがそれでも昨年末のTOPIXの値1,650ポイントは89年末の57.2%水準に過ぎない。50年いや16年にしても耐え難い長さだ。長期間の投資が収益をもたらすとの漠然とした印象とは異なる。

ところで株式投資について「トム・ソーヤーの冒険」の著者マーク・トウェインは「十月。これは株に手を出すには特に危険な月だ。そのほか危険な月は、七月と一月と九月と四月と十一月と五月と三月と六月と二月と八月、それになんといっても十二月だ。」という警句を残している。彼の生まれた米国の現在の投資教育はこれとはいささか違う。「1900年に株式に100ドルを投資したとすると今ではその価値が100ドルに膨れ上がっている。」というような長期投資の例え話がよく使われている。これと対になって「債券は毎年決まって利息を受け取ることができるがインフレで目減りするので実質的な収益は名目の利回りよりもずっと小さくなる。」という解説も出てくる。多少のリスクをとっても株式の長期投資が債券より有利だというわけだ。大恐慌のショックが終息した1930年代以後、米国では株価がほぼ長期趨勢的に上昇してきたことがこの背景にあると考える。これに引き換え、わが国では1990年代以降のデフレ環境下で金利が底知れず低下するなか、国債は株式に比べて本当に安心できる投資対象であった。

では先に紹介したような米国流の投資指南はわが国では役に立たないのだろうか。それは後で述べるとして、もうひとつの「分散投資の効果」はどうか。これも形勢は必ずしもよろしくない。多くの年金ファンドでは1980年代のバブル期の終わりごろ、すでに債券や外国証券など国内外の四資

産に意図して分散投資がなされていた。それでも想定外の金利低下と株価大幅下落のため運用結果は計画を下回り、後に目標収益率を引き下げざるを得なくなった。深刻なケースでは年金運用をギブアップするところも出た。この結果は運用の巧拙で舵取りが決まるという域を超えていると思う。想定外のデフレーションが年金運用において分散投資の常識をも揺さぶったのだ。

90年代日本人の投資をさらに難しくしたものに円高があったことにも触れねばならない。「投資」はリスクテイクが報われる経済的に理にかなった運用であるのに対し、「投機」は価格変動に結果を委ねるものでリスクが報われる保証が無い、との説明がある。これに従うと為替は後者の領域にある。例えばヘッジをしない外債投資には為替変動のリスクがある。外国債券自体は満期を迎えれば元本と利息の合計を受け取ることができる。満期償還のほぼ確実な国の国債を選別することもできよう。しかし為替はいわゆる資産ではない。為替は二国間の通貨交換比率であるため、それ自体には利息が付くこともない。いくら長く保有しても株式のように利益成長が価格に反映されるものでもない。1990年初頭には1ドル=159円で今から見れば大幅な円安水準にあった。これが運悪く95年には一時1ドル=79円台の超円高に振れた。外国債券、外国株式の年金ベンチマークを使って収益を計算してみたところ、1989年末に外債、外株に投資した場合、90年代の半ばまでの数年間は円高が値上がりやインカム収益を打ち消して、はかばかしいプラスのリターンが得られなかったという結果が出る。

このように過去日本人の証券投資はデフレーションに翻弄され、時に円高の過酷な環境に苛まれた。投資が長期間実を結ばないという極端な事態に遭遇して、国内では年金運用を始めとしてスタンスを慎重にする軌道修正が諸所で見られた。ところが何とこの「失われた10数年」の後に一転して投資ブームがやってきた。ネット・トレーダーという形であれ多くの投資家の参加で株式相場は活況を呈し、一方で毎月分配型投信の残高が急速に積み上がった。変化を呼び起こしたのはデフレの終息を見越した株価の底打ちや、高金利国の通貨高に恵まれた相場環境だ。波に乗ることが出来た投資家達はグッドタイミングと引き換えに実は長期投資、分散投資のきっかけを手に入れていたともいえる。今後デフレ脱却後の日本経済を信じるのならば、株式の長期投資、証券への分散投資が実を結ぶとして投資の時期を探る人がまだ増えるかもしれない。

投機に裏技がないことを知り、棚ボタの儲けに一縷の望みを賭けないのなら、日単位、月単位というより少なくとも数年単位の時間が必要だ。デイ・トレードをして消耗した投資家の手元に残るものは少ない。またピンポイントの投資タイミングなどは誰にも分かるものではない。投資する年と休む年を、いやそれぞれの何年間かを取り違えないようにすることがやっただらう。結果は自ずと長期投資になる。「手っ取り早く」と「元本割れなし」を求めてスタートする人たちにとって貯蓄から投資への距離は少し遠い。