対談
伊藤宏一（編集主幹）
澤上篤人（編集委員）

長期投資家にとって、
いちばん必要なものは何か？
――罫線分析のテクニック？
PER、PBRなど指標の読み方？
いや、むずかしい理論なんて実は不要。
それより「常識」や「歴史観」がうんと大事。
なぜなら、長期投資とは、
経済の大きな「うねり」をどんどん
先取りしていくことなのだから。

長期投資家は「歴史観」を持とう

澤上篤人

投資には権威なんていない

伊藤：今、新聞、テレビ、雑誌、それにインターネットとか、とにかく経済や投資関係の情報はたくさんありますよね。だけど長期投資に役立つような情報、つまり長期で経済の流れをどう読んでいくか、といった情報は本当に少ない。

日々いろいろな出来事が起こり、それについてたくさん情報があるんだけれど、長期的にどう考え、どう実践したらいいのかという観点がないわけです。

そんな中、長期的なものの見方や、こんな投資仲間もいるよといった情報を継続的に提供できたなら、普通に生きているまじめな人たちの財産づくりに役立つし、日本の経済の質も変わってくるんじゃないかと思うんです。

澤上：そんなわけで僕ら、長期投資仲間のみなさんに向けて、この『インベストライフ』誌を始めることになっちゃった（笑）。

そしてこの雑誌の中で大切なのは、みんなで一緒に勉強していくこと。だれが権威だとか、絶対だとかいうことじゃなくて、できるだけ自由に、フリーハンドで経済を読み解いたり、未来のビジョンを組み立てていきたいということ。執筆者も読者のみなさんも、みんな巻き込んでね（笑）。

伊藤宏一

とかく今の日本で多いんだけれど、「お前、何もわかっちゃいない。これが経済の理論だ」なんてやっちゃうと、そこで議論は終わってしまう。でも、未来のことなんてだれにもわかりゃしない。「これが絶対だ」なんて、ありやしない。

伊藤：だから何か思うところがある人は、問題提起として書いてみる。それに対して別の面からの意見をぶつけてみる。だだし非難を目的とした議論や敵対的論争という意味ではなくて、創発的に議論が発展していくような姿勢で。

結局、運用ということは未知の世界へ挑戦していくことですから、一つひとつ、エセー（試み）の上に仮説を立てて検証しながら進めていくような姿勢でいきたいわけです。クリティーク、つまり「吟味する精神」で。

澤上：それはルトゥルベ（Retrouver：再発見）ですね。うすうす気にかかっていたところが、何かのきっかけでフッと触発されて、自分なりの論理がスゥーッと流れるといった。これ、お金もうけ云々ということを別にしても、とても楽しいことでしょう。「オレが、オレが」じゃなくて、「そうか！　そんな風にも考えられるわな」といった発見があって、どんどん面白くなり、どんどん発展して考えたくなる。自分の勉強不足が認識できて、さらに勉強したくなるような、そして学べば学ぶほど、より素直になるようなサイクルですね。

テクニックよりも、大局的な歴史観が必要

伊藤：今、とにかくだれもが自分のお金まわりのことについて、不安を抱いています。以前は会社とか国に頼っていれば、退職金がもらえたり、年金がもらえたり将来に不安はなかった。けれど突然、「どのくらいの金利・条件で借りると、返済はどうなるのか」とか、「投資はどんな風にすればいいのか」とか、ファイナンスについて一から始めなければならない状況を迎えています。

ただ反面、すごく率直に「自分なりの生き方」を求めている人たちもいる。日本全体の強力な依存関係の中から、お金の面でも精神の面でも抜け出そう

としている人たちも増えています。こういう人たちと話してみると、いつも感心するんですが、運用のことなんて全然知らないんだけど、真剣に耳を傾け、率直に理解してくれる。「切った、張った」みたいな世界じゃなくて、個人で食堂をやっていたり、工場で技術者をやっていたりとか、地道に生きてきた人たち。そのひたむきで懸命な生き方の延長線上で、運用について考えようという動きが出ている。

こうした人たちの間から、もっとどっしり、しっとりとした長期運用の文化が育ってくる可能性は充分にあると思うんですね。

澤上：まったく同感ですね。

長期運用には難しい理論だとかは全然必要ない。新聞とかテレビなんかで騒いでいるようなことも、大半はいわば表面的な「さざ波」。そんなことに一喜一憂しているよりも、僕らは経済という大河の大きなうねりを、早め早めにとらえたいわけです。

それには人間の日々の生活を観察し、社会全般の変化に素直に耳を傾けるとか、素直な目で物事を見るとかいうことがうんと大事。

それともう一つ、歴史観にもとづいた判断ですね。

この間、イギリスで「歴史上、最も偉大なイギリス人はだれか？」というアンケートを取ったら、チャーチルが1位になったっていう話があるでしょう。

彼の出番は生涯で3回しかなくて、国全体の状況が良くなってくると、すぐ罷免される。そして再び危機がくると、また引っぱり出される（笑）。

彼は士官学校では劣等生だったし、エリートとしては滅茶苦茶なんだけれど、彼一流の歴史観に基づく鋭い洞察力と、断固とした決断力があった。それが英国の危機を救った。彼の能力はそれしかなかったと酷評する人もいるけれど、それだけで充分だった。これは、ほかのだれにもできないことだった。

たとえばチェンバレンみたいな人は「ナチズムのあまりに大きい兵力に対して、イギリスはあまりに劣っているから、ここは妥協しておこう」とか融和政策でナチズムを増長させてしまった。

けれど、チャーチルは「馬鹿なことを言うな、イギリスの尊厳や威信を売るわけにはいかない」と、とてもシンプルだった。そしてその一言がみんなをまとめて、ヒトラーとの闘いを勝利へ導いた。

伊藤：僕はこういう歴史観とか深い教養に基づいた判断、洞察ということでは決して日本人も劣っているわけではないと思うんですね。

たとえば明治維新前後の日本人には、300年間も鎖国して、丁髷（ちょんまげ）を結って生活していたのに、何の予備知識もなくて西洋へ行き、驚くほど深く欧米社会を洞察している人がたくさんいる。

たとえば維新後間もなく、岩倉使節団がイギリスに行くわけですが、当時最も先進的と思われていた国で、「英国の強さは、実は最も古いものから学んでいるところにあるんだ」ということを、使節団の一員だった久米邦武が書いています。

文明開化派は丁髷（ちょんまげ）を切り、江戸時代以前の文化を棄てて、鹿鳴館流に、というのが世の中の趨勢だったわけですが、そういうのが実は薄っぺらいということに気づいていた人たちがちゃんといた。

岩倉使節団に限らず、幕末とか明治初期には、坂本龍馬だとか、南方熊楠だとか、歴史レベル、世界レベルで物事を考えられる人が沢山いた。

澤上：彼らはヨーロッパ型の社会で育ったわけではないから、分析して組み合わせがどうこうと言語で組み立てる思考法ではなかったと思うんです。

ただし細かな森羅万象の寄せ集めである全体をあるがままに受けとめて、まず調和を考えることができた。これって論理的じゃないかもしれないけれど、逆にいうとすごいことなんですよ。

特に投資は未知の世界へ踏み出すことなんだから、細かく分析してとかごちゃごちゃ言っていては間に合わない。

それよりダイナミックな動きの中で、フッと全体のバランスを感じ取る能力が大切。

こうした感覚は、僕は日本人固有の非常に面白い面だと思うんだけれど、近代、特に終戦後はこうした部分を全部つぶしてきたでしょう。

だからここへ来て今一度、自信を持って、面白がって、そういう部分を伸ばしていったらいい思うんですね。

強いミクロ（個）のみが経済を復活させる

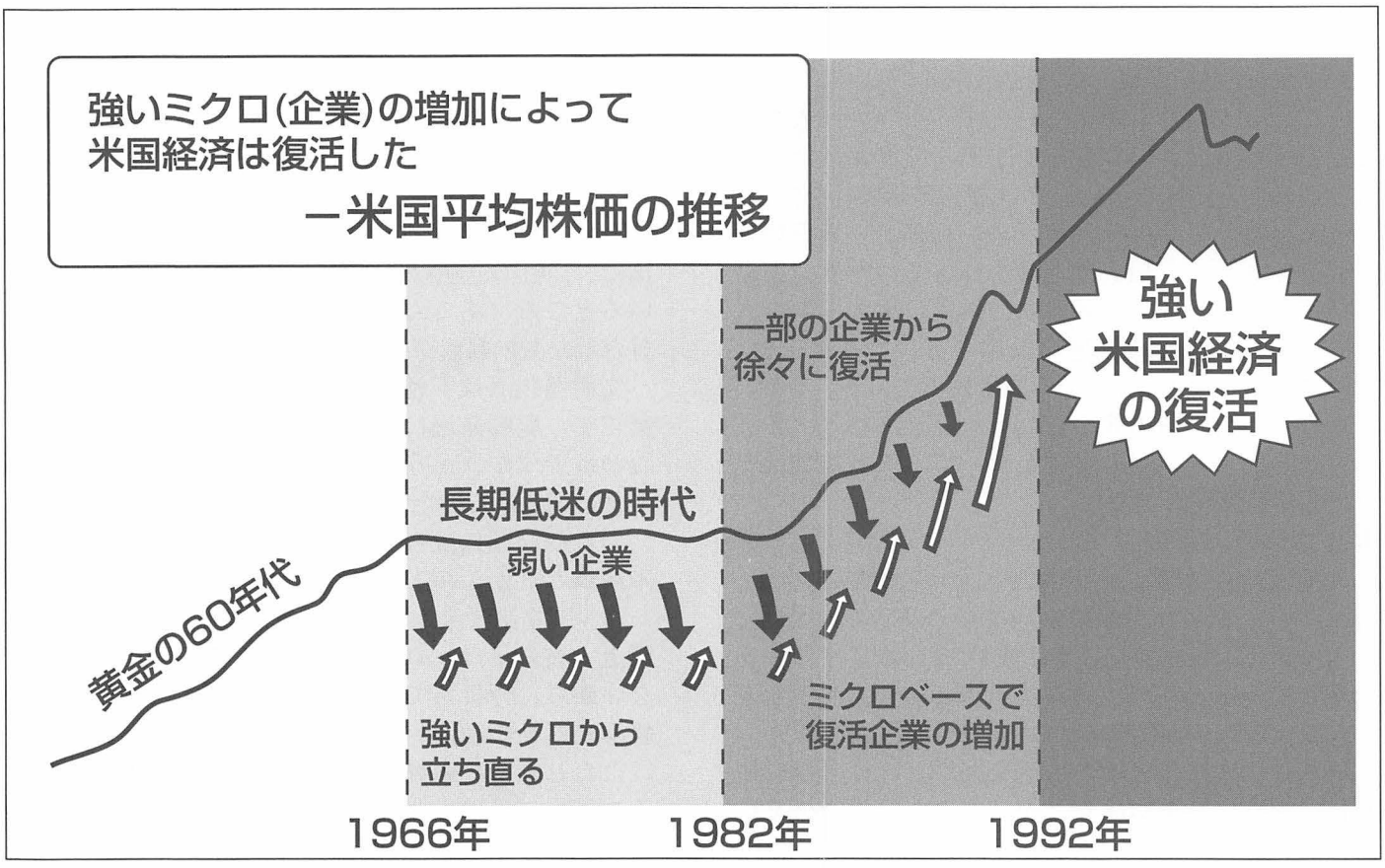
伊藤：今、アメリカ経済も失速気味だし、ユーロも元気がない。

そんな中、果たして日本経済に明るい見通しがあるのか、世の中は悲観論に覆われているわけですが、この辺、澤上さんには、どう見えていますか？

澤上：僕は70年代、80年代に米国市場で運用していたんだけれど、今ちょうど、その頃のことを現代の日本に当てはめて思い出しているんです。

当時、アメリカ経済はすごい不景気で、商店街の叩き壊しだとかが頻発していたでしょう。ところがその後、92年から劇的な復活を遂げた。

一体、その原因は何だったのか？——いろいろ調



べたり、自分の経験も合わせて考えているんです。

で、その理由なんですが、結局、アメリカ自身が「自力」で回復を図ったとしか考えられない。

伊藤：それを歴史的に見ると、どういうことになりますか？

澤上：まず第二次世界大戦後しばらくの間、アメリカは唯一の実質的な戦勝国として、世界経済の60％前後を牛耳っていた。

しかしそのうちにヨーロッパが復活し、日本が台頭してきたときに、アメリカモデルが通用しなくなってきた。アメリカ国内においてすら、ヨーロッパ製品や日本製品がどんどん入ってきたので、アメリカ経済がどうにもならないくらい低迷してしまった。80年代に入ると、「21世紀は日本の時代だ」なんて言われていましたね。

ただし当時の状況で面白いのは、「ダメだ、ダメだ」といいながらも、結構投資リターンがあったこと。

たしかに市場全体で見ると、多くの企業の業績が下向きだった。しかしその中でも、次から次へと消えていった多くの会社を横目に、新たなる自分の生き様を見つけた企業が出現してきたのです。僕らは、新たなる競争力を構築した企業群を発掘しては、積極的に投資していたんです。

ずっとフルインベストメント方針だったから、82年からの結局15倍にもなった株式市場全般の上昇気流に乗れて、すごいキャピタルゲインを得た。

さて、この過程をミクロベースとマクロベースの両面から説明するとどういうことになるか？

まず今言ったように、ミクロ経済的には自分の生き方のモデルを再構築した企業が立ち直りはじめた。ただし米国のマクロ（経済全体）で語る限り、どうにもならない滅茶苦茶な状態だった。

そのうち強いミクロ（企業）の数が増えはじめ、だんだん多数派になっていく。するとインデックスも徐々に上がり出す。そして最後にマクロ、つまり経済全体が復活したということなんです。

伊藤：これを現在の日本に当てはめてみると‥‥。

澤上：僕が感じるのは、ここから2～3年くらいは、日本でも目立って回復してくるのは本当に強いミクロ、つまり一部の強い企業だけということです。そのうちにミクロの数も増えてきて、やがてインデックス自体も上がりはじめる。そして7、8年もすれば、日本経済全体も復活するのかな、という感じですね。

この中で僕らが忘れてはいけないのは、いくら不況だといっても、日本のような経済大国の国民の基礎消費は、決して無視できない大きさだということ。

たとえば70年代の時点で、アメリカの人口は2億6000万人位だった。この2億6000万人という人たちの飲んだり、食べたり、着たりという、基礎消費を想像してみてください。莫大でしょう。

ヨーロッパや日本の企業に押しまくられながらも、この膨大な基礎消費をきちんと捕らえた一部の米国企業はグーッと浮かび上がってきた。それが時間の経過とともに全面復活につながっていった。これは現在の日本でも同じ。

アメリカでも20年近く続いた悲惨な経済状態の間、IMFなどのサポートによって良くなったという部分は一つもない。大国経済らしく、自分たちの基礎消費をベースとして自力で立ち直ったわけです。

アジア型長期投資の可能性

澤上：もう一つ、歴史的に今の日本の状況を見ると、面白いことがあるんです。

それは近代日本における、3回目のやり直しの時期だということ。近代史上、まず1回目の変動が明治維新で、2回目が敗戦。そしてバブル後の今回。

そして今起きている変動と、以前の2回の変動には大きな違いがある。

最大の違いは何かというと、かつては国が貧しくて、経済も小さかった。だから国が日本全体の方向性を打ち出し、中央官僚が強力に監督指図する体制でやってきた。当初はうまくいくんだけれど、そのうち官僚主義と前例至上主義に陥って、国家運営も経済政策もガチガチに固定化し、結局は身動きがとれなくなってしまう。ノモンハン事変に第二次世界大戦の敗戦、それにバブル崩壊と、どれも同じパターンをたどっていますよね。

ところが今回は違う。すでに日本は、揺るぎない世界第2位の経済大国だし、世界最大の債権国でもある。いくら不況だといっても、民間サイドには膨大な資金が眠っている。

だから今回は、何もかも国とか政策に頼ることなく、民間サイドでやれることは民間でやってしまう。自分の資金を自分で動かすのだから、自分の意志と判断で行動できるはず。つまりどんどん、僕らは自分たちで先へ先へと進んでいくことで、自由自在にしなやかな社会をつくれる可能性がある。

こういう社会はダイナミックで面白いし、経済も上からがんじがらめに統制されるよりも、はるかにしなやかで強靱なものになる。

伊藤：やはり何事も、拠って立つのはやはり経済的基盤なんですが、現在は可能性のある時代だということですね。お金があるからこそ自立して自由に動ける。それを言葉にすると「ファイナンシャル・インデペンデンス」です。

今、上から統制する間接金融から、個々人が自由に動く直接金融へシフトし出しているわけですが、これは自由を手に入れるチャンスです。

だから自信を持って自立の方向に歩みだしてみていいと思います。

澤上：そこで重要なのは、あまりガチガチの方向性を初めから決めるのではなく、できることからやること。やっているうちに、しなやかな行動が身についてくるような感覚を大切にしたいわけです。

共生的というか、創発的というか、動いているうちに、なんとなく段々分かってくる感じです。

「これからは市場主義だ」「競争原理だ」「アングロサクソン型だ」とかスローガン先行でやるのは単なるアンチ（反発）なんですね。

そうやってみたものの、往々にして「やっぱり何かちがうんじゃないの？」となる。

言葉にするとカチンコチンになっちゃうけど、もっとしなやかな、やわらかな方法論みたいなものがあるんじゃないの、と。

伊藤：やっぱり「文化」ということはありますよね。澤上さんがいつもおっしゃるように、日本、アジアは農耕型で、投資も産業も畑を耕すとか、花の手入れをするのと同じようなイメージで考えていった方が無理がないんじゃないかと。

澤上：逆に、その方向で行くと、欧米人がなしえなかったところまでいける可能性があるんです。

運用の仕事でいうと、デリバティブだとか短期投資、ディーリングとかいうのは狩猟民族的なものすごい集中力がいる。僕はちょっと勝てると思えないし、対抗する気もない。けれど長期投資だったら、彼らが待てないものが待ててしまう。我慢できないものが我慢できてしまう。日本、あるいはアジアには、体質としてそういうものがありますよね。

さらにもう一つ、東洋にはみんなで分かち合うという感覚がある。

日本では総中流社会とかを自嘲的にいうけれど、ある意味、これだけ広く富の分配がなされているのはすごいことです。こんな国はどこにもない。アメリカにしろ、ヨーロッパにしろ、社会の中で所得格差というのはものすごく大きい。

だから日本では、「みんなが頑張って、みんなが余裕をもてて、社会全体が良くなっていくといいよね」といった論理を追求できる。

そういう論理でもって実践を通して、長期投資の方法論とか文化を磨き込んでいったら、欧米人のちょっとついて来れない、びっくりするようなものができるかもしれないと僕は期待しているんです。（了）