



鉄人寄席誌上ライブ 鉄人に聞く投資の疑問

講演:大江 英樹 氏、馬淵 治好氏、
竹川 美奈子氏、岡本 和久
レポーター: 佐藤 安彦

今回は、鉄人寄席の際に参加者のみなさまから寄せられた質問にお答えします。

質問者 A: 竹川さんのお話で損益計算書の話が出てきましたが、実際に我が家でも使途不明金の問題を2年間くらい掛けて調べたんですね。それで、今日も感じた事なんです、サラリーマンにとっては支出の勘定科目を作るのが難しいのではないかと思います。それが使途不明金を作る原因のひとつになっているのかではないかと感じています。商売をされている方や会社を営まれている方であれば勘定科目も出せますけど、サラリーマンにはその辺のセンスが必要になってくるのかなと思いますが、どうでしょうか。



竹川: はい。ありがとうございます。支出の項目ですが固定費については皆さん分かると思います。住宅や教育や車や保険などですね。問題は変動費です。ここはご家庭ごとにさまざまなので、一回何に使っているかを全部出してみ、それを図書費や通信費や服飾費みたいな費目に分ける作業が大事だと思います。ここが難しいんですね。これは慣れが必要だと思うので、繰り返しやりながらいくつかのパターンを探していくしかないと思います。

それから今日はお話しませんでした、バランスシートは夫婦で合算しなくてはいけません。共働きをしている夫婦は、共通の口座にそれぞれ比率を決めてお金を入れているいろいろな引き落としをするようにして、貯蓄と投資はそれぞれでやるという管理をしている夫婦もいます。「やっているよ」と言っているけどやっていないケースもあり得ると思うので、管理は別々でよいから、年に一度は情報開示をして、決算する必要はあると思います。センスは磨いてください。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

これとは直接関係ありませんが、お金の見える化をしてくださいという話をしました。なぜこれが大事なのかというと、投資の話にも通じるんですよ。例えば投資信託でいうと、最近またリスク限定型投信とか元本確保型投信が売れてきていて、例えば1000万円あった場合、金融機関としては全部引き受けたいですよ。でも、リスクを限定化させるのにそういう投信を買う必要があるかという、そんなことはないですよ。リスクを抑えたいのであれば、投資に回す金額を調整すればできます。金融機関はみなさんの資産の全体を把握しているわけではないので、ご自分で金融資産全体を俯瞰して見る必要があると思います。その上で投資を考えた方がいいし、商品を選ぶ方がよいと思うので、見える化をしてくださいという話をさせていただきました。

大江： そうですね。今、話に出たリスク限定型投信には信託報酬が1%くらいのものが結構ありますよね。ということは、これに100万円投資すると1万円の手数料が掛かるのですが、中身を見ると株式への投資比率は10%くらいで、あとは短期金融商品になっていたりするんですね。それだったら10万円だけ株式投信を買って、あとは定期預金にしておけばいいんですね。

インデックスファンドであれば信託報酬が0.2%とか0.1%くらいのもので、そうすると10万円であれば信託報酬は200円位ですよ。1万円と比較すると50倍違いがあるんですよ。別にリスク限定型投信を買わなくてもよいというのは、竹川さんがおっしゃっている通りだと思います。

岡本： 確かに投資信託の運用の中身を見ればね、実は個人でも作ることができる内容なんですよね。特に何本かのアクティブファンドを持っていると、全体的に見てみれば、投資先はインデックスファンドを持っているのとほとんど変わらないなんてことがあります。それぞれに高い手数料を払っていろいろやった結果として、コストの安いインデックスファンドと似たような構成になっている。これは注意しなければいけない点です。今は個人が使えるファンドが増えてきたことは良いことだと思います。

質問者 B: 今日、勤務先の企業年金基金の報告書を持ってきたのですが、中身を見ると、平成28年度は運用損益が489億円のプラスでその運用報酬が48億円となっているんですね。この前年は中国経済の失速の影響が出たみたいで、運用損益は50億円のマイナスなのですが、その時も運用報酬は48億円支払っているんですね。運用の仕方って、こういうものなのか、何かおかしいと文句を言った方がよいのか、これを年金基金の人や勤務先の総務部の人にも聞いても誰も教えてくれないんですね。昨年からは、企業型確定拠出年金の制度が始まったんですけど、その運営管理機関も同じ金融機関なので大丈夫なのかなと心配しています。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

- 岡本： 最初のお話は確定給付型なんだと思いますが、だとするとあり得る話だと思います。普通、預かっている残高に対して一定の手数料率が掛かってくるので、例えばパフォーマンスが悪くても、それはいただくという形になっています。しかし、逆にパフォーマンスが良くても固定ということになります。運用機関は少しずつでも儲けて増やしていこうとはしているんだと思います。これは GPIF も似たようなスタイルですよ。ただ、一部については、パフォーマンスに報酬がスライドするものもあります。要するに、成功報酬型で、儲かった部分の何%を手数料にするという形です。全体の一部をこのようなファンドに配分するケースもあるように思います。
- 大江： 理屈として考えた場合、儲かったら払うけど、損しているのにお金を払わないといけないのはなぜかというお気持ちは非常によく分かります。しかし、あまり成功報酬型の方が重視され過ぎると、スタイルドリフトみたいな事が起こるんじゃないかなと思います。
- 竹川： やはり成功報酬型は短期的な思考になりやすいので、それはそれで問題があると思います。なので、成功報酬型がよいのかというのは賛否両論ですね。長期的な分散投資とした場合は難しいのかなと思います。
- 大江： 48 億円の手数料が資産全体の額から見たときにどれくらいの割合なのかはポイントなんだと思います。
- 岡本： ヘッジファンドなどでは、マーケットニュートラルといって、相場の状況に関わらず儲けを出そうとするようなものがあって、それらは成功報酬型が多いのです。一般にこのようなファンドはあまり大きな金額での運用はできないので、大きな年金となると採用はどうしても限定的になってしまいます。
- やはりご質問のケースは仕方がないのだと思いますね。ただ、年間のマイナスがずっと続いていくようであれば、基金としてその運用機関は切った方がよいと思います。あまりにも運用が下手だということなのでね。毎年上げ下げはあるものの、10 年くらいを通して見た場合に、それなりのパフォーマンスが出ているということが大事だと思います。GPIF は下がったときは叩かれますけど、上がったときは誰もそれを報道してくれないのですが、10 年単位で見ればそれなりには増えてきています。年金の運用というのはそういうものだと思います。
- 大江： あと、確定拠出年金の運営管理機関が同じ金融機関だというご質問についてですが、運営管理機関というのは、運用会社そのものがやっているわけではなくて、運用会社の同じグループの信託銀行や生命保険がやっているんですね。そして確定拠出の運用商品は、ひとつのグループの商品しか並んでいないというのは比較的珍しくて、仮に三菱



長期投資仲間通信「インベストライフ」

が運営管理機関になっていたとしても、商品としては、ニッセイも野村もみずほも入っているケースが多いと思います。

質問者 B: 今おっしゃった通りです。ちゃんと見たらいろいろ入っています。

大江: そうですよね。それならばよいと思います。それが選ばれた経緯はわからないのでコメントしませんが、その商品からどれにすればよいかは自分で選べばいいのです。確定給付型年金の場合は、全てそこをお願いするしかありませんけど、確定拠出型年金の場合は、提供された商品の中身を見て、信託報酬が安いとか今までの運用成績が良いとか、そういうことを考慮しながらご自身で選んでいけばよいので、運営管理機関のことについては、余りにされなくてよいと思います。

質問者 C: 馬淵さんに教えていただきたいのですが、日銀が ETF を大量に持っていて大株主になっていたり、買い付けるファンドのベンチマークを日経平均から TOPIX に変更することなどが話題になっていますが、最後どういう決着をつけるつもりなのか、いつか、市場に売却するとするとマーケットはかなり下がりますよね。

馬淵: ETF は国債と違って償還がないので、いつかは市場で売らなくてははいけませんよね。日銀のプランとしては今から景気が良くなって株価が上がって、いくら日銀が売っても大丈夫だという状況になるとよいなと思っているのだと思います。

岡本: 確かに香港も自国の ETF を大量に持っていましたが、マーケットが上がっていった時に消化ができたという経緯がありましたから、日本でもそういうことはあるのかもしれませんがね。ただ、あれほどの ETF を持っていて、それが売り圧力になる時はいつか来ますよね。日銀の買いが好材料になっていますけど、私から見ると悪材料に見えますね。

大江: バランスシートの問題は別にしておいて、マーケットに対するインパクトとしては、信用取引の買い残高が増えているのと同じとも言えますね。ただし、信用取引の場合、期日があるのに対して、ETF は期日がないので、そこをどうコントロールしながら解消していくのかなというところなんでしょうね。

馬淵: 私は、日銀の ETF 買いは、マーケット全体に対するインパクトは上にも下にもないのだと思いますけどね。専門家によっては極端なことを言う方もいますが、株価は企業収益に沿って動いているんだと思います。銘柄によっては浮動株が少ない場合に対しては、かなり買い上げてしまっているということで株価形成が歪んでいる場合もありますけど、マーケット全体の首根っこを日銀が左右しているとはちょっと思えないですね。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本： 馬淵さんの言うように長期的には株価は価値の周辺で乱高下しています。ですから、一時的な売却は株価には売り圧力になりますが、それが永遠に続くわけではない。しかし、日銀の買いでかさ上げされた部分が、はげ落ちることだと思います。その時点で価値がどれくらい増えているかということでしょう。問題は金額が大きくなるとその調整が長く続くということではないでしょうか。

竹川： ガバナンスの面では大丈夫ですか。

馬淵： ETFは信託銀行に預託しているので、日銀が直接の株主にはなっていない形にはなっていますね。だから議決権行使は信託銀行が行っているという説明がされています。それよりも、私は日銀の金融政策が完全に暗礁に乗り上げてしまっていると思っています。これはETFだけではないのですが、2013年4月に黒田バズーカーと呼ばれた日銀の政策が始まりましたけど、直後からこの政策は失敗すると思っています。投資家や企業の心理に働きかける部分はあったかと思いますが、実際に成功していないと思います。だけど、日銀はそれを成功していないとは言えないですよ。私はもう言ってしまうとよいと思いますけどね。私はいま日銀がとるべき行動は、一生懸命頑張ったけど失敗しましたと認め、これからまっさらな気持ちで、白紙で、どういう金融政策が好ましいのかを考えて説明して実行するべきだと思います。実際に物価が目標の2パーセントまで上がっていないですし、低金利政策で金融機関の経営がうまくいっていない所も出てきています。やはり金融機関がうまくいっていないとリスクを取れないですよ。銀行が貸し倒れリスクを取れないと融資が伸びなくて経済全体がまずい方向に進んでしまいます。黒田さんは「デメリットは将来的には出るかもしれないけど、今は問題ない」と言っています。しかし、メリットが出ているのかということについても、将来的に出てくるなんて言っている状況です。また、金利についてもずっとゼロ金利を続けると言っている一方で、将来的には利上げするかもしれないと、矛盾のある説明をしていて、その矛盾を突くと、「そこは聞かないのが優しさでしょう」と言っているんですね。日本人には理解できるかもしれませんが、海外投資家は全く理解できないみたいですね。

岡本： 私が黒田さんの政策において一番の問題だと思っているのが、問題の解決をデフレに置いたことです。インフレの反対だからデフレなんだろうけど、これを景気回復という目標にしていたならば、失業率などは改善しているんですよ。物価は上がっていないけど経済は良くなっている面もあります。だから効果は出ましたと言えたんでしょうけど、そうではなく、物価の上昇＝デフレ脱却と置いたところが大きなミスだと思います。

馬淵： 日銀を攻めるのは酷なところもあって、日銀は通貨の番人であって、景気を良くするミッションは表向きにはないんですよ。なので、物価で語らざるを得ないんですよ。景気



長期投資仲間通信「インベストライフ」

が良くなって失業率が下がれば、当然物価は簡単に上がるとみんな思っていたわけです。物価で語ることはできない日銀は2割を目標にしたのですが、実際にはなっていない。「失敗です」という話になるので、今さら失業率やパートの時給が上がっているという話に持っていけないんですよ。

岡本： でも本来、金融政策の目的は物価だけではなくて、経済全体を対象にしたものですよ。

馬淵： はい。本当はそうなんです。でも、日銀がやっているのは、物価と為替と金融システムの安定だけなんですよね。

大江： これがFRBなら雇用の最大化というのがあるんですけどね。

馬淵： はい。日銀にはそれが入っていないんですよ。

岡本： だから仕方ないという話にはなりません(笑)、まあ、そこは気の毒な部分はあるとしても、なにか景気を良くする＝デフレ脱却というのが、染み付いてしまっていて、デフレ脱却自体が景気を良くすることみたいなイメージになり過ぎてしまったんだと思います。物価が上がりましたら、みんな文句言いますよ。我々、インフレのひどかった時代を知っている人間から見ると物価上昇を政策目標にするのは違和感を持ちます。

馬淵： はい。そうですね。いろいろな分析を見ても、物価が上がるとツライというのが消費者の反応だと思います。企業のマインドも家計のマインドもそこまで上がっていないですね。こうなると金融政策だけでは崩せないと思いますが、当時の日銀の副総裁は金さえ撒けばなんとかなると発言してしまった訳ですね。日銀の中でも限界を分かっている人はいると思います。

質問者 D: 長期的に投資をするといったときに、世界のインデックスを対象にするというのは確かにその通りなんですけど、我々は日本人で日本で生活をしています。将来的に為替がどうなるか分からないとすると、例えば株が上がっても為替が負ければ利益はゼロになってしまうみたいなことも考えられますが、そこについてどうお考えなのか聞かせてください。もうひとつは、株価の妥当性というのがよく分からなくて、PERは一時は30倍と言われていたけど、いまは15倍くらいと言われてたりして、そういう所も長期的に見た場合に株価の妥当性をどう見たらよいと思いますか。

岡本： まず為替のことを考えても、日本で生活をしているのだから日本株メインでいいじゃないかという意見は根強いものがあります。しかし、長期投資の大きな目的は購買力の維持



長期投資仲間通信「インベストライフ」

です。私たちの生活は世界中の企業によって支えられているのです。将来、世界的に物価が上昇したとします。その結果、海外の企業にインフレ利得が発生した際に、それを取り戻す策として海外の株式に投資をするという考えはあると思います。これは好みの問題もありますし、考え方はいろいろだと思います。メインの投資先として株は全世界だと思っていますけど、債券は日本のものだけでよいと思っています。なので、ご自分の考えでちょっと株式も日本寄りにしたいのであれば、全世界株式と日本株式を半分ずつにするなどの割合を調整するのがよいと思います。ここは皆さんの感覚の方が大事だと思います。

竹川： 補足させていただきますと、株式インデックスですと、日本の場合は TOPIX 連動型だったりします。海外株式の場合は MSCI-KOKUSAI という先進 22 か国を対象にしたインデックスが一般的で、この二つを比べると価格の変動幅が大体同じか、むしろ TOPIX の方が大きいときもあるんですね。なので、岡本さんと同じ考えで、世界全体の株式に投資をする方がよいと思います。国内株式の投資については、個別企業の株を持つということや運用方針をよく知った上で、アクティブファンドを買うのもよいと思います。

馬淵： PER の話なんですが、PER には構造的に欠けている部分もあります。それは長期的な成長率という観点なのですが、それによって、日本企業の長期的成長に疑問符が付けられつつあります。この疑問が正しいかどうかについて、私は残念ながらその懸念が当たっていると感じています。これは少子高齢化の影響だけでなく、経営や経営の背景にある日本社会にあるリスクの取らなさ加減というのがあると思います。端的に今キャッシュが余っている状況だけど、投資もしない、M&A もしない、給与も上げない、経営の責任も取らない。そういった面をアメリカの投資家は見ているので、日本株はすぐには売るともりはないけど、20年30年というスパンでは投資したくないとハッキリ言われています。その原因は、先ほど挙げた部分もありますし、創造性がないし、スキャンダルも多いけど、それも起こるべくして起こっていると言われ、反論の余地はなかったですね。また、海外に出たくない若者も増えていて、アメリカに留学する学生が減っているんですね。この前、聞いて驚いたのが、総合商社の就活で海外赴任を希望しない子がいるってことです。どういうことなんだと思いました。そういうところが日本って大丈夫？って気持ちにさせているのだと思います。経営に関する話ですとシャープの例を見てもホンハイに買収されたら良くなったよねと言われました。日本は、現場は優秀だけど経営者はよくないから、日本人経営者はクビにして、みんな中国人か韓国人か台湾人にしたらと言われ、返す言葉がありませんでした。これを大阪の商工会議所で言ったらメーカーの人たちは頷いていました。そういう状況が株価に現れてくるんだと思います。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

大江： 海外資産についての話が出ていますが、外貨と外国資産は混同しないようにしてくださいね。私は外貨を持つ必要はないと思っています。なぜならば日本に住んでいますし、海外移住をする訳でもない、子供が留学しているわけでもないので外貨は必要ないんですね。ただ、外国資産は持っていた方がよいと思います。なぜなら将来的にどこの地域が成長するか分からないからなんです。そういう意味でもグローバルなインデックスを持っておく意味はあると思います。ただ、ホームカントリーには思い入れはありますから、比率は時価総額の通りにする必要はないと思います。

質問者 D: ありがとうございます。

大江： はい。ではこれで質疑応答のコーナーは終了させていただきます。同じような催しを、地方で開催してほしいというリクエストもいただいていますので、その際には皆さんに声をお掛けします。みなさんの資産運用がうまくいくことを願っていますし、我々もいろいろな所で活動をしていきますので、引き続きご愛顧いただけたらと思います。本日は丸一日ありがとうございました。

全員： ご清聴ありがとうございました。