

株値二万円時代 「高値掴み」をしない 投資術

みだにひでま
神谷秀樹 投資銀行家

金・銅・原油の暴落が続く。
円が下落する時代に
投資家が考えるべきこと



量的緩和後の世界では、資産は大きく二種類に分けて見る必要がある。ひとつは、中央銀行が直接買付けの対象にすることが出来、また買付金額にはほぼ限界がない国債、株式、REITなど。もうひとつは、中央銀行が介入することが難しく、実需に限界があり投機の対象となりやすい、鉱物などの「商品」である。商品は、在庫を保管するために物理的な倉庫を必要とする。

この二つを比べると、その価格動向は著しく異なっていることがわかる。二〇一〇年から現在にいたる金、銅、原油の価格動向を現したのが、グラフ1だ。これらの商品はリーマンショック後、すでに価格上昇と下落、言い換えれば「ブーム&バスト」を1ラウンド済ませている。

グラフ2は銅の需給予測を示しているが、ここ数年、特に中国など新興国の需要増を見込んだ過剰投資に

より、いまから十一年後の二〇二六年には、予測される需要増の二倍ほどの供給力を持つてしまった。こうした予想が出たため、昨年、価格の暴落が起った。

この暴落により日本企業でも、大きな評価損を出す商社などが散見される。日本企業のこうした投資はブームを後から追いかけて、高値掴みしてしまったために起こるものだ。商品市場には、価格の上昇を煽ろうと

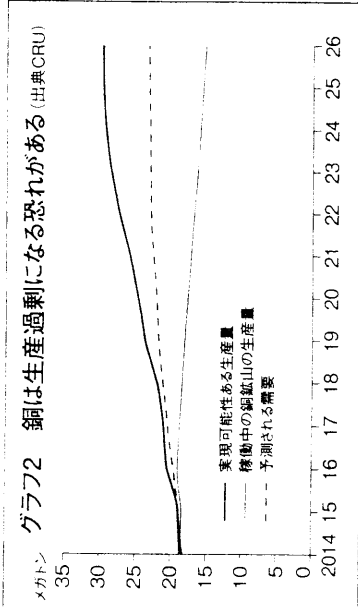
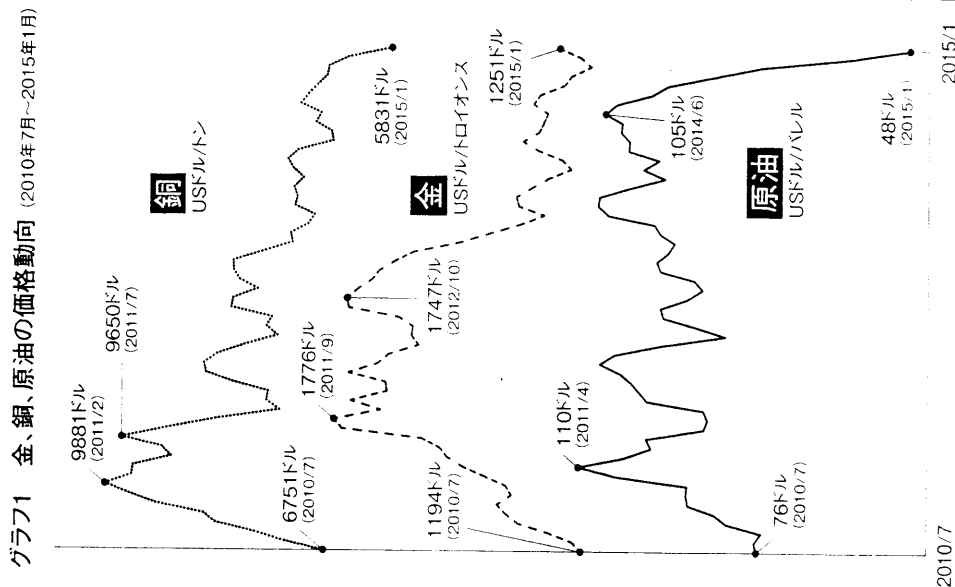
する「提灯持ち」の投機筋は昔から大勢いる。彼らは借金して投機しており、ブームを盛り上げ、高く売り抜けることを狙っている。

これまで日本企業や機関投資家は「ブームを創る側」になるよりも、「ブームに乗せられる側」に回るこ

とが多く、高値掴みさせられてきた。これは石油、不動産、穀物……とテーマ変われど、何度も起こった現象で、陰では「ジャパニーズ・テイクアウト」(最後にババを掴まされる日本人)と揶揄されている。

欧米の投資家は、基本的に自分の

才覚で投機する。ところが日本企業は一般的に自らの才覚で動くのではなく、「経済産業省のご指導のもと、資金は国際協力銀行から借りて」といった調子で動いてしまうからいけない。ちなみに同銀行がかかわる資源開発プロジェクトは、金・



銅・鉄鉱山から石油、天然ガス、オイルサンド、シェールガス・オイルまで全世界で行われている。

投資リスクを判断するにあたって、最近の商社マンは快適なオフィスでコンピュータの画面を見ている時間が長く、衛生状態も悪いような現場で人々の声を自分の耳で聴く、ということが減ってきたと言われる。自分で情報を集め、判断する感覚が薄れると、ますます国際情報機関やコンサルタントの情報に頼りがちになる。そのうえ指導官庁の官僚主義を断ち切れぬようでは、世界の辣腕投機家と勝負して勝つことはできない。もちろん、日本でも金属専業の会社は流石にこうした過ちは余り犯していないようだ。

アメリカでは、二〇〇〇年代半ばから比較的开发コストの安い「シェール・オイル」の開発が進んだ。原油供給は過剰になり、オクラホマ州

にあるタンク群は「タンクトップ」と呼ばれる満林状態となった。

米シェール・オイル開発プロジェクトの損益分岐点は、全てのプロジェクトを平均すると一バレル六十五ドル程度と言われている。

それに対して、サウジアラビアなどOPEC諸国の、減価償却をとった昔に終えた古井戸では、生産コストが一バレル五、六ドルと言われるほど低く、彼らは原油価格が百ドルから五十ドルに下落してもまだ十分に儲けることができる。五月のOPEC会議では、今後十年原油価格は最高でも七十五ドル、悪ければ四十ドルという予想が発表された。

OPEC諸国は低価格でも持ちこたえられるから、「価格維持のための供給カット」という政策を採用しなかった。アメリカは結果的に「タンクトップ」に追い込まれ、シェール・オイル油井の六割が稼働を止

め、本年第一四半期の石油業界による設備投資は四六%下落した。

資源には新たな損失も

シェール・オイルの開発は、実は金融の「量的緩和」の恩恵を最も受けた分野である。開発企業が発行したジャンクボンド（回収の確実性が低い債券）は、「米国高利回り債券ファンド」などの投資信託を通じて、日本の個人投資家にも大量に販売された。つまり日本の投資家のお金も開発に相当注ぎ込まれた。

これらのジャンクボンドは昨年から今年にかけて大幅に下落したため、すでに損をした個人投資家も多い。商社の中にはカラ井戸を掴まされたところも出たし、高コストの油井に投資したところは埋蔵量の評価替えによる大損を出すことを余儀なくされている。日本の五大商社によ

る資源投資の損失は、昨年度は五十億ドル程度の模様だが、今年度末にはより大きな損失を計上しなければならなくなるだろうとも言われている。

資源価格は先行き不透明だ。まだ今までの決算ですべての損が顕現化されたわけではなく、新たな損失が今後も明るみに出てくるだろう。原油価格の下落はエネルギー産業全体に与える影響が大きく、不良債権を増加させるのでその負の影響はまだ計り知れない。

日銀が買うのを止めたとき

筆者は本誌三月号で、円が五割安くなったことで日本の経済力が一気に低下したことを論じたが、海外投資家がニューヨーク、ロンドン、シンガポール、香港などといった海外の大都市と比べ、比較的安くなった

東京都心の不動産を購入するため訪れることも増えてきた。

しかし、彼らが東京の中心地から離れ、過疎化する地域にまで不動産投資の手を延ばすことはないだろう。彼らの多くは、世界中ではじまった量的緩和の恩恵で、借金をして（レバレッジを利かせて）投機しているのであり、転売による利益の獲得を狙っているにすぎない。また海外からの資金の一部は本国からの逃避や、マネー・ロンダリング（資金洗浄）の疑いもあるものだ。不動産はもう「一度買ったら永遠に所有するもの」ではなく、所有者は常に転々と変わってゆく。

日本のグローバル企業を割安な株価（ドル建て評価）で買収するには、今はまだチャンスだと思うが、さらに円安が進み、人口減少を基本要因とする国内需要の低迷が進むことを考え、さらに他の高成長国（特

にアジア諸国）への投資チャンスと比較すると、日本に長期投資する海外企業はあまり存在しない。どうしても短期投機家の短期売買ビジネスの対象とされてしまう。

また債券投資について見ると、日本国債の金利はもう底の底（短期国債はマイナス金利）。格付けはまだ下げられ続けており、財政健全化政策が信認を受け、格上げに向かう可能性は当面皆無だ。日本への投資は増えているように見えても、逃げ足の速い資金は、何かのきっかけですぐに逃げ出す。

四月に帰国した際、久しぶりに私的な勉強会を開催した。このメンバーは財務省、経産省の元高官、経済学の教授、国会議員、あるエレクトロニクス商社の会長に筆者の六人。意見は一致すること、一致しないこと様々だ。異なる意見を侃々諤々戦わすのがこの勉強会の楽しいところ

なのだが、一つだけ全員一致をみたことがある。それは「日銀はもはや緩和を止めることができない」ということだ。止めた瞬間に国債の買い手が不足し、市場は崩壊する。金利が三%に上昇すれば、財政赤字はGDPの二二%に急増すると予想されている。

それでは、一体いつ国債市場の崩壊が起こるのか。恐らく正しい答えは「流動性が著しく枯渇する」ときだ。日銀の国債買い上げがさらに進み、市場に十分な現物がなくなったとき、流動性が枯渇し、価格変動幅は著しく増幅される。すると各金融機関は、その価格下落を反映した在庫の評価替えに耐えられなくなり、一挙にパニックに陥るだろう。

本論の冒頭で中央銀行が直接介入できない金属や原油市場で起きた「ブーム&バースト」を説明した。同

人法人ともに通貨リスクをヘッジしなければならぬ状況が強まっているが、これは「何が安全か」の安全運用基準を基本的に見直すことをも迫っている。世界の銀行を監視するBIS（国際決済銀行）は、金融機関が保有する国債の価格暴落に備え、国債保有に対して資本金を準備するよう本年になって勧告し始めた。今まで一番安全と思っていたものを、一番危険とみなさざるを得ない時代になってきたのだ。

投資家がやるべきこと

この緩みきった金融緩和の時代に、投資家がやるべきことは何か。

今や日経平均が二万円を超したかどうかに一喜一憂している場合ではない。まずは元本を保全し、損をしないことを目標としなければならない

様の「バースト」が、今は日銀が介入している市場においても、やがて起きざるを得ない。

日本人は日々の生活で円を使っているので「基軸通貨」は円だが、アメリカが量的緩和をやめ、金利を上げる局面に入るのに対し、安倍「株価内閣」の意向が絶対である現日銀執行部が巨額の金融緩和を止めることは極めて難しく、日本は財政破綻が顕現化するまで「この一本道」を進む以外にもう選択肢がない。従って、円はますます下落していくだろう。こうした不安は筆者の認識するところでは、一部の日本人には既に共有されており、これらの人々は円から逃げはじめた。

米国債の最大の保有国が最近中国から日本に戻った。これにはさまざま要因があり、一概に日本国全体が「円からドルへ逃避」しはじめた

い。冒頭で見たように、金、銅、原油はもう「上がって下がって」を1ラウンド終えた。

これまで上がるいっぽうだった債券や株も、日銀が「これ以上買えない」となった瞬間（タンクトップと同じ現象）が来たとき急落する。そうなれば昨年の原油と同様、とことん下げるまで下落は止まらない。

債券も株も暴落すれば、それらを大量に買い込んでいる年金基金も大きく毀損される。利回りや給付額など、あらゆる予定は変更を余儀なくされるだろう。

日銀は二%のインフレ目標を達成すべく金融緩和に拍車をかける一方（インフレ目標達成時期を後ろにずらしたが、それでも達成できなければ、躊躇なく緩和すると言っている）、金融機関の健全性の監督は金融庁に任されていて、両者の協力関係は乏し

とは言えないが、「円の危機」という認識が徐々に浸透しはじめた証左の一つとは言えるのではないか。

資産を円で持つのかドルで持つのか——「一般の日本人」が背真剣に考えなければいけない時代が近いうちに来る可能性が高まっている。

あえて筆者の好む通貨をいえば、やはり「世界の基軸通貨」であるドルだ。ユーロも緩和を続けており、また途上国通貨も下落リスクは大きい。資源国通貨も前述の資源価格クラッシュで危うい。となると消去法で、やはりドルという選択になるかと思う。ドルでも株、債券ともに市場がクラッシュするリスクは世界共通なので、元本保証がある預金か、債券（長期金利）価格にも株価にも連動しないような資産を選ぶのが好ましい。

以上述べてきたように、日本の個

い。この歪な構造は万国共通で、中央銀行は「後先考えず緩和はやりっぱなし」「後始末は金融監警庁に任せる」というスタイルが世界標準となってしまう。

BISはこの状況を憂慮し、これまで何度も行き過ぎた量的緩和に警告を発したが、彼らの慎重な意見は常に各国の経済政策当事者たちから無視されてきた。

このような時は、できるだけ信用力の高い元本保証のある金融資産を保有することが望ましい。言い換えると、現金を金庫にしまっておくのが一番安全だ。

賢明な企業の中には、将来の「クラッシュ」を予想してか、金融資産を切り離すところが出てきた。その代表がアメリカのGE（ゼネラル・エレクトリック）で、彼らは収益の半分を稼いできた金融部門を売却

し、売却益は株主に返還することを決断した。製造業への本業回帰だ。筆者はこの発表を聞いたとき、その大胆な決定に敬意を表した。

これを個人に置き換えれば、投機については、もはや手仕舞いしろということになる。

日本企業株の銘柄では、市場のピークで多額の資源や金融資産を買収したところ、即ち「GEの逆の行動」を取った企業については、その資産の値下がりにリスクを十分査定してみることを望まれる。

元本保全が第一と言っても、現金の上にあぐらをかいているだけでは、何ら新しい経済価値を産み出すことは出来ない。必要な投資はまず「投機」ではなく、自営業であれば自分が行っている事業に、個人であれば自らの能力を磨くため自分にこそ行すべきだ。

チャンスは世界中にある

国内にとらわれず世界を見渡せば、経済成長の機会は幾らでもある。

筆者はこの点、まったく悲観していない。世界の発展途上国の人々のうち十三億四千五百万人が、一日一ドル二十五セント（百五十円）以下で生活している。世界の人口のおよそ半分（三十億人）が一日二ドル五十セント（三百円）以下、八割が一日十ドル（千二百円）以下で生活している（世界銀行のデータ）。

いま二ドルで生活している人が自分の能力を高め（例えば文盲からの脱却）、十ドル稼げるようになったと仮定しよう。先進国の金持ちにとって、この差額八ドルは何の意味もない。しかし同じ金額が、貧しい人

にとつては五倍の消費力に結びつく。その消費の世界経済への影響は人口が多だけに凄まじい。世界を見渡せば、実体経済を成長させるべき機会はいまだ無限に存在している。

日本の経済学者である宇沢弘文博士は、一九七一年に大恐慌の再来を懸念し、「近代経済学の現在の混迷は効率性のみを中心として形式論理的演算に終始して、経済学のもう一つの重要な側面である公正、正義、平等についての関心を全く無視してしまったことに起因しているといってもよいであろう」（日経新聞「経済教室」一九七一年一月四日付）と説いた。

投機ではなく投資、そして何のための投資なのか、原点に還って資産運用を見直すことが重要な時代が来ているのだ。