

# 講演録

## 「ファイナンス理論と実践：— 投資信託にスターは存在するか、資産運用における行動ファイナンスの限界、等」

慶應義塾大学名誉教授・アジア開発銀行研究所長 吉野 直行

慶應義塾大学の吉野です。お手元に配布した別冊のところで「日本FP学会交流会投資信託などの商品販売」となっております。金融商品販売の話、さらに大きな流れで日本経済全体について、お話をさせていただきます。

アベノミクスの3つ矢、1つ目の矢は「量的緩和」、50兆円の日銀による資金供給は、長期国債を買って、資金を市場に流します。20年債、30年債のような長期国債を購入し、従来の、日本銀行の短期国債の購入ではありません。現状では、長期国債が品薄になるほど、日本銀行が市場から長期国債を大量に買っています。

日銀の金融緩和により、為替が円安に振れ、株価が上昇する方向に動いています。ただし、これがミニバブルになると非常に怖いのです。よって、ミニバブルにならないためには、どのような配慮が必要かを考えたいと思います。

アベノミクスの2つ目の矢は「財政赤字の縮小」と「均衡予算の達成」です。

日本の景気がだいぶよくなってきておりますが、市場の期待による部分もこれまでは大きかったと思います。期待の要素としては、1つは為替レートが円安に動いている。これによって輸出が増えて景気回復するという予想です。

しかし、円安になっていますが、貿易収支が赤字であるのは、大きな問題です。普通ですと円安になれば輸出が増えて、貿易収支は黒字になるはずですが、原発事故により、石油依存度が増え、従来の黒字基調から、赤字転化となってしまっています。

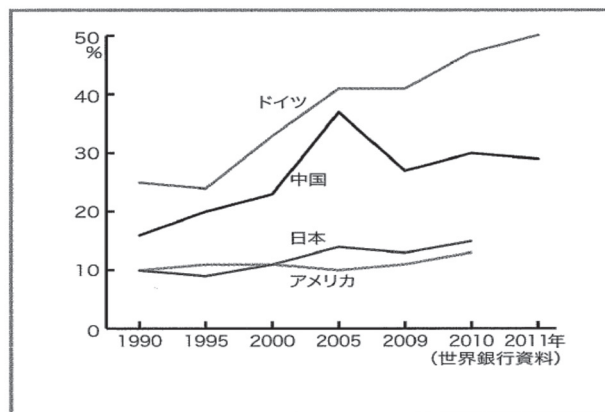


図1 おもな国のGDPに占める輸出割合

日本の輸出比率は、ドイツ・中国と比べると低い（図1）。輸出のGDPに占める比率がたった10%でアメリカと同じぐらいです。これに対してドイツは輸出の比率が30%から40%と伸びています。中国も輸出比率が30%程度です。低くなった日本の輸出比率のために、いくら円安になっても日本から輸出されるものが少なくなっています。反面、石油、LNGを大量に輸入せざるを得ず、円安になると輸入財の価格は上昇し、貿易収支が赤字に陥ってしまっています。

1番恐いのは「双子の赤字」で、「財政の赤字」と「貿易収支の赤字」の2つの赤字が併存することです。これまで日本が大丈夫であると思われてきたのは、貿易収支が黒字で外貨が溜まっていたからです。ところが震災以降、石油輸入、あるいはLNGの輸入が増え、経常収支の構造が大きく変わってしまっています。この状況を変えるためには、もっと日本国内で生産できるものを作っていかなければなりません。私は、高齢化関連の産業を日本国内でもっと伸ばせると思いますし、そうすれば、将来は日本の一大輸出産業に成長させることが出来ると考えます。

アジアを含め、高齢化が進展しています。その中でも、もっとも高齢化率が高いのが日本です。人々がなるべく長く働き続けられるように、製造

現場で高齢者の補助ができるロボットの開発、寝たきり老人の介護のためのロボット、お風呂に入れるロボットなど、高齢化に直面した現場において必要とされる技術開発は、日本の得意とするところですが、さまざまな分野で、ロボットなどの製品を作れば、将来、高齢化に直面する中国、アジアの国々への格好の輸出産業となると考えます。高齢化を悪いこととは考えず、むしろ、高齢化に直面している現場で、さまざまな工夫を凝らしながら、新しい技術開発を進めていくことが、日本再生の一つのカギであると考えます。

ドイツは非常に頭がよいと思います。ドイツは「ユーロ」という共通通貨をつくり、自国の企業が海外に逃げないようにしたわけです。ドイツは自分の国から「ユーロ圏」であるヨーロッパの18カ国に輸出をすることが出来るようになり、ドイツの輸出比率は上がっています。片や中国は、為替レートのドルとの連動性を維持し、輸出を続けて来ました。

しかし、日本は、サブプライムローン危機の後、アメリカ経済の低迷、ユーロ地域の財政問題に端を発する危機により、円高が続きました。これにより、日本企業が外に出ていってしまい、輸出比率を下げてしまい、為替が円安に動いている現在でも、輸出が増えない状況です。

#### <日本の株式市場の動き>

次は株価の上昇。アベノミクスになってからの株価の上昇は、外国人投資家による日本株の購入から始まりました。日本の株価があまりにも低過ぎると見た、海外投資家が買いに入ったからです。日本の個人が、今、ずいぶん日本の株を買い出しています。株価が上昇したところで、海外投資家が日本株を売って逃げるといふ行動に入る可能性もあります。

企業業績の向上、企業の売り上げ増加が見られます。企業業績の向上により「市場の期待」が好循環となり、消費者マインドが好調になり、消費が増える。企業の販売も増えるため、企業の業績も今のところ向上していました。

消費税が5%から8%に上昇するというアナウンスメントがあると、住宅や自動車など耐久消費財を消費税が上がる前に購入しようとするため、景気が上向きますが、消費税が増加した後は、逆に、しばらくは耐久消費財の買い入れがなくなり、景気は低迷します。消費税を3%から5%に上昇させた時にも、同じ現象が見られたからです。食べ物などの通常の消費は、消費税が上がっても、ほとんど影響を受けませんが、耐久消費財である住宅や自動車などは、消費税が上がる前に購入されてしまうため、消費税の上昇後には、景気の悪

化がしばらく見られます。

日本銀行の現状の政策では、長期の国債を購入して、どんどんお金を印刷し、供給しています。しかし、怖いのは将来のインフレです。そうするとインフレに強い金融商品を買わなくてはならないことになります。

インフレに強い金融商品としては、1つはインフレ連動債（国債の一つの種類）です。今、個人は買えませんけれども来年から、この物価連動債が個人でも買えるようになります。そうしますとインフレに備えるためには国債でもインフレによって金利が変わる債券、これは非常に魅力的になると思います。株式も、企業の業績が上がればそれによって上がるわけですから、インフレ対応だと思えます。

2番目にはリスクマネーの提供を促進する必要があります。20年間の景気低迷の背景には、BIS規制により、銀行の貸出が、安全な借り手や国債に回ってしまい、起業家や新しい産業に回りにくくなっています。金融市場に占める銀行の比率が高いアジア諸国にとって、ベンチャーキャピタルという起業家を育てる市場がなければ、何らかの別の方法により、成長産業に資金を流すチャンネルを作る必要があります。

言い換えると成長分野にいかん資金を流す方法、手法を考えるかということです。成長分野に資金が流れれば、収益が上がり、配当もたくさん払えますので、成長分野に資金を流すことにより、われわれ個人の利子配当収入も増えるということになります。ただし投資信託など、金融商品の販売に関わる手数料の決め方を再考する必要があると思います。

3番目は預金というのは日本ですとどんな年代の人でもどこの地域でも全部同じ商品ですが、本当は預金商品も、若い人向けの預金、高齢者向けの預金、中年の方々の預金と、それぞれ特徴のある預金商品であってよいはずですが、日本では、すべて同一の預金になっています。

金融機関の方々の前でお話ししましたところ、年齢層別に預金のいろんな種類を変えようなどとは思ってもみなかったとのことでした。しかし、これまでの発想を転換し、いろいろな金融商品を考えなくてはならないと思います。利用者のニーズに合った預金など、さまざまな金融商品を考えていく必要があると思います。

次は為替レートの話をしていただきます（図2）。2007年頃から円高に動いたところであり、この太い線を見ますと120円台がありまして、それからずっと2012年の終わりまで、ここまですべて円高が続いていったわけです。最後のと

ころで下に来ています。これが円安の方向に動き出して、現在も円安方向となっています。

この円高に動いた局面、2008年のあたりがリーマンショックであり、アメリカ経済が不安になった時期です。それから2010年、11年、12年がユーロ地域のギリシャなどの財政危機になり、ユーロ市場が危なくなった時期です。

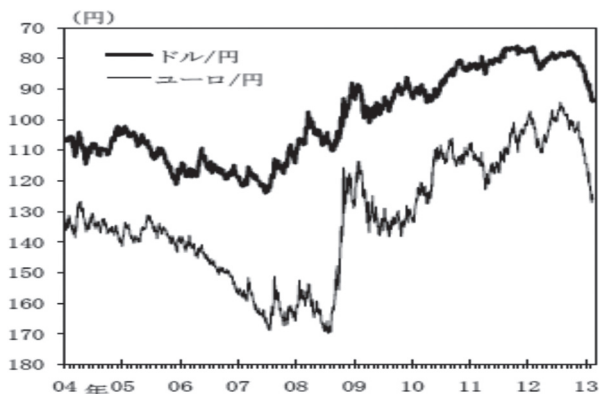


図2 円・ドルレート、円・ユーロレート

アメリカや欧州が不安定になった場合、円の動きがどのようになるかを見たいと思います。世界の通貨では、現在、主に4つの通貨が取引されており、「円」と「ドル」と「ユーロ」と「ポンド」であります。この時期は、景気低迷のアメリカも金融緩和をし、ユーロ市場が不安となったヨーロッパも金融緩和をしました。世界の資金が金融緩和で「ジャブジャブ」となり、流動性が高まった時期です。金融緩和によって供給された大量の資金が、世界のどこでそのお金を運用しようかと、模索していた時期です。この4つの為替の中で、どの通貨が最も安全であるかと見ますと、ドルも当時は危なかった。ユーロも危ない。それからイギリスのポンドも危ない。そうすると日本円だけが相対的には安全そうであるという市場の判断になります。日本の短期の国債の購入に資金が海外から流れてきました。これが日本「円」を高くしたわけです。

ちょうど安倍政権で黒田総裁になられたときぐらいからユーロ市場が安定し始めまして、アメリカの景気も回復していきました。このために円安の方向に動き始めました。それから黒田総裁が就任された際に、「量的な緩和政策を、日本のインフレ率が2%になるまで続けます」ということをおっしゃったことは意味があり、日本の金利はしばらくの間、低金利で推移すると市場関係者は予想することが出来ました。また、同じ時期に、アメリカ、ヨーロッパの経済状況が回復に向かい始め、日本に流れてきていた資金が、欧米に戻って

いきました。これにより、円安に日本経済が動き始めました。

次のところで、日本の資金の流れを見ますと(図3)、1番上の国債のところに資金が大量に流れています。このため、なかなかベンチャービジネスなどに資金が回りません。何とか日本の資金を左のほうに動けるようにしようというのが「成長戦略」です。そのためには、国債の発行を減らさなければなりません。言い換えると、国債の残高を減らしていくということです。

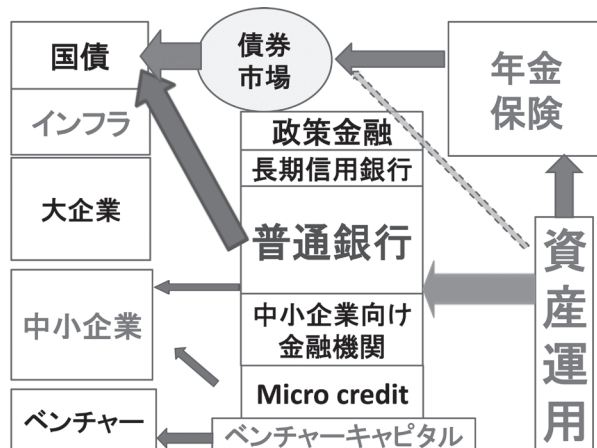


図3 日本の資金の流れ

次のページをごらんいただきますと(図4)、日本の予算の中では1番右側の部分29.2%、これが社会保障の部分です。それから右の下のところ中央政府から地方政府への移転である「地方交付税と国庫支出金」が示されています。この2つの合計は約48%であります。日本の財政の歳出で見ると、以上の二つの項目をいかに減らしていくかが重要であります。円グラフの1番下に「Education」と書いてあります。「教育と科学技術」への歳出は、たった6%です。言い換えると、社会保障は、約30%、これに対して「教育費・科学技術」は非常に少ないというのが日本の財政の現状です。

社会保障を減らすためには、元気な高齢者の方々になるべく長く働いていただけるようにする。また、給与は生産性に応じて決めていくことが不可欠です。年功序列の賃金体系では、なるべく給与の高い高齢の人たちに早く退職してもらおうという企業側のインセンティブが働くからです。

ヨーロッパ人が日本の財政構造をみてよく言うのは「老人にこんなに出して子どもたちにたった6%とは何事だ。これでは、日本の将来を担う子供たちがかわいそうではないのか」です。

つぎに、図4の右下の中央政府から地方政府へのお金の移転が18%程度と大きくなっています。これに関しては「ふるさと投資ファンド」のような民間資金を使うことによって、地方で事業を起こしていくことが必要です。中央政府のお金に頼らないで地方が資金を自分で集めていくということが不可欠であると思います。こうすることによって、中央政府から地方政府への公的資金を減らし、民間資金で賄っていくことを進める必要があります。

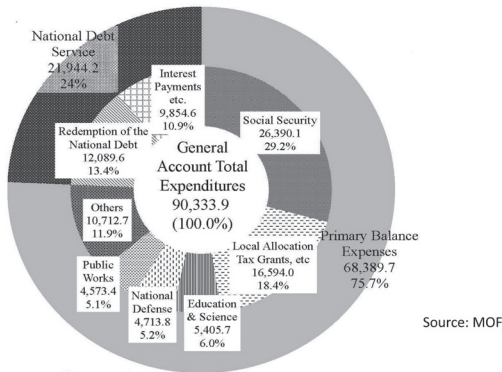


図4 日本の予算配分

3つの円グラフがあります(図5)。1番左がアメリカ、真ん中が日本、1番右側がドイツです。ご承知のように、日本の円の右側部分「預貯金の割合」が非常に多いです。アメリカを見ますと預貯金が少ないです。アメリカはサブプライムローンで、住宅ローンでバブルが起きました。しかしこれを見ていただきますとアメリカの円の右上部分「=銀行預金」のシェアが少ないので、銀行に溜まった不良債権の額は、日本のバブル時期に溜まった銀行部門の不良債権と比べると格段に小さいことが分かります。このことが、アメリカではサブプライムローン危機に陥りましたが、回復も早いという理由の一つになっています。

さまざまな危機に直面しても、アメリカのように金融資産の分散がなされていれば、回復も早くなります。さらに、アメリカの場合にはこの預貯金部分のうちの約半分を証券化で外国に売ってしまいました。本当にダメージを受けたのは預貯金部分のさらに半分程度になり、金融全体のショックは小さいということになります。日本もいろいろな金融商品に分散投資をすることは、金融システムにとっても重要なこととなります。

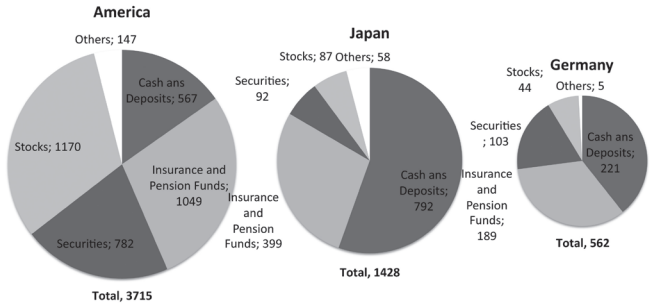


図5 資産運用の日米独の比較

それからご承知のように日本の資産の運用効率は非常に悪かったです(図6)。1番上はドイツですけれどもドイツはユーロという共通通貨をつくり、為替の変動に侵されずに、輸出もすごくたくさんユーロ18か国にできるようになり、金融面でも18カ国の中で1番儲かるところで資金運用をする。このようにユーロをつくったことでドイツが独り勝ちという感じでありました。

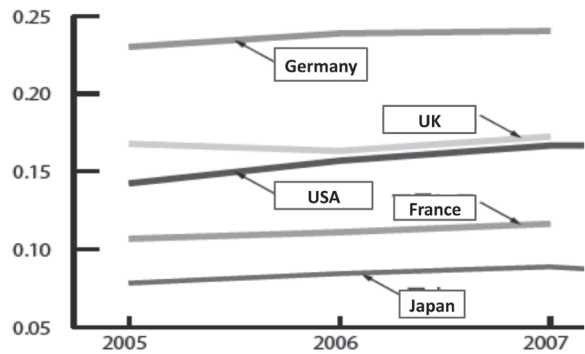


図6 利子配当収入と所得の各国比較

次のグラフは、日本の貯蓄率を示したので、減ってきているということが分かります(図7)。1番左が91年ですけれども、日本は15%で、もうちょっと昔の74年には24%でした。これが日本の貯蓄率です。経済成長が下落し、所得が減り、趨勢としての貯蓄率はずっと下がってきています。

長期的に、国内の貯蓄が減少し、国内の投資などの資金を賄うことが出来なければ、外国からお金を借りて、日本のいろいろな事業を行わなければなりません。日本が、アメリカや中国からお金を借りることになります。そのようになれば、われわれの子孫は利子を中国人やアメリカ人に返していかなければなりません。よって、国内貯蓄をある程度、維持するということはマクロ的にも重要だと思います。

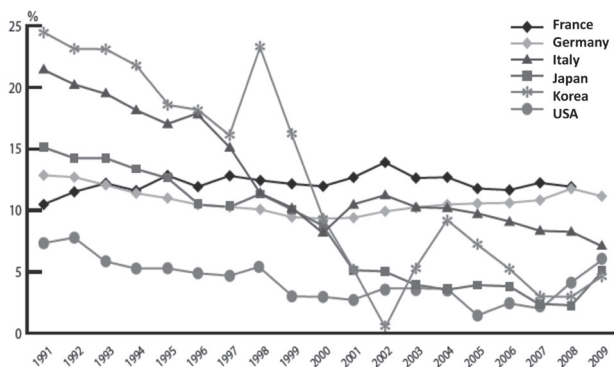


図7 日本の貯蓄率の低下と各国の貯蓄率

日本人の場合、(i) 元本保証、(ii) 信頼できる金融機関、(iii) 出し入れが自由、という3つが理由で、金融機関を選択しています(図8)。将来の収益性が高そうであるから金融機関を選択するという理由が2、3%に過ぎません。

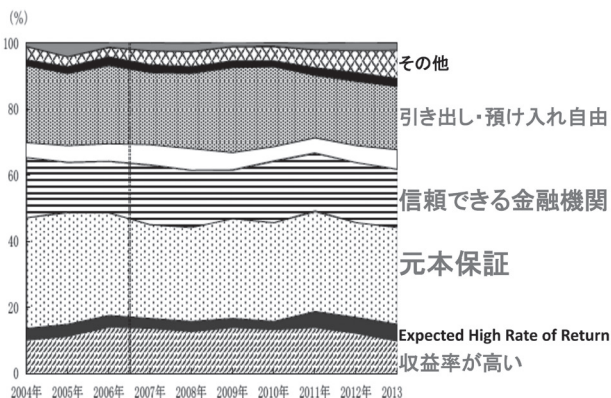


図8 金融機関の選択の理由

日本では、「汗水たらして働くことが美德」であって、「金融で稼ぐ」ことはよくないという風潮があったと思います。教育面でも、社会科の中であまり「金融経済教育の時間」がありません。地理とか歴史の時間は長いですが、経済を教える時間が中学や高等学校では少なくなっています。入学試験の問題に「金融経済の問題」が出題されないことも、小学生、中学生、高校生は勉強しないということになってしまっています。

いかにして金融経済教育をやっていくかは、日本にとって非常に大きい課題であると思います。この面では、FPの方々の活躍は重要です。いろいろな機会に周りの小学校や中学校に出向く機会があれば、子供さんたちに金融教育の重要性を教えていただきたいと思います。

ちょっとパーゼルのところは時間の関係で飛ばさせていただきます。

1 Maximize Fee and Commissions (Distributors)  
 2 Trust Fees & Commissions =  $\alpha$  (Principal + Dividend)

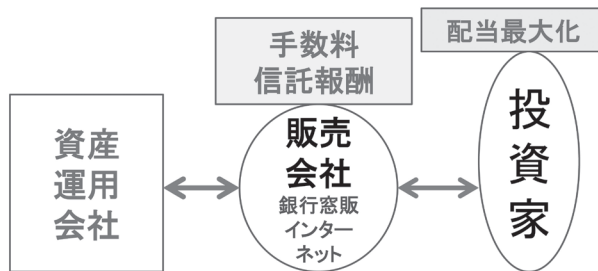


図9 手数料・信託報酬と金融商品販売

最後は、手数料・信託報酬と金融商品販売というところに行きたいと思います(図9)。ここには、3つの主体が書かれています。1番左が「資産運用会社」、真ん中が「販売会社(銀行とか証券会社)」、右側の下が「投資家(個人の投資家を含む)」です。現在、手数料・信託報酬は、個人の投資家が損をしても、真ん中の銀行・証券会社が受け取る手数料収入は、必ずプラスになってしまっています。言い換えると、手数料収入は必ず真ん中の販売会社(銀行とか証券会社)に入って来ます。個人は損したけども、販売会社はプラスの手数料を得ることが出来る体系です。やはり、個人が損をした場合には、販売会社と個人が損を分け合う、個人がプラスの収益を上げた場合には、販売会社と個人が、プラスの収益を分け合うという体系に変える必要があると思います。商品を組成する固定費用(人件費と商品の開発費用)はとっていただいているのですが、それ以上のところは、個人投資家とプラスもマイナスもお互いに分け合うという手数料体系が望ましいと考えます。そういう形にしなければ、個人の望まれる商品が必ず売れるということには、ならなくなってしまいます。

- 1、日本では「大儲け」してもボーナス少しだけ上昇
- 2、日本は、「失敗する」と、罰点主義。
- 3、他の運用機関も失敗すれば仕方がない。  
 →リスクをとらない。  
 →国債中心の運用  
 →ベンチマーク運用(Ex.野村BPI)
- 4、日本の企業は、もっと儲けられるのに遠慮する  
 →株価がもっと上げられるのに
- 5、米国では、成功報酬型  
 リスクを取って、「大儲け」すれば、ボーナス莫大

図10 ボーナス制度の日本と欧米の違い

図10の2番目ですけど、他の人と比べて自分だけ失敗すると罰点をつけられる。そうすると例えば国債運用で行くとか、ベンチマーク運用で行くとか、こういう形になってしまいます。アメリカと比べるとリスクをとっているいろいろなやっというところが機関投資家が出にくい構造になってしまいます。

4番目ですが、よく外国の投資家がおっしゃるのは日本の中小企業とか企業はもっと儲けられるのに遠慮する、ということです。これはスイスの投資家の方々にお聞きしたのですが、日本の中小企業では非常にいいものをつくっている。これは海外でも売れる。そうすればもっと儲かるというのを提案しても、「いや、リスクがありますので、われわれは国内である程度、利益が上がっていれば十分です」と言われてしまうそうです。これに対してアメリカとかヨーロッパはそういう機会があるのであれば、中小企業の方々も、もっと海外に出て行ってみようと思えるそうです。

ドイツをごらんいただきたいのですが、どんどん輸出が増えております。これはユーロという共通通貨圏をつくって、ドイツ国内からユーロ18カ国に輸出ができるようになったからです。ユーロという共通通貨の形成により、ドイツ国内から海外に企業が逃げないようにもなりました。ドイツ人は頭がよいと思います。

最後にバブルにならないようにという説明をさせていただきます。図11をご覧ください。日本の現在の景気がバブルにならないための指標としまして、不動産・住宅向けの貸し出しをGDPで割ったものの動きを注視する必要があります。日本の今の景気回復がバブルかどうかを見るためには不動産、住宅向けの貸し付けとGDPの比率を注意して見る必要があると思います。

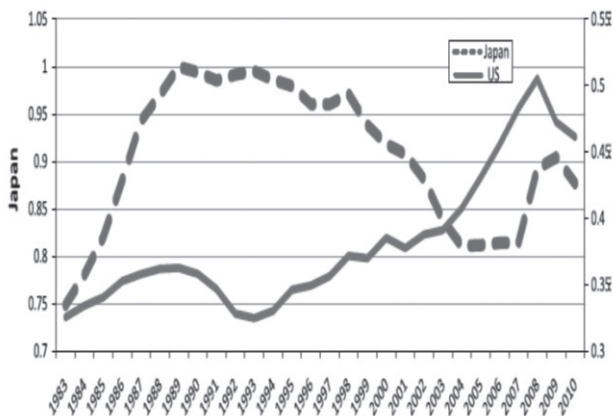


図11 日本不動産向け貸出全体貸出に占める比率

次の図12をごらんください。もう1つ重要な指標としては、住宅価格と年収の比率です(図12)。下が日本で、上がアメリカの数字です。アメリカもサブプライムローンのときは、この比率がすごく上がって、またもとに戻っています。日本も見てくださいと、バブルのときに上がって、またバブル終息後には、もとの水準に戻っています。

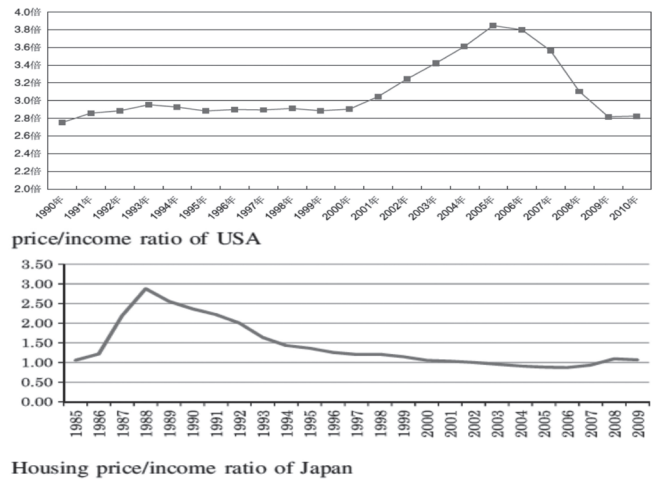


図12 住宅価格と年収の比率

最後は下記の「ふるさと投資ファンド」のような形で地方に民間資金が回ることを推進する必要があります。2020年の東京オリンピックにも、民間から集めた「ふるさと投資資金」を使うことができると思います。

新規企業への投資資金としてだけでなく企業再生資金も、「ふるさと投資ファンド」で集める。  
 <経営不振の地元企業を応援する投資ファンド>  
 経営の不振により傾きかけた企業での資金提供  
 地元の住民が、再生可能と判断すれば集まる  
 古い経営者と銀行などが一体となった経営再建計画のもとで、地元住民が、資金を提供するかどうかを判断。  
 甲子園付近のシャッター商店街への投資ファンド

図13 企業再生資金—ふるさと投資ファンド

たとえば、甲子園の近くで阪神電鉄のガード下のシャッター通りに、若い人たちがレストランをつくりたい、パン屋さんをつくりたいとのこと。こういうお店では、150万円くらいのお金で内装を修繕できるそうですが、その資金を、周りの人たちが1万円から3万円を出して、シャッター通りであったところを、明るい改装された商店街に変えたという例があります。こういう形で地元

のところでお金を回してきて、なるべく国や地方のお金を使わない。どこにお金が出ているかっていうのがわかるような投資っていうのが必要だと思います。

2020年の東京オリンピックの、代々木競技場の補修を東京都がいくら出そうと言っていますが、オリンピックの施設の改修や建設にも、個人の方から1万円から3万円集めて、例えば1万円から3万円出資した人には、オリンピックの入場料が優先的に購入できるとかの恩典を付与し、資金を出した人たちへの配当には、いろんな競技に来た方々の入場料から返していくという方法が、まさに「ふるさと投資ファンド」であり、民間のお金を集めて公的な資金に頼らずに、事業を進めるという方法です（図14）。

- |   |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1、 シャッター通りのファンド(甲子園近辺)</li> <li>2、 風力発電(はまかぜ)</li> <li>3、 太陽光パネル</li> <li>4、 カンボジアでの講演<br/>→ カンボジア、ベトナム</li> <li>5、 料金収入があるものならば対象となる事業</li> <li>6、 オリンピック施設の建設<br/>代々木競技場の補修改修工事費<br/>入場料から配当する</li> </ol> <p>財政赤字も減らせる</p> |
|---|

図14 新規事業への資金提供

料金収入がある事業であれば、いろいろな事業に応用できる手法です。もっといろいろ工夫しながら、日本で民間のお金で、事業を起こすことを考える必要があります。目に見える投資と、どこに自分が投資しているかがわかるというものです。

ベンチャー企業、風力発電にも、「ふるさと投資ファンド」は使えます。こういう手法を伸ばすことが民間資金の活用にもなると考えます。

## 参考文献

- ADB Institute on Development Economics, Series Editor Yoshino, N. *Financial System Stability, Regulation, and Financial Inclusion*, ADB Institute, Financial Services Agency (Japan), International Monetary Fund Regional Office for Asia and the Pacific, Editors.
- Yoshino, N. (2012). Global Imbalances and the Development of Capital Flows among Asian Countries. *OECD Journal: Financial Market Trends*. Vol. 2012/1.
- Yoshino, N. and S. Kaji (2013). *Hometown Investment Trust Funds: A Stable Way to Supply Risk Capital*. Springer.
- Yoshino, Naoyuki, and Tomohiro Hirano. (2013). Counter-Cyclical Buffer of the Basel Capital Requirement and Its Empirical Analysis. In *Current Developments in Monetary and Financial Law*, Vol. 6, Washington: International Monetary Fund. pp. 417-429.
- Yoshino, N., and F. Taghizadeh-Hesary. (2014). Hometown Investment Trust funds: an Analysis of Credit Risk. *Executive Secretary's Seminar Series on "Financing for sustainable development: Local and global perspectives"*. 31 October 2014. Bangkok: United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (UN-ESCAP)
- Yoshino, N., and F. Taghizadeh-Hesary. (2015, Forthcoming). An Analysis of Challenges Faced by Japan's Economy and Abenomics. *Japanese Political Economy Journal*.