

文藝春秋 2002年4月

預金・年金・不動産

## ペイオフから資産を守れ！資産運用で泣きをみないための心得を伝授する

しづさわけん  
渋澤健 (シブサワ・アンド・カンパニー代表)

ふじまきたけし  
藤巻健史 (元モルガン銀行東京支店長)

やまさきはじめ  
山崎元 (三和総合研究所主任研究員)

——銀行や生保など、経営危機が伝えられる金融機関が多いなか、この四月からいよいよペイオフ解禁（一千万円以上の預金が確実に保護されない）です。しかも景気は悪化の一途を辿り、倒産が爆発的に増えリストラで失業率も上がりっ放し。激変する「家計」環境に対応するためには、我々はどうしたらいいのか。まずは日本経済の現状をきちんと掴む必要がありますが、この点についての分析を聞かせてください。

**山崎** 一言でいえば、日本経済の古いシステムが変わりきれず、今の変化に対応できないことに尽きますね。経済成長率もそれほど上がらず、日本経済全体として、しばらくは停滞は避けられない。ただし、絶対的な生活水準は昔よりも圧倒的に上がって豊かになっています。経済成長しないからといって、個人の活動が直接制約を受けるわけでもありませんからね。個人としては、それほど悲観することはないと思います。

もう一つは不確実性が高まっていることです。組織が個人の人生を丸抱え出来た時代は、誰もがわかりやすい人生設計を組めたし、資産の運用を考える必要も乏しかった。しかし、これからは国や企業を当てにするのではなく、個人個人が自分で判断していく時代になったという認識が、まず肝要です。

**藤巻** 日本はバブル経済の終わりごろまでは、典型的な社会主義であったことを素直に認めるべきだと思います。資本主義を標榜しているけれども、実態は、大きな政府のもとで結果平等の税制があり、各種業界は数々の規制に守られ縛られてきた。これは典型的な社会主義なんです。企業もまた然りで、本来は株主のものであるはずの株式会社が、日本では、その企業の主が経営者や労働組合、あるいはメインバンクや政府かもしれないという状況でした。しかし、バブル崩壊で、日本社会も企業も社会主義的な弊害・矛盾が、一気に表面化した。それがこの十年だったと思います。そして、この十年間、スローではあるけれど、曲がりなりにも構造改革が進み、資本主義に変わる途上にあるのが、今の日本経済の姿ではないですか。

**渋澤** 私もその考え方に賛成で、ある意味で史上一番豊かな社会主義の国だったから、経済の構造の変化に対して変わりにくかった。失われた十年は変わる必要性を否定していましたが、これからの十年は、日本人の意識も経済・社会の構造も認識も変わっていくこと

を期待しています。

**藤巻** 世の中を見渡すと、日本経済に対する悲観論がほとんどで、私自信、この十年間は、マーケットの中で一番の悲観論者だと言われてきました。しかし、おそらく今は、一番の楽観論者だと思いますね(笑)。なぜなら、為替が円安に向かっているからです。円安になれば、日本経済はインフレ気味になり、構造改革を実現するための時間を稼げます。将来の日本を担う子供たちのために構造改革を実現させないことには、日本は元気を取り戻せない。そのための時間稼ぎとして、円安によるインフレ政策を講じていけば、日本経済は順調に動いていくだろうと思います。

**渋澤** 私は円安政策で時間稼ぎすることは反対です。今が大事だと思っていますので。通貨安の国は「稼ぐところ」ではなくなる。「稼ぐところ」でなければヒトが集まらない。ヒトが集まらなければ活性がない。

デフレは不況の原因ではなく、結果だと思っています。つまり構造改革がすでに起こっている証です。いままで日本社会では供給者に有利でしたが、徐々に消費者有利になってきた。それがデフレという形で現れた。

確かに目先はデフレで、家計の面ではお父さんが失業して収入がなくなり、生活は厳しくなるという不安はあるでしょう。でも五十年、百年単位の長い目でみると、実はこれからの十年が次の時代の節目であり、ものすごく重要なステップだと見ています。

そして、よく言われるように日本の金融資産を考えると、個人金融資産（一千四百兆円）のおよそ半分はお年寄りが持っている。そういう方はたとえ勤めている会社をクビになったとしても現金というストックがあるから一番強い。物価も安いし、戦前生まれのお年寄りなどは「いまの生活が一番いい」と仰る（笑）。

## 自分の資産を計算する

——しかし、倒産、リストラ、賃金カットという現実を目の当たりにすると、一般のサラリーマンたちは、なかなか楽観的になれません。

**藤巻** それらはすべてデフレだから起きたことなんです。政府は去年、「デフレ宣言」をしましたが、それは要するに卵や野菜、魚の値段が上がるか下がるかのレベルの話なんです。確かに卸物物価は二年以上連続してマイナスになった。しかし、投資家や経済にとって、より重要なのは、「資産インフレか資産デフレか」という見極めなのです。

バブル期に、卵の値段などはたった3%しか上がっていない。しかし、株や土地、絵画などの資産が上がれば、いくら物価が安定していても、クレイジーな経済変動が起こってしまう。「資産インフレか資産デフレか」——まさにここが重要な視点なのです。

ご存じの通り、資産価格はこの十年間で暴落しました。土地はなんと十分の一、株も三分の一まで下がりましたが、また資産インフレになれば、昔の生活が戻ってくる。インフレになれば、企業収益は上がり儲かっていくし、生保や銀行が潰れることもないでしょう。資産デフレに見舞われたこの十年間で我々が経験したことがコロッと変わる可能性がある。

そういう意味で私は楽観論者なんです。

**山崎** でも現実には、資産価格を意図的に上げるのはかなり難しいのではないのでしょうか。八〇年代後半は、リスクに対する誤認があったんです。例えば、土地や株の含み益が潤沢にあって、自分たちはリスクを取ることができるという“誤認”です。実際、地価も株価も上がっていましたから、それほど生保や銀行もリスクを認識していなかった。そのため、行き過ぎた資産インフレが起こって、逆に「バブル崩壊」でその反動が猛烈に出てきたわけです。むしろ我々は実際に資産インフレになるのかならないのかという点も含めて、これから先は不確実なんだという前提で、自らの資産運用を考えざるを得ないですね。

**渋澤** 同感です。私も、小手先の対策では資産価格を上げられるとは思えません。なぜ資産デフレかといえば、単純ですが、日本は大量のお金が淀んでいて、賢く活用されていないからです。

**山崎** 将来に不安があるから保険にでも入りなさいと、セールスのおばさんから言われてきましたが、いまや大手の生命保険会社といえども、何が起こるかわからない。保険も年金も、自分の置かれた状況と、最低限何が必要かを考えて意思決定をしなくてはなりません。このまま資産デフレが続くケースも当然考えておくべきではないでしょうか。

大雑把に言えば、ある程度緻密なライフプランニングが必要なのは五十代からなんです。それより下の世代の方々は、自分の家計の稼ぎと支出の収支とバランスシートを大づかみで把握しておく程度で十分ではないかと思います。自分の時価評価による年収（必ずしも現在の年収ではなく、自分が得ることが確実にできる堅めに見積った年収）と支出額を比較して、まず年間の「収支」を把みます。もう一つは、いま所有する金融資産（預金、金融商品）と固有資産（土地、住居）を時価で計算しておくことです。それからローンを差し引いて、自分の資産（純資産）をおおまかでもいいですから、計算しておくことをお勧めします。この「収支」と「純資産」で取る事が出来るリスクが決まります。債務超過になっている方は、家計の「再建計画」が必要ですね。

## デフレはいつ終わるのか

——インフレの時代からデフレの時代に入ったとき、お三方は自分の資産運用の手法を明確に変えたのですか？

**藤巻** 私は債券や為替ディーラーの仕事をしていたので、よく親戚から「どうやって儲けたらいいのか」と質問されました。この十年間、答えてきたことは「現金で持っていないなさい」でした。例えば一坪百万円の土地がある。資産デフレで一坪五十万に下がれば、百万円の現金で二坪買えるわけです。百万円を現金ではなく株で持ってしまうと、結局は半値になって、土地は一坪しか買えない。また経営不安の金融機関に預金していると、預金そのものが消えてしまう可能性もある。とにかくリスクを取ってはいけません。現金でもっていなさいという話をずっと続けてきたんです。それが今、転換点を迎えたと捉えています。

**山崎** 私自信は、手堅い運用を心掛けてきました。貯蓄の主力は普通預金と郵便貯金です。利便性が高いし、ペイオフ解禁後も安全性が高い。これからは株式投資も積極的にやってみようと思っていますが、それも自分のリスクを考えて、その範囲以内で投資しようと思っています。

実は私はマイホームを買ったことがないんです（笑）。価格が割高という判断と、売って換金することが難しいことで、買いませんでした。今後、価格が割安になる状況が来れば、また考えないでもないですが、現状では購入の予定がありません。

**藤巻** 私はもうデフレはそろそろ終わりの時期だと思っています。第一に土地などの資産価格が十分に下がっていることです。第二に、バブルの直前と同じように日銀が資金をジャブジャブに供給していることです。バブルが起こる前に、「バブルが起こる」などと誰も想像していなかったでしょう。しかし、ガラッと変わって火を噴いたわけですが、今は当時と同じような状況になっている。あとは円安さえあればガスは爆発するでしょう。私は円安によって国民の心理がガラッと変わることを期待しています。その前提として、日銀による潤沢な資金供給と、資産価格の下落が底を打つことが必要です。この二つの条件が整ってこそ、一般国民の心理が変わり、資産価格が上がっていくと思っているんです。

**山崎** そうでしょうか。たとえば現在の株価は、銘柄によってはある程度まともな株価がついてきた印象はありますが、まだ絶対的な安値圏内には入っていない感じがします。しかも、日銀が流動性を供給しても広義のマネーサプライにはなかなか繋がらない。これは銀行の貸出が伸びないからで、今は借りたい人はなかなか借りれないし、借りてほしい人はむしろ金を返してくる状況ですから。

### プロが選ぶ資産運用法は？

——具体的に伺いたいのは、自分の資産をどう配分するかということです。銀行預金や郵貯、株や外貨預金、金も人気ですが、何に、どの程度の割合で資産の分配をしたらいいのでしょうか。

**波澤** 実は、二年ほど前にインターネット上に金融のプロのために「バーチャル・マーケット・ジャパン」という会員制のコミュニティーサイトを友人たちとつくったんです。今回、このサイトの参加者を対象に、デフレ時代に個人の資産をどう守るかというテーマでアンケートに協力してもらいました。ひとつの資産を選ぶとしたら何にするか。

その集計結果は以下のとおりです。銀行預金が二五%、郵貯は五%、MMF（追加型公社債投資信託）は二%、株は一三%、外債や外国株は二三%、金は五%、そして国債は二%でした。この数字はちょっと興味深いですね。参加者のおよそ半分が債券のプロたちですが、自分のお金だと国債投資に魅力を感じるのは二%しかいない。もう一つ面白いのは、自分に投資するというもので、これが二三%でした。

デフレ時代のキーワードは良いものと良くないものの「選別」だと思うんですが、つまり、サラリーマンも選別されてしまう。では、どうするか。守るのもいいけれど、自分に

投資して、攻めることも重要だと考えているということです。

金融のプロでも、四分の一は銀行預金で、「守りの時代」を象徴しています。もっとも住宅ローンもあるし、すぐに現金化できる資産を持つのは重要なことでしょう。しかし、この暗い時代から脱出するには、そもそも財産というものは「守る」ものではなく「活用」するものであるという認識転換が必要です。

**山崎** 私もよくモデルポートフォリオを示してほしいと頼まれますが、一般的に提示するのは、ほとんど不可能だと思います。それは先ほど述べたように、個人差があるからです。他人が作ったモデルを当てにするより、資産運用の基本的な考えを身につけていくべきではないでしょうか。

もう少し一般的、庶民的なガイダンスをしますと、一番大事なのは、自分の家計のなかでどれぐらいのリスクをとれるかを判断することです。仮に年収が八百万円あって、毎年百万円は貯蓄し資産が一千万円あるとします。その家計を考えたときに、一千万円の中で一年間に損しても許せる金額は、それぞれの家計によって千差万別です。仮に年間百万円を貯蓄できるのだから、一年間の損がその貯蓄を帳消しにする程度までいいと考えれば、百万円がロスのリミットになります。

株式のインデックスファンドを買ったとして、大雑把に言うと、最悪三割ぐらいの損でしょうか。百万円の損が最悪のケースであれば、逆算すると三百三十万円。概ね三百万円から三百五十万円ぐらいをリスク資産にしてもいいと考えることができるわけです。

もちろん、これは不動産を持っている人、持っていて借金がある人、ない人ではかなり立場が違います。同じ三十五歳、年収八百万円の人であっても、その人がこれからもっと稼げそうな人なのか、あるいは仕事に関して将来の不安、子供の有無などでも大きく違ってくる。親の遺産の多寡も、資産運用が変わる大きなファクターです。繰り返しになりますが、一人ひとりの顔が違うのと同様、資産運用にも個人差があることを十分に承知しておくことです。

———あえて参考のために、資産運用のプロである藤巻さん、洪澤さんの資産運用・配分を聞かせてください。

**洪澤** 私自身は、資産の八割ほどが株式と自分への投資という意味で自分の会社です。しかし、私が初めて株を買ったのは九五年と、最近のことです。それ以前はなぜ買わなかったかといえば、元上司の藤巻さんから「株を買ったら、紙屑になるぞ」とさんざん聞かされてきたからです（笑）。それが転職を機に株を買い始めました。その後も、だいたい三ヶ月に一度の割合で、決まった金額で株を買ったり、銘柄を入れ替えたりしています。私の株投資は、ある意味で年金のプログラムを自分でつくるというスタンスですね。

資産の残りの二割のうち、一割は外貨関係ですが為替益の目的ではない長期投資です。残り一割は手元の流動性のお金ですね。脱サラして初めてわかったのですが、それまでの給与が入ってこなくなったのに、前年の収入分で地方税や住民税などがかかってくる。日本の税制システムは、サラリーマンをやめ独立して仕事を始めることは全く想定していな

いことがわかりました。この一割は、そうした支出も含めて手元に置いておくための資金です。

**藤巻** 私は昔、トレーディングをやっていたときに、「自分のお金だったらどうするか」と、いつも考えていました。自分のお金を債券に投資しないんだったら、会社の資金をその債券に投資しちゃいけないというのが私の感覚ですね。具体的な話に入る前に声を大にして言っておきたいのは、やはり投資、運用は自己責任であること。勝ったら私のおかげですが、負けたら自己責任です。ところが現実には逆の場合がほとんど（笑）。

その前提でお話しします。最近、私は『一ドル二百円で日本経済の夜は明ける』（講談社刊）という本を出版しました。私の楽観論をそこに記したのですが、私自身、本の内容通りに自分と自分の会社の資産を運用している。且つ、それは楽観論で、日本経済はよくなるという前提においてです。ですから日本経済がダメになれば、自分の会社も倒産し、私も破産してしまうわけです。

それを理解してもらった上で言いますが、私ならまずドル資産を買います。ドル建てMMFなどですね。債券はプロの方にしかできないと思うのですが、日本国債の先物売りです。私は金利は上昇すると読んでいるので、次の五年間で、一番儲かるのではないかと考えています。ただ、一般の方には難しすぎるし、レバレッジ（テコの原理）が働いていますので手をだしてはいけません。

**山崎** 私は二十年のサラリーマン人生で、いままで十一回転職しているんです。外資系の会社も含めて十二社になる。率直に言って、収入のアップダウンもかなりありました。いわば自分自身がある意味でリスク資産であって（笑）、転職とは、山崎商店の主たる取引先を替えることになるわけです。自分の商品として売れるものをメンテナンスする必要もあるし、売るための努力、マーケティングも必要ですね。必ずしも高利回りだったというふうにも思えないけれども、自分自身がリスク資産だったので、基本的には強い都銀の普通預金と、それから郵便貯金が主たる資産の運用手段でした。

———藤巻さんはインフレがくるというのが基本スタンスですね。

**藤巻** そうです。ですから、借金をして土地を買う。実際、三年ぐらい前に借金をして自宅を購入しました。当時、「まだこれから地価は三割ぐらいは下がる」と覚悟したうえで決断しています。購入の理由は、一つにプロとして私は損に耐えることに慣れてますし（笑）、実際下がっても目をつぶってればいいやと思って買ったんです。

もう一つ重要なのは、土地には株とは違う特性があるからです。株は上がり始めると買いが入るのですが、土地は大底を付けると上がりきるまで、売り物が出なくなり買えなくなってしまう。気配値だけがどんどん上がっていくんです。自分の欲しいような土地は、実は下がっているときしか買えない。不動産のプロですら大底で買えないといわれるほどで、自分でもあと三割は下がると思いつつ、土地を買いました。今のところ、当時が底値だったと思うのですが……。

借金の金利は最近、変動金利か固定金利かの見直しの時期がきたので、私はできるだけ長

めの固定を選びました。それから株は、日本にしるアメリカにしる、局面の変わり目を選んで買おうと思う。ですから、まさにインフレがくるという前提のもとに資産構成を考えています。

**山崎** 確かに、不動産価格も上昇するようなインフレになれば、借金をして不動産を買っておくのは非常に効率のいい資産運用、資産形成になる可能性はあります。しかし、不動産価格も、結局は将来のキャッシュフローの割引現在価値（割引率を用いて、将来において生じる価値を現在の価値に直したもの）なのですから、インフレになって金利が上がると、家賃も上がったとしても、不動産自体の価値は相対的に見て上がらないということは十分起こり得るわけです。

ですから、資産運用の基本は借金は返すことだと思います。例えば二〜三%という非常に低金利で借りられるのはいいことではあるのかもしれないけれど、0.0いくつという視力の悪い人の視力検査のような金利しかつかない。言い換えると、返済することは、リスクゼロで二〜三%で運用できるという経済効果がある。「返済に勝る運用なし」と、基本的に言えると思うのです。これは絶対的に得なことですし、借金のあるなしによって、自分の投資できる機会自体が異なってくるわけです。そのうえで、まず個人のとれるリスクの大きさを決める。その際には当然、これから自分がどれだけ元気で稼ぐことができるのかという「自分自身もポートフォリオのなかの一資産だ」という感覚が必要だと思います。

## 生命保険や年金の選び方

———生命保険や年金に対する信頼が揺らいでいますが、私たちはどう対処していけばいいのでしょうか。

**山崎** 生保には二回勤めたことがあるのですが、一般的な生命保険に加入し、月二万円払うとすると、そのうちの七千〜八千円は貯蓄にも、保証にも使われない。付加保険料（手数料）が非常に高いわけで、これをずっと払いつづけているのは非常にマイナスです。私自身は簡保に必要なだけ加入しているだけで、基本的には民間の保険には入っていません。

**渋澤** 先ほどのバーチャル・マーケッツ・ジャパンには生保関係のメンバーも多いのですが、そのなかで一致したのは掛け捨て型保険が一番いいという選択です。保険という保障は自分ではできませんが、貯蓄は自分でできます。私自身も掛け捨てで、貯蓄タイプの保険はバブルのときに入ったものがまだ残っていますけれど、それが切れたらもう貯蓄タイプの保険に入るつもりはありません。

**山崎** 年金については、制度として崩壊までは至らないと思います。年金財政が非常に苦しくなっているのは確かですが、政府がそれを放棄するような事態は考えにくい。年金は、完全に当てにはできないが、それなりに計算に入れていいと考えています。

401k（確定拠出型年金）について言うと、これまでは国が運用していた資金を民間が自主的にやるように仕組みを変えたわけです。ただし全資産の中のごく一部だということに本質がありますね。例えば 401k の中で、アセット・アロケーション（資産分配）をする

ような金融商品をパッケージ型で売ろうとする。しかし、自分のアセット・アロケーション全体の中で、どの部分を 401k に割り当てるかが重要です。運用益は非課税になりますから、リターンの高いものにするほうがいい。例えば株式のリターンが高いと思えば、株式 100% でいいでしょう。将来への備えの中のごく一部だということなので、現在、一般的に 401k 向けに売られている金融商品は、明らかに最適でないものを提供していると見ています。

ただし、資産運用の基本姿勢としては、運用の中身は他人任せにせず、自分が中身を理解できないようなものには投資は控えて、手数料など、しっかり把握してから始める。同時に「分散投資」「長期運用」を心掛けるべきです。

### 最高の投資対象は「子供」！？

———その他に資産運用で、アドバイスはありますか。

**藤巻** いくら私が楽観論者だといっても、為替がこのままだったらダメだと思う。もっと大幅な円安、一ドルが百七十円、百八十円、本来であれば二百円まで行ってほしいんですが、その水準の円安であれば、まさにインフレスタンス。その水準が見えてくれば、“デフレよ、さようなら”です。そのバスに乗り遅れない工夫をする意味でも、外貨（ドル建て MMF やドル預金）を考えほしいですね。

逆にいえば、為替次第で方向を転換しなければならない時期も来るかもしれません。円安が進まなければ、日本経済はポシャりますから、今まで言ったことをひっくり返さなくてはならない。繰り返し強調しておきたいのは円安次第だということです。そのときに備えて、いつでも換金できるような、単純な金融商品に投資しておくことが大事なんです。

———でもリスクは高いですよ。

**藤巻** 重ねて強調しておきたいのは、資産運用は「大局的に見よ」ということです。株を頻繁に買ったたり売ったりする人はダメなんです。A 株がいいか、B 株がいいか、なんて入れ換えたりしていたら、儲けも損もチョボチョボです。これまで一番儲かった人は誰かといえば、バブル前に土地と株を買って、バブルのピークでそれを売って、借家に住んで、郵便貯金・定期預金をやった人なんです。株の銘柄を「三菱商事がいいか三井物産がいいか」なんて考えていた人はダメなんですよ（笑）。

要するに、大事なものはアセット・アロケーションなんです。いつ資産インフレに転ずるのか、そこを見逃してはいかん。株で五万円、十万円ぐらい損をしてもいいじゃないですか。まさに山崎さんじゃないけど、土地や家を買うタイミングを間違えなければいい（笑）。家を買うといった二千万円、三千万円の投資をするときに誤ってはいけません。他のものは勉強であって、そういう認識で資産運用をしていくべきです。

**山崎** ライフスタイルの面からみれば、デフレ時代からインフレになっても、なかなか家計では急に方向修正ができないのではないのでしょうか。では、インフレに付いていけるものは何かといえば、昔のように子供をたくさんつくるというのが結構現実的な対応かも



しませんね（笑）。金をかけるより可愛がって「貧乏人の子沢山」、これがインフレヘッジに関してポテンシャルがある資産ですよ（笑）。家庭が多いのは、将来の安心に繋がるし、少子化に歯止めもかかる。投資対象は子供がいちばんかもしれない。

**渋澤** 賛成ですね。私も晩婚ですが、結婚三年弱で二人いますから、このペースでいくとかなり貢献できる（笑）。

**山崎** 資産運用について考えると、はっきりした性格の金融商品を買うのが大事です。金融商品というのは基本的に、マーケットで形成される株価であったり、金利であったり、為替レートであったり、そこから生ずるリターンを売り手と投資家とが分ける仕組みになっている。では、売り手がいったいどれだけリターン（手数料）を取っているのか。先ほどの保険もひどいケースですけど、ここが非常に重要で、そこがはっきりしないもの、あるいはそれが大きいものは、基本的に買ってはいけないと思いますね。

**藤巻** もう一つ重要なのは、流動性の高い金融商品、つまり、売りたいときにすぐ売れる金融商品で運用することです。仕組みの細かい金融商品はいろいろありますが、私は昔から嫌いでした。モルガン銀行支店長時代、「藤巻さんが仕組みものに手を出さないのは頭が悪いせいだ」とよく部下にいわれました（笑）。確かにそれも半分ありますが、ローリスク・ハイリターンなどという商品はありません。ハイリターンのものは、高いリスクがある。そこは誤魔化されないで、流動性のあるもの、いつでも売れる金融商品で運用するのが賢明だと思います。

**渋澤** 私は実は「シンプル・イズ・ベター」という主義なんですよ。だからあんまり仕組みものは好きではない。やはり一人一人がリスクマネージメントを考えなければならぬ。

**山崎** お金のフットワークは大事ですよ。ほんのちょっと高い金利を求めて、社債を買う、長期の定期預金に預けるのは、それこそ変化が起こったときに、お金を動かすのに不便だということもあります。債券の場合だと究極の負け組みに入る可能性はありますね。基本的にはキャッシュと、それから売れる株、あとは外貨預金ないしは外貨建ての MMF といったものでシンプルに組み合わせるのが一番いいと思います。

（構成 山下知志）