

Contents

\*\*\*\*\*

特集：株安と金融不安の物語	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”The invasion of the sovereign-wealth funds” 「国富ファンドの侵略」	7p
< From the Editor > ボレロのように	8p

\*\*\*\*\*

特集：株安と金融不安の物語

2008 年は年頭からいきなり株式市場が混乱しました。当初は「日本一人負け」などといわれていた株価の下落は、次第に全世界的な現象となり、1月22日には米国連銀が緊急利下げに追い込まれる事態となりました。

市場は次第に米国経済の減速、もしくは景気後退を織り込みつつあるようです。そこで、サブプライム危機はこれからどうなるのか、日本株の水準が2005年9月の郵政解散以前、すなわち小泉改革以前に戻ってしまったのはなぜか。そしてこれからの世界はどう変わっていくのか などの問題について、考えてみました。

いつかどこかで見たような光景

正直なところ、筆者は年明けからの急速な株価下落に驚いている一人である。昨年末に作成した社内資料「2008年の要点整理」の中でも、2008年の株価予測は1万4500円～1万8500円としていた。この予測は、年が明けてからわずか半月で底が抜けてしまった。まことに、不明を恥じるしかない。

もっとも、事の成り行きにいちばん慌てているのは、ベン・バーナンキ米連銀議長かもしれない。昨年夏にサブプライム危機が発生して以来、速やかに利下げを実施したのは教科書通りの対応だった。9月に50p、10月に25p、12月に25pと、合計1.0%下げたところで原油価格の高騰もあり、中央銀行としてはインフレへの対応と両にらみにならざるを得なくなった。しかし、12月のFOMCでは、50p下げを期待する向きも少なくなかったため、市場にはいささか「物足りない」感じが残った。

年が明けてからも、米国経済の景気減速見通しや金融機関の巨額損失の発表が相次ぎ、先行き不透明感はさらに深まった。そこで1月10日、ワシントンでの講演においてバーナンキ議長は、「大幅利下げがある」ことをにおわせた。次回1月29 - 30日のFOMCでは、おそらく50pの利下げがあるだろうと市場は受け止めた。

他方、1月18日には、ブッシュ大統領が「GDPの1%」となる1400~1500億ドル規模の景気刺激策を発表した。米国政府が財政政策を使って景気を刺激することは珍しい。しかし、これも「具体性に乏しい」という評価を受け、市場の反応は冷淡だった。仮にこのとき同時に緊急利下げが行われていれば、市場の反応も多少は変わっていたかもしれない。しかるに、ブッシュ大統領の中東訪問が間に挟まったこともあり、財政政策と金融政策のヒットエンドランは成立しなかった。

この間に、とうとう市場は待ちきれなくなってしまう。追い込まれるようにして、連銀は1月22日、FFレートと公定歩合の0.75%下げを緊急発表する。FFレートはついに3.5%まで低下した。サプライズを狙った形だが、こんな風に市場に「催促された」形では、せっかくの決断も効果は薄い。おそらく週明け1月29 - 30日のFOMCでも追加利下げが発表されるだろうが、それもすでに「折り込み済み」となってしまうている。

せっかく景気対策を次々と打ち出しているのに、政策が後手に回り、“too little, too late”という評価を受ける。いつかどこかで、見たような光景である。新聞に「政府の補正予算の規模は十数兆円」という見出しが踊り、「しかし真水は兆円程度」という記事が続いて、効果が打ち消されてしまうという構図は、われわれの記憶の中でそんなに古くない。1990年代の日本の記憶、「金融不安」「政府の対策」「失望売り」「株価下落」というサイクルが、なんと今の米国で演じられている。

## 「ヘリコプター・ベン」と現実の違い

当時の日本政府と日銀の対応を、もっとも厳しく批判した一人が、ほかならぬ経済学者のベン・バーナンキ氏であった。特に、「日本がデフレに陥っているのであれば、ヘリコプターで金を撒け」というヘリコプター・マネー論は有名である（本誌P7、“The Economist”記事を参照）<sup>1</sup>。今回、自らがそれを実践する立場となったものの、それでもやはり利下げのタイミングが遅れてしまうというのは皮肉な展開である。

さらに皮肉なことに、経済学者としてのバーナンキ氏は「インフレ・ターゲティング論者」として知られていた。議長就任後は持論を棚上げしたものの、本当に米連銀がインフレ目標を導入していたら、インフレ懸念への対応を優先しなければならなくなり、今回のような機動的な対応はできなかったはずである。やはり学者としての意見と、中央銀行としての実践には大きな違いがあるといわざるを得ない。

<sup>1</sup> 余談ながら、小渕内閣が導入した地域振興券は、文字通りのヘリコプター・マネーであったと思う。

もっともそれは無理のないことであろう。経済学者の思考は、所詮「他の条件において等しいと仮定すれば」というバーチャル・リアリティの世界である。現実の世界においては、ありとあらゆる不確実性が顔を出す。政治的背景を度外視して、経済政策を実行できるはずがないのである。

一例を挙げれば、ブッシュ大統領が掲げた景気刺激策にしても、財政政策を実行するためには議会を通さなければならない。となれば、多数党である民主党の同意を得なければならない。というより、むしろ民主党案を「丸呑み」するのがもっとも近道と言える。しかし、大統領選挙が現在進行中であることを考えれば、ブッシュ政権がおいそれと民主党に歩み寄れるはずがない。すでに民主党各候補は、論戦で自前の対策を競わせている。

正解が分かっているからといって、それを選択できるとは限らない。言ってみれば、米国政治はわが国の「ねじれ国会」にも似た「囚人のジレンマ」状態なのである。

かくして、政府の対応は後手に回らざるを得ない。ただし今日の米国においては、「10年前の日本」という格好の反面教師がある。金融問題に苦しんだ日本の体験は、今日の事態收拾策に向けて多くの示唆を与えてくれる。

- (1) 問題の先送りが事態を悪化させる まず”Problem Awareness”が重要である。日本の場合は、不良債権問題の認識に遅れをとってしまった。
- (2) 素早い利下げが必要である 市場にサプライズを与えつつ金融政策を行うことが望ましい。とはいえ、それは実際にはなかなか難しいことである。
- (3) 金融機関のバランスシートに空いた穴は、素早く埋めた方がいい そうしないと、貸し渋り、貸し剥がしという形で金融収縮が始まってしまう。ところが、「モラル・ハザード論」があるために、資本注入に世論の同意を得ることは容易ではない。

上記のようなことは、米国の政策当事者は百も承知のことであろう。今までの経緯を振り返ってみると、(1)に対してはほぼ満点の対応であり、(2)はやや遅れが目立ち、不満が残る展開。今後の焦点は(3)となるが、Sovereign Wealth Funds という「援軍」(?)もあり、意外と早く処理が進む可能性がある。また、低所得者層に被害が広がっていることから、議会の一部では公的資金投入の議論も始まっているようだ。

いずれにせよ、正しい解決策はだいたい見えている。しかし、それを実行できるかどうかは、大統領選挙も含む政治情勢の成り行き次第であろう。日本の経験が教えるように、この問題への対応はおそろしく政治的に不人気な政策を必要とするからだ。

ちなみに日米における不良債権問題の「規模」を比較すると、1990年代の日本はおおよそ100兆円といわれ、名目GDPの20%をも占める巨大な規模であった。米国におけるサブプライム問題による被害は、当初の1000億ドルから最近の3000億ドルまで、さまざまな数値があるものの、仮に思い切って1兆ドルと見込んだとしても、15兆ドルの名目GDPから見れば1桁台となる。「米国が日本のようになる」と考えるのは悲観的過ぎよう。

## 日本株はなぜ最初に売られたか

今回の世界同時株安では、最初に日本株が下げた。日本はサブプライム危機による損失が少ないはずなのに、これは一見、不思議なことのように思える。

その答えは簡単で、おそらくグローバルな投資家たちは、急にキャッシュが必要な立場になったために、「いちばんどうでもいい市場の持ち株から順に処分した」のであろう。日本株は新興国に比べれば成長性に乏しいし、為替レートも円安傾向で魅力に欠ける。ボリューム的にも、けっして多いわけではない。それゆえに真っ先に売却された。その次にアジア株、最後に米国株という順序をたどったのではないだろうか。

日本の株式市場においては、すでに外国人投資家の売買シェアが6割を超えている。つまり日本の市場は外国人次第である。その彼らが手仕舞ったのであるから、株価の大幅な調整が起きることは不可避であったといえるだろう。

1月に出版されたばかりの『外国人投資家の視点』(菊地正俊/PHP研究所)が、この間の事情を的確に教えてくれる。著者の菊地氏は、メリルリンチ日本証券のチーフ株式ストラテジストであり、レポートの執筆や海外出張、電話会議などを通して、日本株を外国の投資家に説明する立場である。そこで生じるパーセプション・ギャップは相当なものがあるようで、本書の記述には「あっ」と驚く点が少なくない。

例えば「外国人投資家は、人口動態に強い関心を持っている」という指摘がある。そうだとしたら、人口減少に対してほとんど対応が取られていない日本は、投資対象として不適格ということになる<sup>2</sup>。言われてみれば、商社マンが対外直接投資を議論する際に、真っ先にチェックするのはその国の人口統計である。中国にせよベトナムにせよ、日本企業が投資先として選好するのは、人口が多くて国民が勤勉な国である。それを思えば、この指摘はまったく妥当かつ合理的なものであろう。要はわれわれ自身が、自国がそのような目で見られていることに気づいていないだけである。

人口動態は一例に過ぎず、ここ1~2年の日本株は構造改革の停滞といい、消費の停滞といい、M&A規制といい、外国人投資家の期待を裏切り続けた。さらに昨年7月の参院選の結果、政治も「ねじれ国会」による停滞状況に陥ったために、その翌月から外国人投資家の売り越しが続くようになった。しかもこの間にお隣の中国市場が急上昇したから、いよいよ日本が魅力のない市場に見えるようになってしまった。

今後の日本市場においては、「多くの外国人投資家が立ち去った市場で、どうやって株価を再建していくか」が問われることになる。今回のサブプライム危機により、彼らは大きく傷ついたはずである。立ち直るにはそれなりの時間を要するだろうし、再び買い始める場合も日本株の優先順位(魅力度)は相対的に低いことになるだろう。

---

<sup>2</sup> 純粋に経済力の観点から言えば、出生率の向上を目指すだけでなく、移民の受け入れ拡大でも良いだろう。

となると日本としては、「外国人投資家よ、戻ってきてくれ！」と祈るのではなく、むしろ国内にある個人金融資産 1500 兆円を動かすことを考えるべきであろう。平成になってからの証券市場は、文字通り苦難の歴史を歩んできているが、それでも現在の水準から大きく下に振れることは考えにくい。なにしろ今や、一部の優良株は配当利回りで 2%を超えている。中には日本国債以上に信用できそうな銘柄もある。

当面の日本市場にとって**最大の明るい材料は、「下げたものは上がる」という市場本来が持つ機能**であろう。

## 存在感が薄れつつある日本

ところでグローバル経済における日本の地盤沈下を、非常に分かりやすい形で教えてくれたのが、今週号の"TIME"紙が掲げているカバーストーリーである。題して"Ny・lon・kong"(ナイ・ロン・コング)<sup>3</sup>。これは「ニューヨーク、ロンドン、香港」の略である。グローバル経済を率いているのは、これら3大都市だというのである。

世界経済の3大都市にわれらが東京は入らず、アジア経済を代表するのは香港だ、というTIMEの認識はいささか衝撃的である。最近よく、「"Japan Passing"から"Japan Nothing"へ」といったことが、冗談とも自嘲ともつかぬ形で語られるが、これなどはその典型的な例と言えるだろう。

実際に香港やシンガポールに比べると、東京は英語があまり通じないし、成長率は低いし、本格的な金持ち向けサービスが少ない。何より活気という点で見劣りする。前掲の『外国人投資家の視点』には、「アジアの若者と異なり、日本の若者は一生懸命働いて金持ちになりたいという欲求や、カッコいい車に乗りたいという物欲がないのでは」という、ギクリとさせられるような指摘もある。しかし、東京が「アジアを代表する都市」の座を確保できないようでは、日本経済の未来はかなり暗いといえるだろう。

ところでTIME誌の"NY・Lon・Kong"という特集記事は、1月23日からスイスのダボスで始まった世界経済フォーラムの年次会合の話から始まる。世界の政治、経済、アカデミズムの代表が一堂に会するこの会合は、いわば「民間版サミット」である。**ダボスで注目を集めた人物や演説が、その年の流れを決める**とも言われる。

従来は日本人参加者が少なかったこのダボス会議に、今年は珍しくも福田首相が参加することになった。ところが講演内容は、半年後の洞爺湖サミットを意識して、環境問題とアフリカ支援であるらしい。昨年のメルケル独首相の演説を意識したようだが、世界の金融が大荒れになっているこの時期に、どれだけニュースになるのだろうか。

せっかくのダボス会議出席であるけれども、「日本の指導者は、世界経済の先行きへの危機感を共有していない」ことを示す結果になるのではないか心配である。

<sup>3</sup> <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,1704398,00.html>

## どんな時代の転換をもたらすのか？

最後は今後の展望についてだが、大きな経済危機が生じた後は、何らかの時代の構造転換があるものだ。1987年のブラックマンデーが日米経済の逆転を告げ、1997年のアジア通貨危機が米国一人勝ち時代の前触れであったように、2007年のサブプライム危機も何らかの構造転換の前触れとなる公算が大である。

その点で、本誌が以前から注目しているのは、サブプライム問題と”Sovereign Wealth Funds”（国富ファンド）結合の可能性である。

先週、株価下落のきっかけのひとつは、中国投資公司（CIC）がシティグループへの投資を取りやめるかもしれないという報道であった。その際、市場で流れた噂は、「中国側が米国政府に対し、台湾への武器売却を止めることを取引材料に使おうとした」である。これが本当だとしたら、典型的な国富ファンドの政治利用であり、当初からもっとも懸念されていたことが実現したことになる。

大きな経済危機が進行する際には、得てして「犯人探し」が行われるものなので、おそらく単なる「噂」なのであろう。しかし、先進国が金融危機からの脱却のために、新興国・産油国のマネーを当てにする構図がある限り、この手の「政治利用」の可能性は決してなくなる。おそらくサブプライム問題は、新興国や産油国に対して、先進国の地位が相対的に低下した契機として記憶されるのではないだろうか。

たまたま『フォーリンアフェアーズ』の08年1-2月号において、ロバート・キミット米財務副長官が「国富ファンドと世界経済」を論じている。国富ファンドの現状や問題点が的確に説明されているが、同論文は米財務省の低姿勢ぶりを示すかのように、国富ファンドは金融安定化に資すると述べ、むしろ先進国における投資保護主義に警鐘を鳴らしている。そして国富ファンドに対し、非政治性、国際水準の正直さ、民間との公正な競争、金融安定への寄与、投資先への敬意という5原則を求めている。

しかし米国政府が国富ファンドのマネーを頼りにしている光景は、いかにも寒々しく映る。新興国や産油国にとっては、余剰のドルを上手に運用できればいいだけで、先進国が決めたルールや米財務省のご託宣に従う義理はない。先進国と途上国のパワーバランスは大きく変化しつつあるのだろう。

そうなると、日本もまたサブプライム危機後の世界で「負け組」になってしまうかもしれない。そうでなくても、世界における日本経済のシェアは、かつての18%（1995年）からその半分程度の9%（2006年）に低下している。

これまでの日本外交は、基本的に「現状維持勢力」であった。簡単にいってしまえば、「金持ち喧嘩せず」であった。そのための重石が日米同盟であり、みずから問題設定をなくとも、受け身で構えていればいいというところがあった。

さて、これから先はどうすれば良いのか。答えは簡単には出ないだろう。

< 今週の”The Economist”誌から >

”The invasion of the sovereign-wealth funds”

Cover Story

「国富ファンドの侵略」

January 19<sup>th</sup> 2008

\* アラブやアジアのマナーがウォール街を買い漁っている。政治的な反発が生じるのではないか…。この問題に、”The Economist”誌がいかに「らしい」主張をしています。

< 要旨 >

バーナンキはかつて、必要とあればヘリコプターでカネを撒けと説いた。連銀議長は、まさか産油国とアジア諸国の編隊が、ウォール街上空を旋回するとは思わなかったろう。

1月15日、シンガポール、クウェート、韓国の政府がシティグループとメリルリンチに210億ドルの命綱を投げた。両社にとって、初めてのことはない。石油価格上昇とアジア輸出増加により、国富ファンドは急拡大している。昨年、サブプライム問題が弾けてから、既に690億ドルを先進国の巨大投資銀行に資本注入した。彼らは2.9兆ドルもの資金量を持ち、西側の銀行が弱点を晒し出したところへ、救世主として現れた。

一見、これぞ資本主義である。カネは余っている場所から足りないところへ動く。彼らはプロとして投資している。しかし2つの懸念がある。ひとつは国富ファンド自身の欠点、もうひとつは保護主義を誘発しかねないことだ。すでにサルコジ仏大統領は、その気配がないのに、「過激な」国富ファンドから仏企業を守ると約束している。

国富ファンドが動かす資産はヘッジファンド産業全体に匹敵する。しかも彼らは損得を度外視できる。ノルウェーを例外として、投資内容や目的を公開する必要もない。

資金を受け入れる側としては、これぞ天佑である。相手がヘッジファンドなら経営者は石もて追われるが、長期投資家は守ってくれる。国富ファンドの意図は、競争の抑圧や自国企業の保護、あるいは地政学上の目的かもしれない。彼らは規制当局や、株主や有権者に対して説明責任を持たない。これではならず者投資家になるのは必定であろう。

米国は不況もしくはそれに近い状態であり、バーナンキは利下げを約束するが、金融システムへの信認は低い。「乞食は選ぶことができない」という古い諺どおりである。

友好的な国富ファンドが続くのは一時的な現象だろう。アラブが港湾を保有するのも、中国が石油企業を買収するのも、米国の政治家は反対した。ヒラリー・クリントンも国富ファンドを警戒する発言をしている。一旦緩急があれば、外資は招かれざる客となる。

政治の世界において、恐怖は理屈よりも受けやすい。しかし外資に障壁を作りつつ、途上国に市場開放を迫るのは偽善であろう。受入国は国富ファンドに対して特殊な扱いをすべきではない。ほとんどの国は、すでに銀行の保有と防衛にはセーフガードを有している。

東側に黒字があり、西側に赤字がある限り、国富ファンドはなくならないだろう。理想をいえば、中東やアジアの高貯蓄国が経済を自由化し、官僚ではなく市民が投資するようになればいい。しかし奇跡を期待するなかれ。問題は保護主義が起こさないことだ。

懸念を和らげるには透明性が必要だ。手始めに、ファンドの目的と保有内容を公開する  
アニュアルレポートはどうだろう。ヘッジファンドなど第三者を通じた投資も助けになる  
はずだ。理想を言えば、個々の企業へのシェアを低くして、政治圧力を避けるといい。

新興国の国有ファンドが自国の民間銀行に出資することは、西側政府にとって理想とは  
程遠いことだった。しかしこれを機に、途上国は資本主義の未来により大きな責任を持つ。  
むしろ問題は、外資に神経を尖らす先進国側にあるのかもしれない。

## < From the Editor > ボレロのように

世界同時株安の報道を見ていて、なぜか『愛と哀しみのボレロ』(1981年、クロード・  
ルルーシュ監督)という映画を思い出しました。この映画の冒頭には、こんな文字が浮か  
びます。(うろ覚えですが)

人生には一つか二つの物語しかない。  
そしてそれは繰り返されるのだ。  
初めてのときと同じ残酷さで。

この映画は、4つの国(仏、独、口、米)における第2次世界大戦前後の歴史を描いて  
います。4つの家族が登場しますが、どれも音楽に関係の深い血筋です。運命は彼らを翻  
弄し、出兵、別離、迫害、愛する人の死、などいくつもの悲劇が繰り返されます。やがて  
物語は次世代へと受け継がれ、4つの家族には再会、成功、自分自身の発見といった物語  
が続きます。そして4か所で進行していた物語は、最後はひとつに合流する。「ラヴェルの  
ボレロ」のコンサート会場において、すべての家族が出会い、あるいはすれ違います。

大変紛らわしいことに、この映画は同じ俳優が違う役で何度も登場します。まあ、1回  
見ただけでは、サッパリ筋が分からない。もともとはテレビドラマのシリーズだったもの  
を、無理やり1本の映画にまとめたらしく、いくら3時間の長尺でも足りない。それでも  
最後のボレロのコンサートで、単調な音楽と踊りがじょじょに高揚して行く場面は、見て  
いて胸に染み入るものがある。そこで観客は、長い波乱のドラマが似たような物語の繰り  
返しであったなあ、と腑に落ちるのです。

ということで、この冒頭メッセージは素敵だなと思うのです。同工異曲に、「歴史は繰り  
返される。1度目は悲劇として、2度目は喜劇として」があるけれども、こちらは後世の高  
みから歴史を見下しているような傲慢さがあって、あまり好きではない。1回限りの人生  
を送っている者にとっては、たとえそれが繰り返しや愚行であったとしても、悲劇は悲劇  
というもの。少なくとも、それが自分の身に起きたことであったならば、けっして笑えな  
いはずです。



市場をめぐる信用の拡大と崩壊というドラマも、どれもこれも似たような物語です。サブプライムとか、CDOとか、ややこしい仕組みが入っているからといって、その本質を思い切り単純化してしまえば、人間の欲が暴走して最後は調整に向かうというお馴染みのストーリー。オランダのチューリップや日本の不動産神話、近いところではドットコム・ブームなどと、それほど大きくは変わらないはずです。

世界同時株安というドラマが、ラヴェルのボレロと似たようなものだと思えば、そこから得られる教訓は2つあります。ひとつは「笑ってはいけない」。なぜなら、明日は我が身だから。そしてもうひとつは「絶望してはいけない」。なぜなら、似たようなことがこれからもきっと繰り返されるはずだから。

\* 次号は2008年2月8日(金)を予定しています。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)