

Contents

特集：バブルはなぜ生じたのか？	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Fare well, free trade” 「ごきげんよう、自由貿易」	7p
<From the Editor> 2009年のカレンダー	8p

特集：バブルはなぜ生じたのか？

今年最後の溜池通信をお送りします。それにしても2008年は多事多難な年だったと思います。これだけの1年を体験した後では、2009年はたとえ何が起きたとしても、さほど驚くことはなさそうです。

今週号では、金融危機の今後を占いつつ、「バブルはなぜ生じたのか」という随想めいたものをまとめてみました。新しい年に向けての何らかのヒントになれば幸いです。

金融危機は来年春頃に収拾か？

2009年に向けて、誰もが気になるのは金融危機の行方であろう。というより、それがハッキリしない限り、何の予定も立てられないといえる。

そこで乱暴に予想するならば、**おそらく春ぐらいには市場の混乱が収まる**のではないかと筆者は考えている。理由は簡単で、時間が経過するからだ。どんな手ひどいショックであっても、時間はたいがい問題を癒してくれる。なにしろ人間と言うものは、怖いこと、つらいこと、嫌なことなどに対して、強力で頼もしい対抗手段を有している。それは「忘れる、慣れる、飽きる」である。

ざっくり言ってしまうと、**9月15日に発生した「リーマンショック」から半年**、というのが目安ではないかと思う。だから来年春には一応の安定を見て、その時点でやっとこの危機がもたらした被害の状況が見えてくるのではないか。台風が過ぎてはじめて、誰がどれくらいの被害を受けたか、再建には何が必要かといったことを考える余裕ができる。逆に言えば、台風が来ている最中は、とにかく身を低くして我慢を続けるより他はない。

この点で、11月7日のBSジャパン『マーケットウィナーズ』において、同番組のコメントーターである岡崎良介氏（TAKMA キャピタル運用担当取締役）が興味深い研究を紹介していた（たまたまその日は筆者も出演していたので印象に残っている）。

米国のダウ平均や日経平均の歴史の中で、「1日に3%以上値下がりした日」を全部洗い出してみる。1929年10月28日の「暗黒の木曜日」（-13.47%）や1987年10月19日の「ブラックマンデー」（-22.61%）など、歴史に残る大暴落が浮かび上がってくる。なぜかこの手のパニック売りは、圧倒的に10月が多く、曜日でいうと月曜日に多いのだそうだ。

日米パニック売りのトップ10 (C)岡崎良介氏

	米国（ダウ工業株）		日本（日経平均株価）	
1	1987年10月19日	-22.61%	1987年10月20日	-14.90%
2	1929年10月28日	-13.47%	2008年10月16日	-11.41%
3	1929年10月29日	-11.73%	1953年3月5日	-10.00%
4	1931年10月5日	-10.73%	2008年10月10日	-9.62%
5	1929年11月6日	-9.92%	2008年10月24日	-9.60%
6	1932年8月12日	-8.40%	2008年10月8日	-9.38%
7	1932年1月4日	-8.10%	1974年10月1日	-9.26%
8	1987年10月26日	-8.04%	1970年4月30日	-8.69%
9	2008年10月15日	-7.87%	1971年8月16日	-7.23%
10	1930年6月16日	-7.87%	2000年4月17日	-6.98%

こういった暴落は、一定期間に固まって生じるものであって、1930年代でも1980年代でも、だいたい同じパターンをたどる。つまり3%以上の下げがドンと来ると、また続けて似たようなパニック売りが何度も繰り返される。それが非常に短い間隔で訪れるのだが、そのうち下落の間隔が1週間、2週間と開き始める。ちょうど大地震の後の余震のような感じで減っていく。かくして市場は安定に向かうのである。

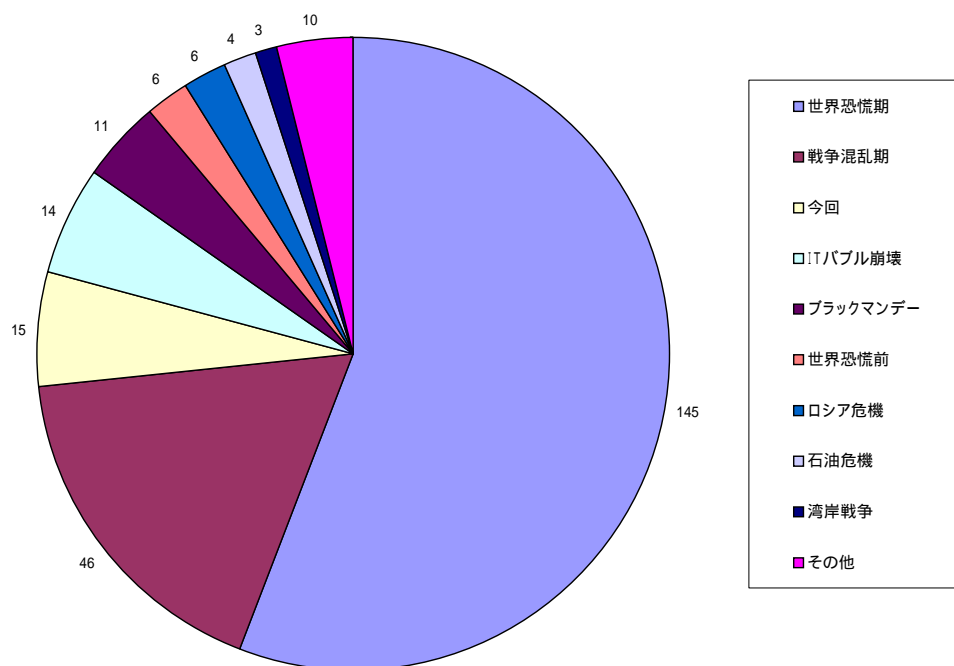
この分析に沿って考えると、今回のリーマンショック以来の株の変動というのは、依然として余震がおさまっていないので、まだしばらくは続くのであろう。岡崎氏によれば、「カレンダーベースで90日以上暴落（3%以上の下落）がなければ、市場は痛みを忘れる傾向がある」とのこと。つまり3ヶ月ぐらいいは暴落が起きない、という状態になることが何よりも待たれるところである。

金融の新しい仕組みをどう作っていくか、規制のあり方はどうすべきかといった問題は、そうなってから後でゆっくりと考えれば良い話であらう。

バブルは発生しやすくなった？

岡崎良介氏の研究から、ひとつ重要な発見が浮かび上がる。それは 1980年代以降、パニック売りが発生しやすくなっているということだ。

過去のパニック売りの分類 (C)岡崎良介氏



過去に発生したパニック売りの大多数は、世界恐慌や戦争混乱期に発生している。とはいえ、これらは資本主義のルールが未整備だった時代の出来事である。市場の監視システムも年金制度や医療保険もない時代であり、政策的な間違いも繰り返されている。例えば大恐慌のときに各国が保護主義に走ったし、米国が利上げや増税を行ったのも明らかな失敗だった。これではバブル崩壊の影響が長引いたのも無理はないところである。

そういった古い時代を除外すると、金融危機は1980年代のブラックマンデー以降に発生しやすくなっている。「アンラッキーセブンの法則」が示す通り、1987年のブラックマンデー後に日本の土地と株のバブルがあり、1997年のアジア通貨危機後に米国のハイテクバブルがあった。これらは文字通り「10年に1度」程度のバブルだったが、今回は米国で超弩級のバブルが破裂してしまい、「100年に1度」金融危機が起きてしまった。

それでは、なぜこんなにバブルが起りやすくなっているのか。仮説段階なるも、筆者は以下の3点が有力ではないかと考えている。

第一に考えられるのはグローバル化の影響だ。以前は国家の枠組みの中にとどまっていたマネーが、今では「より儲かる分野へ」と軽々と国境を越えるようになった。結果としてブームが生じる国や地域へは、世界中のマネーが殺到する傾向がある。

その意味では、世界的に「フロンティア」と呼べるような地域がなくなりつつあることも重要な意味を持っているのかもしれない。「中国の次はインド」「インドの次はアフリカ」などと未開拓分野を求めているうちに、「確実に高成長が期待できる分野」が見当たらなくなってしまったのである。

資源インフレが深刻化した 2008 年前半には、「ロシアが北極の資源を独り占めしようとしている」「中国が南極の資源を狙っている」などといわれたものである。が、冷静に考えてみれば、本気で南極や北極を目指すようになったら地球はお終いである。それがバブルでなくて一体なんなのか。毎度のことなれど、崩壊して初めてバブルはバブルであることが分かるし、破裂する寸前まで人々は大真面目にバブルの物語を信じているものだ。

第二に、証券化やデリバティブなど、いわゆる金融工学が発達したことをあげることができよう。格付けや数式で貸し出しが決まるようになり、「人を見てカネを貸す」という金融道の基本がないがしろにされる時代が来たことで、今回の危機が深まったという話はかねてからの筆者の持論である。が、ここでは繰り返さない。

第三に、高齢化という要因がある。日本だけではなく、高齢化は先進国全体で起きている。そうすると、高齢者が老後を託す年金基金などがどんどん大きくなっていく。そして最近はどういったファンドの意向が、企業にとって無視できない要素になっている。

自分がファンドを運用する立場になって考えればすぐわかることだが、運用する側にとっては配当の高い会社、利益率の高い会社がいい投資先ということになる。そうすると年金の運用担当者は、ROE の高い会社を選ぼうとするし、投資先にも ROE 向上を迫る。そうやって運用利回りを上げないことには、彼ら自身がお金を集められないからだ。

ところが投資を受け入れる企業の側としては、資本効率を上げるというのはつらい課題である。仮に ROE10% が目標であれば、資本金 10 億円の会社は年間 1 億円稼がなければならず、利益がそれに満たないようなら、資本金を減らして株主に返せ、ということになる。真面目にそれを受け入れると、経営の安定性を損なうことになる。

資本効率重視経営がバブルを生む？

筆者は 1980 年代に入社した古い世代であるせいか、「利益は量を競うものであって、率を争うべきものではない」との思いを持ち続けている。何しろ古きよき時代には、経常利益は単に大きければいい、自己資本も多ければ多いほどいいとされていた。資本効率を良くして、株主のお金を大事に使おう、などという発想は乏しかった。

それが 1990 年代に株主重視経営が急速に普及していく間に、利益は量ではなく率を争うものだという常識が定着してゆく。しかし自己資本を減らせば、経営の安定性は失われてしまう。もちろん、株主のお金を使って豪華な自社ビルを建てるとか、美術品を買い集めるといのは論外である。お金の使い方にディシプリンを働かせるという意味で、株主重視経営は正しいことである。だが、いざという日に備えてキャッシュを蓄えておくといった手法は、それほど責められるべきことではないと思うのだ。

また、資本効率を重視する経営は、企業に本来なら取らなくてもいいリスクを取らせることにつながる。早い話が、ROE 20% 以上のビジネスというものは、この世の中にそれほど多くはないはずである。

ほんの 10 年ぐらい前に「IT バブル」があった。情報技術が急速に進展しているから、先行すると巨大な利益が転がり込んでくる。市場を独占することで収益逡増の法則が働く。IT は「Winner-take-all」（勝者総取り）の世界である、などといった楽観論が振りまかれた。だとすれば、IT ベンチャー企業にとっては、ROE 20%とか 30%も可能だという夢のある話になる。日本でもソフトバンクや光通信の時価総額が、それぞれ 18 兆円、7 兆円といった規模に膨れ上がったのが 2000 年初頭のことだった。

でも、どう考えてもそんなに儲かるわけがないとみんなが気づいた途端、IT バブルは崩壊してしまった。当時は「新しいミレニウム（千年紀）が来る」ということで、世界的に浮ついた楽観的なムードが流れていたのである。

これは典型的なケースだが、問題の本質は「実際にビジネスをする人たちよりも、その後ろに立って、他人の成功に期待している人たちの方が多くなってしまった」ことにあるのではないか。だからこそ、小さな儲け話にも大きな期待が生まれてしまう。その結果として、バブルが生じやすくなっている。高齢化をバブルの主犯と断定するのはやや気の毒な気もするが、共犯の容疑は十分に成立すると思う。

プレイヤーか、バイスタンダーか？

カジノかどこかで、大勢がカードゲームをしている様子を思い描いてみていただきたい。その中で、プレイヤーたちが勝ったり負けたりしている。そのうち、テーブルを離れてプレイヤーたちの後ろに立って、彼らにお金を貸したり、情報提供したりする方が儲かる、ということに気づく人たちが出てくる。バイスタンダー（見物人）の登場である。

わざわざ説明するまでもないだろうが、プレイヤーがメインストリート（産業界）で、バイスタンダーがウォールストリート（金融界）ということになる。本来はプレイヤーが主役であって、バイスタンダーが脇役でなければならないのだが、そのうちに、バイスタンダーの方が偉そうな態度を示すようになる。なんとなれば、バイスタンダーには高齢者マネーがどんどん流入してくるので、両者のパワーバランスが崩れてしまうのだ。

バイスタンダーはプレイヤーに向かい、「このままでは儲からないから、もっと派手なゲームをしろ」と要求するようになる。するとプレイヤーたちは、「お前たちのためにゲームをしているんじゃないぞ」と不満を抱き始める。しかしプレイヤーが、「あほらしい」と言ってゲームを止めてしまったら、全員が困ってしまうことになる。

仕方なしにプレイヤーたちは、高いレートでゲームをするようになる。つまりはレバレッジを上げて、資本効率を上げてというわけだ。これではバブルが起きやすくなるのも無理はない。原因はバイスタンダーの暴走、ということである。

プレイヤーとバイスタンダーの関係は、最近流行の言葉に置き換えれば「プリンシパルとエージェント」の関係ということになる。プリンシパルは何かを実行する主体であり、エージェントはその意を受けて仕事をする専門家という対比である。

この点で、産業界というプリンシパルは、金融界というエージェントに振り回され過ぎてしまった。つまり両者の力関係が崩れたために、バブルが発生したといえるのではないだろうか。そして金融界の力を増したのは、高齢化による「高齢者マネー」の増大であった。

そのように考えれば、まさしく高齢化時代はバブルが生じやすいということになる。もちろん高齢化を止めることはできないし、高齢者の資金を安定的に増やすという仕事も必要とされる。高齢者は、自分の手で商売を始めるには向いていないので、そこはやはり他人の成功に期待するしかない。それを手伝うビジネスも繁盛する。しかし、彼らの期待が強くなり過ぎると、実際にビジネスをする者にとっては迷惑な話になってしまう。

なんとも悩ましい問題だが、そこをどうやって折り合いをつけていくか。おそらく、現在の金融危機が一応の収束を見た時点で、このことについて真剣に検討することが必要になってくるのだろう。

プリンシパルよりエージェントの時代？

以下は若干の雑談、ないしは臆言である。

昨今の風潮として、意欲があり頭もいい若者たちは、ビジネスの現場に就くよりも金融やコンサルティングを目指す傾向があるらしい。その方が収入も高いし、カッコいいというわけだ。つまり、プリンシパルよりもエージェント志向というわけだ。

エージェントの方がカッコいい、という誤解が生じるのは、ゼネラリストよりもスペシャリストの方が賢く見えるからではないかと思う。実際に両者の間には、いわゆる「情報の非対称性」が生じる。エージェントは専門家であるから、その気になれば容易にプリンシパルを騙してしまえる。プリンシパルの側は自己防衛が必要になってくる。

Principal	Agent	両者の関係 対応策
患者	医者	医者は、患者に本来は不要で高価な治療法を勧めることができる 患者は、他の医者にセカンドオピニオンを求める
政治家	官僚	官僚は、政治家の指示した法案を骨抜きにすることができる 政治家は、アメとムチを使って官僚を従わせる
投資家	金融機関	金融機関は、投資家に危険な金融商品を買わせることができる 投資家は、他の Agent を使って金融機関の信憑性をチェックする
読者	本の著者	著者は、「俺はこんなにすごい」と読者をだまそうとする。 読者は、他の著者の本を読んで情報をクロスさせる

上記のような関係において、「患者は自分の病気について詳しくなるべきだ」「政治家は官僚に負けない知識が必要だ」などといったことが最近によく言われる。が、情報量でプリンシパルがエージェントに敵わないのは当たり前のことなので、むしろ「だまされないような仕組みづくり」の方が重要だといえよう。

プリンシパルよりもエージェントが威張っている、というのは明らかに間違っている。エージェントはプリンシパルの成功にパラサイトするしかない立場であるし、本当の意味でリスクをとって勝負しているのはプリンシパルの方なのだ。こういう誤解を放置しておくべきではあるまい。

エージェントの知識に対抗するためには、プリンシパルには知恵が必要である。 知恵が失われると、ついついエージェントに振り回されて、バブルも起きやすくなってしまう。なるべくなら賢い患者、賢い読者、賢い投資家でありたいものである。

< 今週の”The Economist”誌から >

"Fare well, free trade"

Leaders

「ごきげんよう、自由貿易」

December 18th 2008

*** 自由貿易を貫く”The Economist”誌が、世界同時不況による保護主義圧力を論じています。日本について、一言も触れられていないのがちょっと寂しい。**

< 要約 >

このクリスマス、世界経済にはめでたい話がない。信用収縮に資産デフレ、需要の萎縮で先進国は第2次大戦以来の不況に直面している。今週の米連銀はゼロ金利政策に踏み込んだが、政策当事者の恐怖のほどが窺える。新興国でも輸出不振で冷え込みは急である。

グローバル化時代には悪いニュースだが、30年以上ぶりに貿易と投資が減少している。世銀によれば、新興国への資金流入は2007年のピーク時1兆ドルから09年には半減し、貿易量も1982年以来始めて減少に向かうという。これでは調整は必至というもの。輸出主導型の中国やドイツは、内需を振興しなければ減速しよう。経常赤字の新興国は、資金も枯渇するだろう。不平をかこつ政府は古き間違った保護主義に向かうリスクがある。輸出補助金や関税や通貨安によって、国内の雇用と収入を守る誘惑が働くかもしれない。

が、歴史の教訓は明らかである。1930年代の孤立主義が恐慌を厳しいものにした。今は確かにWTOや多国間取り決めがある。しかしサプライチェーンやカンバン方式で武装した今日のグローバル経済は、些細な政策にも妨害されてしまう。開放度を少し下げただけで、2009年の不況を深くしてしまう。たとえそれがWTOのルール内であったとしても。

多くの国の政治家は、市場開放と言っても口だけである。11月のG20はドーハラウンド合意を目指すと言ったが、その直後にロシアとインドは関税を上げた。経済の悪化に伴い、いつもの疑惑が頭をもたげてくる。もっとも危ないのが米国だ。民主党多数の次期議会は明らかに貿易に否定的だ。オバマも貿易については二心ありの印象を残している。

輸出が減れば新興国の自由化意欲は失われる。20年にわたる関税引き下げにより、彼らにはWTOルールよりも上げ余地がある。輸入制限の余地も残されている。

米国も中国も困難な産業は助けると言っている。結果がどうなろうと、ビッグスリー救

済は差別的補助金である。中国の輸出業者は倒産しても援助が受けられる。補助金は補助金を生む。サルコジ仏大統領は製造業を助けないと欧州は「産業不毛の地」になると言う。報復措置もやりかねない。対中赤字が史上最高となれば米議会の対中姿勢も変わるだろう。

為替も問題だ。中国高官は表向き元を下げる気はないと言う。ところが11月下旬から人民元は対ドルで下げている。元安政策ということになれば、米中摩擦再燃もありうる。

これでは自由貿易主義者は心配が絶えない。まずは米中の政治的指導力が重要で、近隣窮乏化政策は論外である。第2にドーハ妥結が望ましい。オバマ氏も信頼を勝ち得ると言うものだ。第3に透明性である。新たな貿易障壁をWTOが公表するのは良いアイデアだ。

保護主義への最良の保険はマクロ刺激策である。国内需要が伸びれば対外圧力は収まる。ただしその努力は各国でまちまちだ。資金逃避が起きている新興国では支出拡大の余地はない。ドイツのような債権国が財政刺激に背を向けている。債権国も内需を振興し、IMF経由で新興国に資金を拠出すれば、自由貿易の未来も明るくなる。1930年代の保護主義はマクロ経済政策の失敗によるものだった。それを繰り返してはならない。

< From the Editor > 2009年のカレンダー

新年を迎える際の準備として、来年の予定表を作ります。ところが2009年は今年と違って目立つイベントが少ないですね。とりあえず、気になるのは以下のような事件です。

1月31日、ウィンドウズがXPを発売終了

——大変だ、今のうちにXP搭載機を買っておかなければ！ちなみにPCを買うときは、大晦日のビックカメラがねらい目だそうですよ。

3月23日、ワールドベースボールクラシック決勝戦（ドジャースタジアム）

——原監督では不安だけど、日本のためだと思って応援いたしましょう。

5月21日、裁判員制度スタート

——なんでこんな変な日に始まるのでしょうか。とりあえず、ウチには来なくてよかった。

9月21日～23日、三連休

——9月19日（土）、9月20日（日）、9月21日（敬老の日）、9月22日（国民の休日）、9月23日（秋分の日）ということで見事に5連休です。

10月1日、中国建国60周年

——中華人民共和国が何と還暦です。ある意味では五輪や万博より重要な年といえます。ちなみに2009年は、チベット蜂起50周年と天安門事件20周年でもあります。

10月2日、国際オリンピック委員会総会で2016年夏季オリンピック開催都市が決定。

東京の招致、決まるでしょうか。私はオバマ人気のせいで、シカゴに取られるような気がして仕方ありません。

12月7日～12月18日、COP15（コペンハーゲン）

——ポスト京都議定書締結の締め切りです。環境問題への熱意は再び呼び覚ませるか？

2009年は5月と9月の2回、5連休があります。どんな風に使うべきか、今から早めに計画を立てたいものです。

*次号は2009年1月9日（金）を予定しています。皆様、良いお年をお迎えください。

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にてお願いします。

〒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)5520-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com