

Contents

\*\*\*\*\*

特集：リーマンショック1周年に思うこと	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”The art of the possible” 「可能性の技術」	7p
<From the Editor> 鳩山新政権発足に思うこと	8p

\*\*\*\*\*

特集：リーマンショック1周年に思うこと

あの日からとうとう1年が過ぎました。2008年9月15日、投資銀行リーマンブラザーズ社の経営破綻は、今では遠い昔のことのように感じられます。とはいえ、先進国の金利はなおもゼロ近辺に定着し、各国政府は大規模な財政刺激策を繰り返し、それでも経済活動は大きく低下し、雇用情勢は悪化の一途をたどっている。ここへ来て新興国経済が好調さを見せ、各国の株価もそれなりに戻しているとはいえ、おそらく「平常への回帰」はかなり先のことになるのではないのでしょうか。

果たしてあの日を境に何が変わったのか。この1年を通しての世界経済の変容について、あらためて考えてみました。

この夏のハリウッド映画が低調な理由

私事ながら、筆者は今年の夏休みに郷里の富山で立山に登った。8年ぶりに挑戦してみたところ、結構な混雑ぶりで驚いた次第だが、今年は『劔岳 点の記』が興行収入20億円を超えるヒットとなったために、中年の登山客が急増したのだという。ただしこの映画は、地元贔屓を割り引いて言わせてもらえば、それほどの名作とは思えない。というより、こんなに地味な映画がヒットするということが奇跡的なことだと思う。

実はそれにはごく簡単な理由があった。この夏はハリウッド映画の対抗馬が不在だったのである<sup>1</sup>。今年の夏休み期間中に、興行収入の週間TOP10に入った洋画は、『HACHI 約束の犬』、『ナイト・ミュージアム 2』、『ハリー・ポッターと謎のプリンス』の3本だけ。

<sup>1</sup> 興行収入ランキングはCS Gyaoo映画ニュースを参照した。<http://eiganavi.csgyao.com/news/ranking/index.html>

いずれも低年齢層向けの低予算映画であり、しかも後の2つはシリーズものの企画。これでは夏の映画戦線が邦画勢圧勝となるのも無理はない。

ハリウッド映画はなぜ不調なのか。簡単な理由で、カネが回らないからであろう。映画作りというビジネスは、当たり外れが大きい究極の「水商売」である。誰かがリスクマネーを調達してくれないと、ビジネスが成立しない。ウォール街が機能不全になってしまえば、「話題のハリウッド超大作」は作れなくなってしまう。何のことはない、「カネの切れ目がヒットの切れ目」だったというわけだ。

今年のアカデミー賞では、インド映画の『スラムドッグ\$ミリオネア』が作品賞と監督賞を受賞した。つまり、「ハリウッドがダメならボリウッド<sup>2</sup>がある」<sup>3</sup>、「当面、映画作りが低迷している間は、よその国に頑張ってもらいたい」ということなのだろう<sup>3</sup>。

ハリウッドにとっては、当面、雌伏の時期が続くそうだが、とはいえ、エンタテインメント産業はしたたかである。映画ビジネスそのものの火が絶えなければ、いずれハリウッドに資金が戻ってきて、米国映画のコンテンツ製作力がモノをいう日が来ると考えているのだろう。米国経済の前途は、「短期楽観・中期悲観・長期楽観」というのが以前からの本紙見解であるが、これは映画産業の将来にも当てはまるかもしれない。

### 楽観論の浮上は何を意味するか

かくしてリーマンショック後の金融界の混乱は、先進国の実体経済から雇用情勢はもとより、夏休み映画の勢力図にまで影響を及ぼしたわけである。ただし、それも1年たつと状況はかなり落ち着きを見せ、最近では先行きへの楽観論も芽生え始めている。

なにより株価が戻り始めていることが大きい。世界各国の年初来株価を見ると、以下のように「先進国はそれなりに、新興国は盛大に」上げている。まるでかつての「デカップリング論」が逆襲しているようである。

### 世界各国の株式指数の変化<sup>4</sup>

< G7 >		< 新興国 >	
米国 (DJIA)	+ 8.8%	インド	+ 68.5%
日本 (日経平均)	+ 15.0%	中国	+ 80.8%
フランス	+ 20.9%	ロシア	+ 83.5%
ドイツ	+ 21.6%	インドネシア	+ 93.1%
イタリア	+ 22.9%	ブラジル	+ 97.2%
イギリス	+ 30.0%		
カナダ	+ 40.4%		

<sup>2</sup> インド・ムンバイの映画産業の別称。旧名ボンベイの頭文字Bにハリウッドを掛け合わせて作られた。

<sup>3</sup> 日本映画も『おくりびと』がアカデミー外国映画賞をとったからといって、喜んでばかりはいられない。

<sup>4</sup> The Economist誌のMarket欄から。昨年12月31日から今年の9月9日にかけて、各国の代表的株式指数の変化率をドル建てで表示したもの。

そんな中で、最近目立つのが「ウォール街に強欲が戻ってきた」という指摘である。リーマンショック後の混乱で、「投資銀行」の看板を下ろしたゴールドマンサックス社は、今年4-6月期の決算で34億3500万ドルと過去最高の当期利益を計上し、2万9400人の社員に対する報酬総額は、実に66億ドルに上ったという。同社は「ストレステスト」には既に合格し、昨年秋に注入された公的資金100億ドルはすでに返済している。が、公的支援を受けていた企業の「大盤振る舞い」に対し、納税者の心中は穏やかではないはずだ。

さらに公的資金を返すめどが立たないシティグループが、基本給を5割増やす計画があると聞くと、ますます唖然とするほかはない。「ウォール街の常識は天下の非常識」ということで、「金融叩きポピュリズム」が生じるのも無理からぬところである。

G20では、金融危機の再発防止のために「金融機関の監督・規制の強化」と「経営幹部への報酬制限」が議論されている。後者は単なるやっかみではなく、「成功報酬に偏った給与体系が、リスクの高い経営判断を招いた」という反省によるものである。

それでは米国の金融当局は、本気で「ウォール街の常識」を変えようと挑戦しているだろうか。おそらくそこは腰が引けていて、改革を急ぐことによって金融機関の行動を制約し、せつかくの回復機運に水をさすことを怖れているように見える。逆に言えば、今の樂觀ムードがいかに脆弱なものであるかをよく自覚しているのであろう。

この状況は、ついつい日本経済の経験に重ね合わせてみたくなる。のど元過ぎれば熱さを忘れ、「金融危機は峠を越した」と言いたくなるが、まだまだ危機は再燃の恐れがある。問題は、関係者が現状に「自己満足」してしまい、次の「危機」を招いてしまうこと。かつて、ロバート・フェルドマン氏がしばしば日本経済を評するときに使った「CRIC サイクル」という言葉がピッタリ当てはまると思うのだ。

## CRIC サイクル

1. Crisis : 「危機」が発生すると・・・
2. Response : 「対策」が打たれるが・・・
3. Improvement : 「改善」が見られると・・・
4. Complacency : 「自己満足」して対応が止まる。

日本経済は、「自己満足」による油断から、次の「危機」を何度も招いてしまった。1997年4月に財政再建を急いだことが「山一・北拓ショック」を招いたし、2000年8月にはゼロ金利解除を急いだことが、景気の腰折れにつながった。

これらの失敗は当時、日本政治や社会に特有の問題だと批判されたものだが、大きな金融危機が起きた後では意外と普遍的な現象であるのかもしれない。民主主義社会において、金融機関への公的支援には厳しい批判が付きまとう。それだけに「もう良くなったと思いたい」気持ちはどうしても強くなる。ただし、「出口戦略を急ぐと碌なことがない」というのが日本の教訓である。

## 歴史に if はないけれども...

もしもリーマンショックがなければ、世界はどうなっていたらだろうか。リーマンブラザーズの経営破綻を回避していれば、これだけの危機は避けられたのではないか……。この1年間には、そんな議論を何度も聞いた。歴史の大きな曲がり角には、得てして「if」の議論が多くなるもので、特に1周年ともなればなおさらである。

今週9月16日、岡三証券法人セミナーにおいて、米国ISI社のワシントン所長で著名な金融アナリストであるトム・ギャラガー氏とパネルディスカッションをする機会があったので、筆者はこの件について感想を求めてみた。ギャラガー氏の意見は、「リーマンをつぶさなければ良かった、というような結果論が今でも語られているのは残念なことだ。あれだけのグローバルインバランスがあったからには、いつかどこかで破局は訪れていたであろう」であった。たまたま2008年9月15日が金融の歴史の分岐点になったけれども、遅かれ早かれ、同様な瞬間はいずれ訪れていたはずだ、というのである。

ギャラガー氏はむしろ、リーマンショックがもたらした結果に注目すべきだと強調した。「この1年で、政策当事者の見方が変わった。『バブルは予測できない』という意見が後退し、『バブルは警戒すべきだ』に取って代わられた。それがもっとも重要なことではないか」

白川日銀総裁の言葉を使えば、「FRB ビュー」(バブルは崩壊してはじめて認識できるものだから、危機が起きてから行動すればよい)から、「BIS ビュー」(バブルが発生する前に市場に介入すべき)に移行したということになるだろう。マクロプルーデンス政策の考え方が、「米国流」から「日欧流」に変わったと言っても良いかもしれない。

グリーンSPAN議長時代にはFRBビューが主流であり、実際に同議長はバブル崩壊後の国際金融界を巧みに誘導した実績があった。1987年のブラックマンデー、1998年のLTCM危機、そして2000年のハイテクバブル崩壊などである。そういう事例が繰り返されるたびに、「政策のよろしきを得れば、バブルなどたいしたことはない」という認識が広がってしまった。

ところがファインプレーに見えた一連の事態収拾策は、「バブルの清算を新しいバブルで行う」ことの繰り返しでもあった。この間に金融界は、「エマージング市場」「IT産業」「BRICs」など、新たな儲けばなしのネタを次々に作り出し、それらが行き詰まるたびに目先を変えてきた。

「これなら確実に儲かる」という話の連鎖が、最後に行き着いたのは「米国の住宅市場」という意外に平凡な投資対象だった。21世紀初頭の米国社会は、ちょうどベビーブーマー世代の先頭が60代に差し掛かり、老後の金融資産の形成を求めている頃でもあった。「土地神話」の存在は誰にとっても好都合であり、それが空前のバブルを形成した。われわれはリーマンショックのお陰で、ようやくそれに気づくことができたのである。

## 忘れ去られている危機の根源

このように考えてみると、「金融の監督・規制の強化」や「報酬制限」といった再発防止策は、所詮は枝葉の問題ではないかと思えてくる。なぜなら、**バブルが発生する根本の理由に切り込んでいないから**。以下は、本誌 2008 年 12 月 22 日号「なぜバブルは生じたのか？」の論旨と一部重なるが、リーマンショック 1 周年を機にあらためて考えてみたい。

そもそも、なぜバブルが繰り返して起きるようになったのか。根本的な理由が 3 つ考えられる。

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」を目指して軽々と国境を越えることができる。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ようになった。

マネーは高収益分野を求めて、「中国の次はインド」「BRICs の次はネクスト 11」「いよいよアフリカの時代が来た」などと未開拓分野を求めていく。しかるに**地球の広さは有限であり、フロンティアには限りがある**。気がつけば「確実に高成長が期待できる分野」はそう多く残されてはいなかった。一部には、「今度は環境バブルを起こせ」といった声もあるようだが、住宅バブル崩壊がこれだけの被害を出し、「BIS ビュー」が支配的になる中では、さほど現実的な議論とはいえないだろう。

第二に、証券化やデリバティブなど、いわゆる**金融工学の進化**を指摘できよう。欧米の金融市場では、公正な取引を行うためには情実を排したドライな関係が必要であるという「アームズレングス型」の取引が主流となり、格付けなどの情報によって貸し出し条件が機械的に決まるようになった。また、一種の倒産保険である CDS という金融商品の誕生は、投資家が保有する債券のリスクを手軽に消すことを可能にした<sup>5</sup>。

これらの金融手法の近代化は、投資家の利便性を向上させるとともに、金融ビジネスの生産性を大いに改善した。ところがそれと同時に、**金融機関は審査能力を喪失してしまった**。気がつけば投資家も金融機関も、自分が保有している金融商品の価値が分からなくなっていた。今となっては、「人を見てカネを貸す」という金融道の基本に回帰するしかないと思うのだが、この点については反省も変化もほとんど見られない。

そして第三に、**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。そうすると必然的に、高齢者が老後を託す年金基金などが、資本市場で存在感を強めていく。**高齢者マネーは、その性質から言って、金利に飢えており、近い将来の利益実現を望み、リスクを怖れる**。どうしても四半期ごとの収益にこだわるし、投資対象には透明性を求めることになる。

1990 年代に世界中で急速に普及した株主重視経営とは、まさにこういった資金の出し手の要望に基づくものだった。ファンドは投資先に対して ROE 競争を求め、企業側は資本

<sup>5</sup> 日本の金融市場はこうした「近代化」の動きに乗り遅れたために、かえって被害が小さくて済んだといえよう。

効率を競争するようになる。少ない資本で大きな利益を上げようとするから、バブルを生みやすい状況を作ってしまう。

なにしろ昔のように利益の「量」を競う時代ではなく、利益の「質」を競わねばならない。利回りが悪いのなら自社株買いをして、投資家に利益を還元せよと迫られるが、それをすると企業は財務体質が悪化してしまう。資本効率を口やかましくいう環境下では、経営は取らなくてもいいリスクを取らされてしまうのだ。

## これからの金融はどうなるのか

ところで今後、高齢者のマネーは増える一方だが、資金を借りたいという側には限界がある。つまりカネの貸し手は増える一方だが、借り手はそうとは限らない。両者の力関係はじょじょに借り手優位に傾いていくだろう。投資家は高いリターンを求めたいところだが、そういう旨い話は簡単に見つかるものではない。リーマンショック後の「バブルを起こせない」世界では、特にそうなるだろう。

金融とはその名の通り、余剰なカネを足りないところに融通する行為である。そのためのコストが金利である。ところがカネ余りが慢性化すると、利回りは低下することになる。リーマンショック後の世界とはいわば「逆バブル」となり、恒常的にリターンが低下することになるのではないかと。

例えば高齢者が資産運用のために、自分の所有地に立派なアパートを建てたとする。どんなに条件が良い物件でも、アパートの借り手がいなければ家賃はダンピングするしかない。来るべき時代とは、「アパートは増え続けるけれども、テナントは減えないので、家賃は下がる一方」となるのではないかと。

そんな未来を先取りしてしまっているのが、今日の日本経済であるのかもしれない。高齢化先進国である日本は、低金利が常態化している。人口が減少する中では経済はデフレ気味となり、外需以外には大きな期待がかけにくい。他の先進国経済が、着実に「日本化」しつつあるように見えるのは気のせいだろうか。

リーマンショック後の世界がそんな風になるとしたら、金融の未来は明るいとは言いがたい。日本国内のように、投資家が低金利に慣れてしまえばいいのかもしれないが、前述のようなウォール街の現状から考えると、そこに至るまでにはまだまだ多くの波乱が待っていそうである。

それでは、これからの資金移動はどうあるべきなのか。人を見てカネを貸す、という原点へ回帰すべきだとか、利己主義はやはり経済における重要な原動力であるとか、投資家は横並びの利回り競争以外の動機を持たなければならないとか、断片的なアイデアはいくつかあるものの、筆者の思考はここで止まっている。

## <今週の”The Economist”誌から>

”The art of the possible”

「可能性の技術」

Leaders

September 12<sup>th</sup> 2009

\* 「政治とは可能性の技術である」とは偉大なる現実主義者、ビスマルクの言であります  
が、これを実践したのが9月9日のオバマ演説。医療保険改革の行方やいかに。

<要約>

「自分はこの問題を取り上げる最初の大統領ではないが、最後たらんと決意した」  
バラク・オバマは高価で欠点だらけの医療システムの改革に乗り出すと、議会合同会議で力強く演説した。成功するか、失敗に終わるかはさておき、彼の施政における決定的瞬間の一つとなるだろう。偉大なる野心と言っているが、その実現に一步だけ近づいた。

誰もが知るとおり、政治とは可能性の技術である。他の先進国の2倍のコストがかかり、水準以下の結果しか出せず、数千万の無保険者を生み出すシステムを変えることは、この夏の議論の後ではほとんど不可能に思える。オバマは共和党の一部を味方につけ、保守派の民主党員が逃げ出さないように、政治的にも財政的にも穏健な政策をまとめる必要がある。そして同時に、もっとお金のかかる改革を望んでいる民主党左派の支援も維持しなければならない。失敗するかもしれないが、それがどんな政策であるか、彼は始めて詳しく述べてみせた。賢明にも双方の陣営のアイデアを借りて、合意の余地はあるように見える。

同プランでは誰もが医療保険に加入義務があり、それが困難な貧困所帯には補助金を出す。保険会社に対しては、健康状態によって保険加入を断るといった慣行を止めさせる。向こう10年で発生する9000億ドルのコストについては、共和党でさえ（何でも反対の姿勢を取り下げれば）、賞賛するようないくつかの政策を提示している。

その中には、富裕層に対する贅沢な保険に課税するという案もある。いずれ消費者に転嫁されるものならば、そのコストを個々人に自覚させることは有益な手法であろう。オバマはまた、赤字を増やす法案にはサインしない、削減がなければ支出を減らすと堅く約束している。彼はまた、高齢者向けの高価なメディケア支出を改革する専門家委員会を設立する意向である。大統領はまた米国の異常な訴訟システムを改革すると約束している。訴訟があるためにコストが上昇し、医者が本来は不要な自己防衛に走るからである。

なおも残された問題は、政府が「公的オプション」（官製保険）を設置するかどうかである。保険会社と共和党は、官業が競争を破壊するだけだと主張する。民主党リベラル派は、そうでないと保険料が下がらないと説く。どちらにも一理ある。本誌が考える最良の作戦は、公的オプションを脅しとして使い、一定の水準に達しなければ5年以内に設置すると法案に書き込むことである。オバマは公的オプションにこだわりつつ、妥協の余地があることを示唆した。後で崇るかもしれないが、ともあれこの演説は大きな前進であった。

## < From the Editor > 鳩山新政権発足に思うこと

今週 16 日には鳩山首相の新政権が発足しました。この内閣を評価する上では、「誰が入閣したか」もさることながら、「誰が入らなかったか」が重要ではないかと思います。

まず、事前に噂が多かった民間人の起用がなかった。今後、首相補佐官としてはあるかもしれませんが、閣僚は全員が政治家となりました。女性閣僚の量産や若手の大抜擢といった「サプライズ人事」もなかった。数少ない大臣経験者を有効に使い、結果として平均年齢はやや高めで、「民主党らしくない」実務型内閣となりました。田中真紀子、鈴木宗男、田中康夫といった「うるさ型」人材の起用も避けられました。週刊誌的には寂しいことかもしれませんが、政治主導を実現するにはこの方が良いでしょう。

結果として出来上がった内閣は、地味な顔ぶれになったと思います。新鮮味には欠けませんが、鳩山首相の生真面目なイメージには合っている。支持率 75%（本日の日経新聞世論調査）は納得の数字といえるでしょう。政権交代後の最初の難関である閣僚人事は、まずは無難に乗り越えたのではないかと思います。

もっとも鳩山政権の前途には、以下のようなハードルが次々に聳えています。

- (1) 来週の外遊。国連総会での演説、ピッツバーグの G20 金融サミットなど、鳩山首相にとっての外交デビューが待っています。オバマ大統領など多くの外国首脳との初会談も注目点です。
- (2) 10 月初旬からの臨時国会。国家戦略局の法制化など、政権交代に伴う機構改革がまずは焦眉の急。補正予算の組み替えなど、時間との勝負となる案件が多く、手際の良さが問われます。経済界としては、税制改正論議がどうなるかも気になります。
- (3) 11 月中旬にはシンガポールでの APEC 首脳会議があり、来年度の開催国である日本としては「環太平洋外交」の構想が問われます。また、この前後にはオバマ大統領の初訪日も予定されている。どんな演出が可能か。米軍基地再編や日米地位協定などの問題の行方も気になります。
- (4) 12 月中旬には来年度予算の編成が佳境を迎えます。景気の先行きを考えても、ここで政策の停滞は許されない。野党となった自民党も、この頃には体勢を立て直して反撃してくるでしょう。ちょうどこの頃には、政権が「最初の百日」を迎えることもあり、それまでに何か「これをやった」という成果を挙げたいところです。

よきにつけ悪しきにつけ、この秋の内外情勢はまことに慌しいことになりそうです。景気の行方と合わせて、本誌としてもネタに困らない季節が続くことでしょう。

\* 次号は 2009 年 10 月 2 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にてお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-socket.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](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)