

# バブル形成と崩壊のリスク

## 野城久吉著「商機」に学ぶ

前回より本連載で「投資に伴うリスク」について論じ始めたが、本稿ではその2回目として「バブルの形成と崩壊」を採り上げる。それは、筆者自身、証券投資において一番損をしたのが「バブル崩壊を回避できなかった」という個人的な経験であることと併せて、現在の日米の債券・株式市場は、筆者の視点からすると「既に」完璧にバブっており、何かを機にいつ崩壊してもおかしくない状況にあるが、日本のメディアの多くは「今後バブルが発生するか？」という懸念を示しはするものの、「現状は正常な価格形成がなされている」と認識しているように読み取れるからだ。

一般庶民の小口投資を奨励する「少額投資非課税制度（NISA）」が始まった折でもあり、こうした甘い認識では、銀行や証券会社を儲けさせるだけで、やがて後悔する個人投資家が多く出るのではないかと懸念を持つ。特に、NISAでの投資の売れ筋に「海外ジャンク債投資信託」があるということなどを聞くと、筆者は「イエロー・カード」どころか「レッド・カード」を出したくなる。本稿が、読者がバブルに乗せられず、大事な貯蓄を失わないことに資するのであれば、幸いだ。

### 経験から得た教訓

恥を忍び、良き教訓を得ることとなった筆者の失敗談からお話する。  
日本が土地バブルに沸いていた  
1980年代後半、筆者は「ゴール

ドマン・サックス」の不動産部で、不動産投融資を扱っていた。米国での不動産投融資を、日本の投資家（生保、銀行、不動産会社、民間企業）の資金で行うという仕事だ。  
当時、日本の地価は「皇居一つで

カリフォルニア州全部を買える」というほど上がっており、この上がった日本の土地を担保に借りたお金で、日本の投資家がハワイやロサンゼルスをはじめ、全米の主な都市の不動産（オフィス・ビル、ホテルが中心）

在ニューヨーク投資銀行家  
神谷秀樹  
みたに・ひでき 早大政経卒。75年住友銀行入行。84年ゴールドマン・サックスに転職し、ニューヨークに移住。92年日本人として初めて米証券取引委員会に登録した投資銀行「ミタニ&カンパニー・インク」(ロバート・ミタニ・L.L.C)を創業。著作に「人間復興なくして経済復興なし！」(亜紀書房)、「強欲資本主義ウォール街の自爆」(文春新書)など。

を大量に買っていた。価格は急騰し、入ってくる資金量も異常。さらに、そのお金を扱っている人々の投資に対する姿勢に対しても「これはおかしい」との常識的な警戒感が働き始め、私は急騰を続ける日本株にはずつと手を出さなかった。もちろん、ゴルフ会員権などにも手を出さなかった。

しかし、そんな私にも「自分だけが間違った判断をしているのかな」と思うときがやがて訪れ、「ブームももう終わりに近いのだろうが、1割ぐらいの値上がりは期待してみよ

うか」と、少額を日本株に回した。数カ月後にはバブル崩壊。株価の下落が始まり、1割儲けるどころか、1割損したところで逃げ出した。ここで得た教訓で、私はバブルに関しては「自分の客観的な判断を疑うこと」をやめることにした。「自分が納得できない市場には手を出さない」。これがその後の絶対的な投資基準となった。

しかし、これで損をしなくなつたわけではない。米国で金融業を行っているといういろいろな付き合いもあり、ヘッジファンドへの投資を誘われる。特にゴールドマン・サックスの昔の同僚が張り切つて独立し、運営し始めたファンドなどには、「同じ釜の飯を食つた仲間」として「応援してやりたい」という気持ちも働く。幾つかのファンドに預けたが、だいたい最初の1〜2年は非常にうまくいくが、やがてバブルが崩壊すると、軒並み大損するというのが常だつた。「ロングとショートを組み合わせて、リスクをヘッジしている」というようなヘッジ・ファンドでも、そのヘッジは理論的なもので、現実の世界は異なり、「ヘッジできているはずができておらず」、時には「ダブル

パンチ」となり、結局は大損するところが分かつた。この経験から、「ヘッジ」の手法というものは信じなくなつた。

なぜなら、バブルが急に崩壊するときは、基本的に「市場が消滅」するのだ。取引しようにも相手が存在しない。そして取引成立の時には、価格は当初想定したリスクの範囲よりもはるかに乖離したところまで落ちていく。頼りにしていた金融機関自体が破綻することも大いにある（山一証券もリーマン・ブラザーズも消滅した）。「市場は常に存在する」という仮定は崩壊するし、この「市場消滅リスク」を遮断する方法はない。

次に、この経験から、「一つのヘッジ・ファンドではヘッジできなくとも、たくさんの方を組み合わせれば大丈夫かもしれない」と考え、元リーマン・ブラザーズのパートナーで、私個人と比べれば1000倍運用が上手であろうと思う人物が運営する「ファンド・オブ・ヘッジファンズ」に、年金の一部を預けた。彼はそれまでの15年、「実績」として1四半期たりとも損を出したことがなかつた。「この運用方法を過去

15年シミュレーション（バック・テスト）すれば、損を出さない運用法であることを証明できます」というのを訴えてくるファンド・マネジャーはたくさん居るが（単にコンピュータ上の遊びにすぎない）、「実際に運用した実績」として15年間損を出さなかつたという人物は、極めて希少だ。そこで「彼なら大丈夫だろう」と信用した。

しかし、2006年ごろになると、不動産、株式市場ともに相当にバブつてきていた。不動産投資に関しては低所得者向け高金利型（サブプライム）モーゲージの最盛期で、これはもう無茶苦茶な状況。筆者は06年末までに、所有不動産は自宅を除いて売却した。そして07年には株式市場からも抜け出そうと、売れる株は皆売却した。しかしこの「ファンド・オブ・ヘッジファンズ」への売却依頼は、「各年末の3カ月前までに書面で通告」というのに1週間遅刻し、「解約は認めない」と言われた。ルールだから仕方ない。結局リーマン・ショックにもろに巻き込まれてしまった。1年後も流動性を欠如する資産は処分できないらしく、全額償還されない。何割かについては、

その後、実に6年かかって分割償還された。

この間、カストディアン（常任代理人）だった「ベアー・スターンズ」が潰れ、「JPモルガン・チェース」がその部門を引き取つたが、担当者は全員解雇され、過去のことを知る人間はいない。また「JPモルガン・チェース」はその後のこの部門を「BNPパリバ銀行」に転売。「JPモルガン・チェース」は私の納税申告を間違え、その後私は連邦歳入局（IRS）から過少納税だと言われる。関係したどの金融機関も無責任そのもの。極めて非協力的な対応しかない。結局「JPモルガン・チェース」に証拠書類を揃えて持つて行き、彼らの過ちの責任を認めさせ、過去にさかのぼつて納税申告書の修正版を出させたが、この作業に私の会計士は実に9カ月を費やすこととなつた。

この経験から得た教訓は、まず自分の意思で流動性を確保できないものには投資しないこと。2番目には、潰れたり、部門を簡単に売却するよいうな金融機関とは二度と取引しないこと。3番目は、「投資の名人（オラクル）」など実際にはこの世に存

在しない、ということだった。

そうした名人に比べると、それまで光つては見えなかった一つの投資機関が最も光つて見えてきた。それは米国で最高格付けを維持し、米国の全生命保険会社が支払う配当金の約4分の1相当額を1社で支払うことのできる「ノースウエスタン・ミューチュアル・ライフ」だった。

彼らの運用は実に9割が債券。株式は1割だ（これは年金積立金管理運用独立行政法人〈GPIF〉が打ち出した日本の国民年金の今後の運用方針とは「対照的」というほど異なる）。債券には不動産ローンを含むが、担保掛け目は平均5割と保守的だ。また、株式には不動産のエクイティーを含む。彼らの資産はこのように圧倒的に債券が多いが、彼ら自身で審査して投資する「満期まで持ちぎりの私募債」（しかも投資適格）が非常に多い。「自分で審査し、自分で貸す。投機は極力控える」。超長期にわたって投資する年金運用や生命保険においては、「名人」に見えるヘッジファンドのマネジャーでも、こうした保守的運用をする投資機関に対し結局は勝てないと得心したのだった（最近、大手年金運用

機関でも、これまで「オルタナティブ投資」と称して行ってきたヘッジファンド投資を縮小または撤退するところが散見される。これらの機関も、私同様の経験をし、同様の教訓を得たのではないかと想像される）。考えてみれば、当たり前の話である。100年もの歴史がある長期投資の専門機関に、投資銀行家とはいえ、片手間で資産運用して勝てるわけがないではないか。私自身、相当の回り道をして、やっと辿りついた結論だった。

### バブル発生の基本構造

バブルの発生はこれまで何度も起きている。いろいろ難しい解説がなされるが、バブルの基本構造は比較的単純だ。「エクイティー（株式）をデット（借金）で買うこと」を押し進めればバブルは必ず起こる。

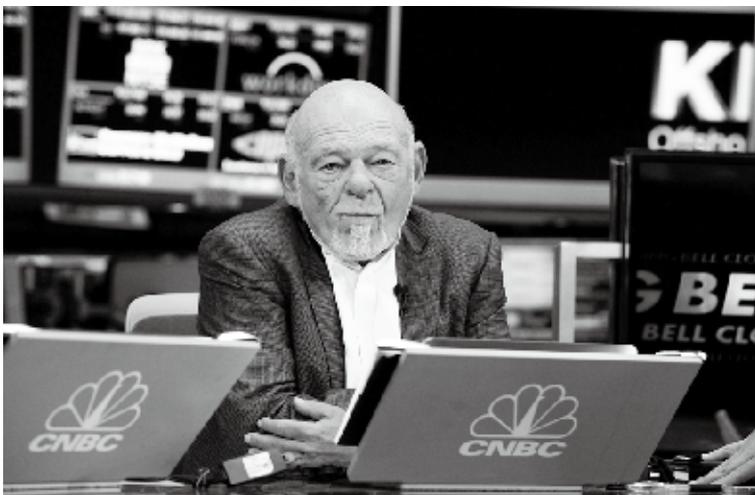
今日1000円の株を1000円の借金（他人のお金）で買い、200円に値上がりすれば、1000円返済しても1000円儲かる。今日1億円のマンションを住宅ローンを借りて買い、2億円に値上がりすれば、ローンを返済しても1億円儲かる。金融緩和が進むときに、この種の投資が

次々と資産価格上昇を招くのが「バブル」だ。このとき、資産価格はその資産の実用上の価値から大きく乖離する。

シカゴの投資家に、「墓場のダンサー」と呼ばれるサム・ゼルという人が居る。彼はバブル崩壊後の「墓場」で、底値で処分された「宝物」を超安値で拾う名人芸から、この名誉ある（？）尊称を得ることとなった。ゴールドマンで働いていた頃、同氏は大事な顧客だったし、2人の同僚が彼の会社に引き抜かれていったことから、筆者も縁がなかったわけではない。サム・ゼル氏がバブルについてこんな例え話をしたことがある（100%正確ではないが、趣旨は合っている）、誤っているところは「昔話なので」と、お許しただきたい。

そこに「鯛の缶詰め」があった。1個1ドルだった。ところがある日、「これから鯛が捕れなくなるから、鯛の缶詰めは値上がる。だから早く買った方が良い」

という噂が広まり、買い占める人間が出てくる。中には借金して買う者も出てきた。2ドルで買って5ドルで売る。5ドルで買って10ドルで売る。そしてとうとう鯛の缶詰めは「1個100ドル」になった。そんなとき、ある人が「何で鯛の缶詰めが100ドルもするのか？」と訊いた。売り手は「この缶詰めは『食用』の缶詰めではないのです。『売買するため』



インタビューを受ける準備をするサム・ゼル氏  
(2013年4月10日、ニューヨーク証券取引所、EPA=時事)

の缶詰めなのです」と。しかし、この人は納得せず、「食用の鰯」と「売買用の鰯」の缶詰めの中身がどう違うのかを確かめるため、缶を開けてみた。中身は全く違わなかった。その瞬間「1個100ドル」の缶詰めは、1ドルに値下がりし、借金を買って買った連中は大損し、借金を返済せず破産した。こうした投機家にお金を貸し込んだ金融機関も、もちろん貸し金が焦げ付き窮地に陥った。「売買用の缶詰め」は、開けてはいけな

いのだ。

日本の不動産ブームの際には、ゴルフ会員権が「プレ・オープンング」の今ならこの価格で買えます。全部銀行ローンが付くので、現金の準備は必要ありません。第1次募集では価格が倍に、第2次募集ではさらに倍になります」というような謳い文句で販売され、多くの人がたとえゴルフをしなくとも投機目的でこのような話に乗った（これは「売買用の会員権」で、プレーするための会員権ではないのです）。日本の銀行マ

ブルが崩壊すると、多くのゴルフ場はお金が続かず開発中止になり、「プレーができない会員権」と満額のローンが投資家の手元に残り、またそのローンを回収できない銀行は焦げ付き融資の山を築いた。そこで潰れた銀行の後始末のコストは、結局は納税者に「付け回し」された。

「バブルの発生と崩壊のメカニズム」はいつも同じである。ここに述べた「鰯の缶詰め」、もしくは「ゴルフ会員権」と同様の話が起こっているかどうかを観ていけば、バブルが発生しているかどうかの判断は簡単にできる。「バブルかどうかは後になってみなければ分からない」というのは真つ赤な嘘か、言い訳だと思つた方がよい。そしてバブルは、「金融が必要以上に緩和されているときには、『必ず』起こる」。

### 世界の資本市場の現状

現下の世界の資本市場は、筆者の目から観れば、人類史にかつてない「空前のバブル期」にあり、大崩壊する危険をはらんでいる。バブルを煽る張本人が中央銀行で（本来は防火に努め、「火消し」であるべきだ）、日本だけでもGDP（国内総生産）

の7割相当にあたる証券を中央銀行一人で買い込もうというのだから、これは「空前絶後」だ。

「世界の先進国諸国の経済が、年率1%とか2%しか成長しないのに、株価がどんどん上がるのは正常か？」

「サブプライム住宅ローンがなくなつたかと思えば、今度はサブプライム自動車ローンが活況で、自動車がぼんぼん売れるというのは正常か？」

「日銀が国債の新発債発行額のほぼ全額相当分を買って上げているが、『財政ファイナンスはしていない』というような話は、まともな話に聞こえるのか？」

「日本の上場投資信託（ETF）の半分を日銀が買い込んでいながら、『株式市場のマニピュレーション（PKO：官製「プライス・キープ」ング・オペレーション）ではない』という話を通るのか？」

「民間企業がジャンク債を発行して（日本の場合は某証券会社が転換社債の発行を薦めている）自社株を買い戻し、株価の向上を狙う、というのがまともな経営か？」

「ニューヨーク証券取引所におけ

る『借金による株の購入』は空前絶後の水準となつてはいるが、いつまでもそのような状況は継続し得ると考えるのか？」

「日本では一戸建て住宅の13%が空き家になつてはいるというのに、都内の高級マンションがどんどん売れるというのはまともな話か？」

「米国で最近大学を卒業した世代が1兆ドルの奨学金の借金を抱え、可処分所得が非常に限られる中で、『住宅購入ブーム再来』というような話をまとも聞いて良いのか？」

「（バブル時代の象徴だった）レバレッジ・ローンがどんどん出され、それを束ねたCLO（コラテラライズド・ローン・オブリゲーション）も復活したというが、欧州中央銀行（ECB）がさらに量的緩和をするため、これらのCLOを購入するとするのは正気か？」

こうした極単純かつ常識的な疑問を持ちつつ世の現象をみれば、米連邦準備制度（FED）が行つてきたQE1、2、3の量的緩和や、日本のアベノミクス「第1の矢」は、「シヤボン玉」（一見奇麗に見えるが中身がなく、やがて屋根まで上がり、壊れて消える）を形成した、もしくは

〈表〉主要国の2015年の1人あたりGDP予想

欧州	
ノルウェー	107280
スイス	82050
デンマーク	59250
スウェーデン	57930
ドイツ	47350
フランス	43550
英国	44330
北米	
米国	57160
カナダ	54150
アジア	
オーストラリア	62560
シンガポール	58910
香港	41990
ニュージーランド	41280
日本	39140

(注)単位ドル  
(出所)英誌エコノミスト「ワールド イン 2015」

多い。今の日米の中央銀行の幹部たちや、投機家の一部、また、日本のマスコミに登場する一部の評者や学者も、いまだそうした心境にあるのだろうと想像している。一方、米国の個人投資家層のここ数年の投資行動を観ると、リーマン・ショックの教育効果があったのか、彼らは総体的には極めて慎重で、今回の株式

は、しているだけで、まったく実態のないものだという事は簡単に分かる。「インフレが起こると信じさせれば、消費者は買い控えを止めて、すぐにでも消費に走る」というような理論も、それ自体がまったくの「まゆつば」ものだ。お金を持つてはいるが、体を壊して静養している高齢者が、「インフレがくる、こりや大変だ、何か買おう」と消費に走るだろうか？ 子供の学費や老後の資金を貯めなければいけない30代や40代の消費者が、「インフレがくる」と貯蓄をやめて消費に走るだろうか？ 「デフレ心理からの脱却とインフレ期待」で消費が活発になり、需要が増え、企業は国内

設備投資を増やして対応し、国民全体の賃金が増え、景気が良くなり、株価が上がる、というような政府の喧伝は空しい。「勤労者の実質所得の低下傾向に歯止めがかからないこと」、「ドル建てで考えてみれば、日本人は皆（1ドル70円台だったときに比べて）国際比較で約5割貧乏になったこと（この円の価値の下落幅は、現在金融危機を懸念されるロシアのルーブルの下落に近い）」など考えてみれば、まったく説得力のないことは簡単に判断できる（表参照）。それでも、こうした都合の悪い事実は「観ない」。「観たくないものは観ない」。「希望的観測を実現可能な目標だと信じたい」という人は結構

市場のバブルには乗せられてはこなかった。

### 「用意周到」「油断大敵」

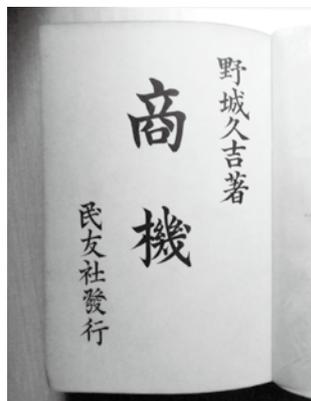
筆者は今、明治43年に発刊された「商機」（民友社刊）という大著を勉強しつつある。本書は東京専門学校（現・早稲田大学）を出て、兜町の新聞記者として名声を博した故・野城久吉氏が著したものだ。著者の曾孫にあたる野城智也・東大教授（副学長）から本書の存在を教えて

いただいたが、コピーをとって読み始めたが（大著である上、字が小さく、しかも文語体で著されているので、教養なき筆者は目をシヨボシヨボさせながら学んでいる）、著者が生きた時代の欧米の株式市場（ロンドンの「シティー」やニューヨークの「ウォール街」）に関して深く研究した、大変な名著だ。その著者の教えを紹介し、本稿の結びとしたい。「用意周到」「油断大敵」。現代語でいえば「デューデリジェンス、マーケット・アナリシスは自分自身でしっかりやり」、市場の崩壊に関しては「油断」

するな。「油断」とは「過信」からくるものと考え、「謙虚に自分の能力を判断し、また世の大勢の言っていることや自分の希望的観測と『現実』は常には一致せず、足元をすくわれないように慎重に対処せよ」といったところだろうか。人様のお金を預かる金融機関の経営者ならば、「ノースウエスタン・ミューチュアル」のように、こうした精神を会社全体骨身に浸透させるよう不断の努



野城久吉氏



野城久吉氏(左)と「商機」の初版(上)  
(撮影・提供は野城智也東大教授)

力をすべきだろう。

自論通りに市場が動かないときに「自論は正しい。市場が間違っている」という学者やファンド・マネジャー、中央銀行家や政治家を散見する。彼らの自己過信は相当重症なので、こうした人物については、とことん注意するよう心がけることが望ましい。

もう一つ野城氏のアドバイスをご披露しておこう。

「市場の絶頂、又は最下底にある時は、手を下すこと勿れ、汝の玉は、抜き差しならぬやうになる恐れあればなり」

以上、本稿では「バブルの形成と崩壊」という「最大の市場リスク」に関して、筆者が身をもって学んだ失敗談を述べた。「馬鹿は怪我してみなけりや学ばない」。その通りだった。皆様には是非そんな馬鹿をせず、堅実な蓄財をしていただくことを願い、筆を置くこととする。