

「カントリー・リスク」とは何が世界は決して「フラット」ではない

投資をするにあたっては、①投資した元本をやがては回収できるのか（元本リスク）②投資先が法的または社会的な問題を引き起こし、出資者に思わぬ損害賠償が求められたり評判を落としたりはしないか（コンティンジェント・ライアビリティ）③投資先の経営陣が出資者に対して誠実な報告をし、また出資者の意向を反映した経営を継続するかどうか（ガバナンス、コントロール）―など、さまざまナリリスクをとらなければならない。

また元本を失うような事態としては、投資主体の経営の間違いから生じるもの以外に、①所在国の政情の変化（カントリー・リスク）②世界的な資本市場の急変（マーケット・リスク）③天候異変（クライメート・チェンジ）や感染症の流行（エボラ出血熱、H1N1、鳥インフルエンザ、かつてのペスト）―など、投資主体自身では全くコントロールの効かない外部要因もある。

一方、投資した「証券」には、①信用（クレジット）リスク②流動性（リクイディティ）リスク③価格（プライス）リスクなどがある。投資をするにあたっては、将来顕在化する可能性のあるこれらのさまざまなリスクを考慮しなければならないが、筆者が経験したいくつかについて、今後数回にわたりシリーズで取り上げ、読者の参考に供したい。

ポルトガルで会った2人

筆者は1975年に住友銀行（当時）に入行して以来、39年間金融業

務に携わり、あらゆる投融資業務に
関わってきた。生まれたてのベンチ
ヤー企業投資、国家リスク融資、住
宅開発、農園開発、大型商業用不動

産、最高格付けを持つ企業、ジャン
ク債、ヘッジファンド、ファンド・
オブ・ヘッジファンド投資、株式投
資信託、債券投資信託、REIT（不

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」（現在のロバー
ツ・ミタニ・LLC）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。

動産投資信託）、生命保険、元本保
証アニュイティーなど、ありとあら
ゆる投資対象を扱ったが、損をした
ことも何度もあり、その経験からい
ろいろな教訓を得てきた。また、住
友銀行やゴールドマン・サックス、
ロバート・ミタニの同僚や顧客から
も多くを学んだ。本稿はどちらかか
いえば、失敗談の連続のようなもの
になってしまいうだろうが、失敗と、
失敗から学んだ教訓を正直にお話し
申し上げていきたい。必ずしも学問
的に体系立てられたものではなく、
経験談になるかと思うが、その点お

許しただきたい。

本稿ではまず、いかなる通貨の資産に投資するのかという「通貨」の価値と、それぞれの通貨の「信用」の根源である「国家」の持つリスク（カントリー・リスク）について論じることとする。

筆者が「通貨の下落」に一番困ったのは、1977〜78年にかけてブラジルで研修生として過ごしたときだった。当時のブラジルは「月率数パーセント」という「ハイパー・インフレ」で、通貨「クルゼイロ」（現在はデノミして「リアル」）は、賃金や社会保障費などを物価変動に応じて変更する「インフレ・スライド制度」でどんどん下落していった。

研修生の乏しい月給を「クルゼイロ」に交換し、それを財布の中に入れておけば、貯蓄になるどころか、どんどん購買力が落ちていった。こうした状況で「ブラジル人たちはこのインフレ・スライド経済でどうやって生きているのだろうか」と、首を傾げたものだった。

日本人の多くは、日本という国の政府が破産し、国債を期限に償還できなくなるようなことは全く無いと信じておられるだろう。日本政府の

債務はGDP（国内総生産）の2・4倍。日本の毎年の国家予算のうち税収で賄えるのは半分にすぎず、残り半分は新たな借金で賄っているということが、国民の間に広く認識されているにも関わらずである。

また、安倍内閣になってから、「円」はドルに対して4割超下落した。これは円建ての資産の価値が他国対比で約4割下落し、円建てで得る収入（給料や年金）の価値も、海外の物を買う購買力で計れば、4割低下したということである。1人当たり国民所得も4割低下した。言い換えると、日本人は「4割貧乏になった」のである。今や「円安倒産」の増加が、深刻な問題となっている。

しかし、このように国民の借金を一層増やし、国民を貧乏にする政策も、「アベノミクス、デフレ脱却」というキャンペーンがなされると、多くの国民に歓迎された。筆者は「円切り下げ策」に当初より反対意見を述べてきた。原発が止まり、エネルギー輸入コストが上昇するなかで、日本のような「輸入超過国」が通貨を切り下げれば、貿易赤字が拡大するのは当たり前。また、実質賃金が構造的に下落しているときに輸入物

価を上げれば、予定されている消費税増税は国民生活を一層圧迫し、国民は消費を抑制すると考えたからだった。国民の大半を占める中低所得層の可処分所得を増やさずに、需要を伸ばし、成長路線に入ることは不可能だ。しかも、「円安で輸出ドライブをかけて海外でがっぽり稼ぐ。その稼ぎが国民全員を潤す」という構造は、もはや過去のものであることは、アベノミクスを始める前から十分に分かっていた。

先日ポルトガルに行き、何人かの教養ある方とお話をする機会を頂戴した。お一人は80歳を超える元駐日ポルトガル大使の未亡人で、ご本人はドイツ人。彼女は国際結婚してポルトガル人外交官夫人となられた。彼女は「今のポルトガルはブリュッセル（欧州連合（EU）本部）とメルケル（ドイツ首相）に何もかも指図される国になってしまった。ユーロ通貨同盟に加入したからだ。ポルトガル人はたくさんの本やおもちゃなどを博物館に寄付したが、その博物館に対する政府の運営補助金を切られ、博物館はドアを閉めなければならなくなってしまった。子供たちがこうした教育資産を受け継がせる

ことが、もうできなくなってしまう。とんでもないことだ」と、ドイツに強いられる過度な財政緊縮策を怒っておられた。

一方、リスボン郊外のカシユカイスという高級住宅地にお屋敷を持つ元モルガン銀行の投資銀行家で、その後実業を営み、ポルトガルにも他国にも資産を持つ友人は、筆者が「ポルトガルの競争力を回復するにはユーロを離脱して、為替を切り下げた方が良いのではないか」と話すと、こんなふうに応えた。

「ヒデキ、それはポルトガル人よりも貧乏にするということだよ。なぜこんな経済になってしまったかという間違いの原因は分かっている。政府に汚職がはびこり、不必要な公共事業に大金を投じ、そのためにした借金を返せなくなったからだ。民間部門も、今回の『エスピリト・サント銀行事件』（2014年、持株会社の焦げ付き問題で、経営が行き詰まる）のように、借金を膨らます一方、大金を失うような愚かな投資をした。だから、国民をより貧乏にするような『ユーロ離脱、為替切り下げ策』を採るよりは、歯を食いしばっても削るべきものを削り、正す

べきもの正し、国家財政を立て直さなければならぬ。しかし、新たな事業を起こすに十分な投資資金はもうポルトガルにはない。昔の植民地だったアンゴラには技術は無いが資金はある。彼らに技術を提供することにより、ポルトガルへの投資を引き出すような政策を採るべきだと考えているよ。日本からの投資は大歓迎だ」

一方、彼は1年の半分をサン・モリッツ（スイス）で過ごし、奥様はイタリア人。お子さん3人はアメリカ、イギリス、イタリアに居る。私は、この二つの異なる考え方が、ポルトガル国民を二分（ユーロに残るべきか出るべきか）していることを強く感じた。

ポルトガルの置かれている状況と、日本の現在のそれとは、少子高齢化、政府の多額の借金、赤字予算など、基本問題は酷似している。大きな違いは、日本は為替を切り下げ「どんどん貧乏になること」（為替を切り下げても輸出は伸びず、貿易赤字は膨らむばかり）を問題にせず、中央銀行が新発国債のほぼ全額相当分を買い入れ、やがては国債残高の半分を抱え込むような政策を進めるのを

「善し」としているのに対し、ポルトガルは徹底した節制をし、借金に頼った不健全な経済構造からの脱却に向かっているというところだ。国民を「より貧乏」にしないためには、必死でユーロ加盟を維持し、自国通貨に戻しての「通貨切り下げ」を回避しようとしている。

このように、日本という国の債務の膨張と通貨価値の下落を、「欧州危機」の当事国の一つであったポルトガルのそれと比べると、読者の皆様はどのように捉えられるだろうか。少し質問の形を変えようと、「通貨を切り下げても、構造的な要因から一部を除いて輸出は伸びず、内需産業や一般消費者は輸入物価の上昇に苦しむ。しかし、黒田東彦日銀総裁はインフレ率2%には届きそうもないからと、更に緩和を強め、一層の円安を導いた」。そのような政策を讀者は「自分たちをより貧乏にするリスク」とはお考えにならないのだろうか。

私はアメリカに生活基盤がある者だが、「黒田日銀」以降、円建て資産は極力圧縮した。

戦争と債務不履行

日本独自の通貨の下落（他の通貨に対する資産価値の下落）問題から離れ、広く世界を見渡してみよう。筆者は、国際社会での最大の問題は「低成長」というような経済的問題ではなく（筆者はここ10年、先進国経済は成熟し「ゼロ成長」が当たり前と考えてきた）、「戦争」だと考える。非常に多くの国で戦争が起

っており、また、より多くの国がその戦争に参加していつている。インドから西、中近東、北アフリカ諸国のほとんどが戦争地域だ。ウクライナの一部だったクリミアは、ロシアにさつと奪われてしまった。ウクライナも内戦状態。チェチェンなど旧ソ連領、ボスニア・ヘルツェゴビナなど旧ユーゴスラビアでも、最近まで戦争があつた。イスラエルに攻撃されたガザ（人は「青空捕虜収容所」とも呼ぶ）では、多くの一般市民が亡くなり、あらゆる物が破壊され、その復興には40億ドルの支援金が必要だという。

また第2次大戦後、慎重に戦争への参加を避けてきたドイツが、今回イラク、シリアでの戦争（今後どこまで広がるのか予想もできない）には参加する方向のようだ。世界諸

国の中で「戦争に参加しない国」がほとんど減っているし、日本でさえ「積極的平和主義」という名のもとに「戦争参加推進策」を掲げ、武器輸出で儲けようと、これまでのタブーを放棄しつつある。自衛隊はまるで、米軍に編入でもされたいようだ。筆者の非日本人の友人の中には、ドイツと日本の再軍国化に懸念を示す方が何人も居る。世界の人々の多くは「戦前の日本」と「戦後の日本」を明確に区別し、前者を憎み、後者を好んでいる。今、日本政府（または世論）が「戦前の日本」まで肯定しようとするならば、それは決して日本を利することにはならないと確信する。

世界政治の研究者の中には、貿易戦争・サイバー戦争なども含めて世界を鳥瞰し、「既に第3次世界大戦に入っている」と評する方も出てきた。筆者は「カントリー・リスク」を考える上で、最大のリスクは「戦争」だと思う。投資の世界では、これを「地政学的リスク」とも呼んでいる。

アメリカのように、負傷した退役軍人への寄付を毎日のように求められる国に住んでいると、戦争は非常



ホワイトハウスで行った国民向け演説で、シリア領内で空爆する用意があると表明するオバマ大統領(14年9月10日、AFP=時事)

に身近な問題だ。そんなアメリカから日本を眺め、日本と中国が戦火を交えないことを強く望む。また、日本が「戦争参加国」とはならないことも強く望む。アメリカは、残念なことには、「世界で最も多くの戦争に参加し、最も多くの軍事費を使い、先進国中で最も多くの戦死者ならびに負傷者を出している国」だ。「戦争に巻き込まれた外国の民間人を、誤爆などによって、最も多く殺害した国」でもあるだろう。その犠牲のもとに、中東の平和はもたらされたのだろうか。オスマン・トルコの崩壊以来、西欧諸国の中東への介入は何度もなされたが、展望したような帰結を導き出したことは一度もなかった。ブッシュ政権が行った第2次

イラク戦争では、先制攻撃を正当化する理由となった大量破壊兵器も、行ってみれば存在しなかった。戦争に勝ったつもりで一旦撤兵したが、今もってイラクの混乱は伝えられている通りだ。「戦争でもって平和をもたらず」という目標は、まったくもって達成されなかった。アフガニスタン、リビアも同様だ。

そして、戦費の支出は常に国家財政を痛め、大きな負担を招いた。戦争は破壊をもたらすだけで何も創造しないが、我がアメリカは「戦争をしないための努力」は少しもせず、「戦争をすること」ばかりに積極的だ。「戦費こそが、不必要な財政赤字拡大の最大の要因で、最近こそ改善したが、イラク戦争中アメリカの財政赤字は1兆を上回っていた。

筆者がオバマ氏に投票し共和党を避けた一番の理由は、オバマ氏が戦争を終え、拡大させない大統領だったからだ。そのオバマ氏(ノーベル平和賞受賞者)が「オバマの戦争」(アメリカ本土は何ら攻撃を受けていないのに、予防のためというのは「ブッシュの戦争」と何ら変わりない)を始めたことに、深く失望している。筆者には支持できる政党がなくなっ

てしまった。アメリカはまた、ベトナム戦争やアフガン、イラク戦争のように、巨額な軍事支出を余儀なくされることになるのだろうか。不安は募る。

本年7月にアルゼンチンが債務不履行となった。これは「はげたかフアンド」が同国債務のリスケに応じず、「一山当てよう」とアメリカでの法廷闘争に持ち込み、勝訴したことが直接の起因だが、アルゼンチンは「国家として破産する」ということを改めて思い知らせてくれた。アルゼンチンの国家衰弱の原因の一つは、フォークランド諸島の領有権に関するイギリスとの戦争だった。

世界史を紐解けば、そこには「国家破産」はいくつもある。また、ルネサンス期にフィレンツェ共和国で繁栄した「メディチ」の銀行はなぜ破綻したのか。それは、欧州に張り巡らした支店網を通じて行った国王宛の融資が、相次いで焦げ付いたからだだった。都市国家フィレンツェは、スイスの傭兵で護るような国だったが、フランスとの戦いに負けた。巨万の富を築き、フィレンツェという美しい街を建設したメディチ家の銀行も、歴史上はわずか80年で事業を

閉じている。

大航海時代の主役ポルトガルが衰退したのは、イギリスとの戦争に負けたことだったが、同国の歴史を振り返るならば、その後も何度も戦争に巻き込まれ、たとえ復興しようとしても、戦争のたびに国力は相対的に落ちていった。

第2次大戦に負けた日本は敗戦当時、広島、長崎をはじめ、戦争による国家の疲弊の過酷な姿を示したが、国民は国家再建に精励し、奇跡の復興を遂げた。その大前提は、世界が比較的平和で、廉価なエネルギーや資源を輸入し、また製品の輸出ができたからだだった。「平和」は国家発展の最重要な基盤だった。その歴史が忘れ去られ、「戦争を起さず、国民を戦争に近づけないための努力」よりも、「戦争に参加する努力」にはるかに大きな力が世界中で注がれていることに(儲かるのは軍事産業)、筆者は大きな不安を抱く。

思わぬ外資規制

「カントリー・リスク」のうち、ビジネス上で日々起こる問題に、外資規制関係法律の改正により、民間投資が思わぬ損失を被ることがある。

ある日突然、外資所有の民間企業が国有化される、というのはその顕著な例だが、そこまできなくとも、外資規制により、事業が頓挫することとはままたる。例えば筆者はこんな経験をした。

ビル・グラスウォール氏は元ゴールドマン・サックスの投資銀行家で、退職すると、バイオディーゼル製造の原料となる油脂を多く含む「ジャトロパ」という果実が実る木の果樹園開発を構想した。世界中を飛び回り、ブラジルのトカンチンスという地域がこの事業に向いていることを見極め、土地の買収を始めた。1億5000万ドルの投資コミットメントをオランダの年金基金から得（これは世界最大の年金）、それにマッチングする1億5000万ドルの資金集めを当社に依頼してきた。我々はその仕事を引き受けた。日本の商社やアメリカ大企業の専門家を現地に連れていったり、日系金融機関や電力会社と交渉に入ったりしていた矢先、この事業を決定的に損なう立法がブラジル政府によってなされた。

うな法律ができたのかを探ると、どうやら真の目的は中国資本によるブラジルの農地買収があまりに急激に広がっており、それを止めるためだということが分かった。しかし、法律には「この法律は中国資本にだけ適用される」とは書いていない。我々は日本など海外の投資家からの資本調達を諦めなければならなくなったが、それは同時に本プロジェクトを諦めることも意味した。ビルはアルゼンチン人のパートナーに本プロジェクトを引き渡し、撤退した。当社も手数料料として受領した持ち株を償却せざるを得なかった。

ブラジルは「外資で国を開発してきた」と言っても決して過言ではない。国のトップの交代も公正な選挙で行われる民主国家で、ベネズエラなどとは異なる。そのような国で、こうした外資制限が行われるというのは、迂闊ながら「想定外」だった。これは、筆者が携わるような小さな事業でさえ、見知らぬ国で事業を行うにあたって「カントリー・リスク」というのは、避けられぬ現実問題であることを物語っている。

筆者は同僚とともに、アメリカ企業の日本や韓国での事業開発や資金調達の支援をしてきた。しかし、中国本土やインド、ロシアへの進出にはアドバイスしないうえきた。その理由は、前述のように、法体系がアメリカ並みに整備されている（特に資産の民間保有に関する権利）と思われるブラジルでさえ思わぬトラブルに遭遇するのに、ましてや中国、インド、ロシアなど、我々にはまったく知見がない国への投資に関し、我々自身に十分な判断能力が備わったことはありえないと認識したからだった。「分からないことには手を出さない」。ほんの一部、分かっていると「錯覚」していても、やがてはその錯覚の愚かさを思い知らされるのである。

外国人の無理解

政治を離れても、住んだこともない諸外国の社会制度に精通するということは難題だ。例えば前述のブラジルでのジャトロパ果樹園開発だが、経営者のビルは従業員たちを決して差別せず、「自分が食べるものと同じものを給食し」、「自分が寝たくな」というようなところには寝かさな

い」ということを貫いた。労働者の搾取を禁じる各種のガイドランスは、国際協定も存在し、オランダの年金資金を投じるような場合、こうしたガイドランスの遵守は不可欠だ。しかし、こうした従業員を大切に経営は、近隣の農場主たちには「コストアップに繋がる」と大不評を醸成し、ビルたちの経営は「何も知らないアメリカ人が、いよいよにたかられている」という風評を盛んに立てられ、それは地場金融機関からの資金調達には不利に働いた。

は、各地域の社会制度も含めて、決して進んでない。世界は決して「フラット」ではないのである。

筆者が住友銀行の国際投融資部に居た70年代には、イラク中央銀行から2人の女性研修生が来られ、同国に貸し付けもしていた。ポルトガルの「エスピリト・サント銀行」のユーロ債にも投資していた。アルゼンチン政府や国営企業（YPFなど）は上客だった。ブラジル住友銀行（当時）の五つ目の支店（ベロ・オリゾンチ）を開設するためのレポートを筆者は研修生ながら書いた（現在はサンパウロのブラジル三井住友銀行本店のみ存在）。このように過去を振り返ると、現在の国際投融資業務は、70年代対比でも決して楽にはなっていないようだ。むしろ、一層困難になってきたのではないだろうか。

このようなときに外国に投資する場合は、やはり「カントリー・リスク」をまず第一に深慮しなければならぬ。「カントリー・リスク」を意識しないで良くなる日は、少なくとも筆者が生きている間には到来しないだろう。