

(財) 国際通貨研究所
経済調査部長・チーフエコノミスト
竹中 正治

「対岸の金融危機、ミニハゲタカ気分で考えよう」

“ミニハゲタカ”が巨象をついばむ? : 掲載タイトル

【対岸の金融危機は千載一遇のチャンスなのに】

米国の住宅不況とサブプライム問題で、経済ビジネス雑誌の表紙に「危機」や「崩壊」の大見出しがおどっている。かつて日本の金融危機で「ゼネコン崩壊」やら「銀行危機」の大見出しが出回ったころを思い出す。しかし、金融危機の局面は投資家にとっては優良な資産を安く買える千載一遇のチャンスでもある。実際、その当時に大手銀行や大手ゼネコンの株式を買っていたら、その後の価格回復でどれほど儲かったことだろう。

98年から2003年の金融危機と不良債権処理の時期に、欧米の「ハゲタカファンド」に資産を安く買い叩かれたと恨む声をずいぶんと耳にした。ならば今の局面は日本の投資家や金融機関にとって、やり返す絶好の機会ではなかろうか? 彼らが投げる資産を安値で買うチャンスだ。もちろん日本の金融機関、投資家も一緒に大損しているならば、そういう余力はないだろう。確かに日本の金融機関もサブプライム住宅ローン資産を含んだ証券化商品への投資などで損失を出しているが、損失は全部合計しても数千億円の規模に過ぎない。欧米の主要金融機関の現在までの総計7兆円以上(まだ増える)に比べればかすり傷でしかない。

ところが、巨大損失で株価が急落し、CEOが引責辞任したシティグループに75億ドル(8250億円)、発行済み総株式の4.9%の大口出資(正確には普通株への転換条項付き出資証券の購入)を行ったのはアブダビ投資庁だった。日本の家計金融資産は1990年の約1000兆円から現在では1555兆円に増え、国別規模では米国に次ぐ大きさだ。その多くは日本の金融機関、機関投資家に預けられている。にもかかわらず、こうした日系機関の大胆で戦略的な投資活動が感じられないのはどうしたことだろう。日本の家計貯蓄は喩えるならば「眠れる巨人」のようである。山を動かし、川の流れも変える力があるのに覚醒していない。

「ジャパンマネー、臆病は損か?」(9月20日)で書いたように、富がひとつまみの超富裕層に一極集中している米国に比べると、日本の富の分布格差は相対的に小さい。その結果日本は「小金持ち父さん」ばかり多いので、ジャパンマネーのリスクテイクの許容度は小さくなる。そうした資金の受け皿になっている金融機関、機関投資家も米国のエクイティファンドやヘッジファンドのような投資行動をしないのは、ある意味では自然な結果だと述べた。しかし、私の真意はこのような日本の現状を解釈、追認して終わることではない。日本にもリスクテイク・マネーが必要なのだ。まずその点から考えてみよう。

【「最後のリスク引受人」の不在が招いた日本の金融危機】

大型倒産などが連続する金融・経済の危機的状況は10年か20年に一度ぐらいは起きるものだ。そのような時には破綻した企業資産を引き受けて、不良資産を処分し、活かせる部分を再生させる担い手が、現代の経済システムには不可欠である。80年代までの日本で

はそうした機能は多くの場合メインバンクである大手銀行が担っていた。メインバンクは破綻企業の資産を担保に下位の債権者の債権をある程度肩代わりし、事業をリストラ・再編して資金を回収した。大きな損失が出た場合には、自らが長期に保有している株式の含み益を計上してしのいだ。メインバンクのこうした慣行的な機能が、損失と信用破綻の連鎖が広がるのを防ぐ働きをしていたと言える。

ところが、こうしたメインバンク機能は90年代に生じた不良債権損失が桁外れの規模だったこと（92年から2004年までに銀行が処理した損失額は約100兆円である）、更に株価の下落で銀行の含み益が枯渇したことで、90年代後半には機能しなくなってしまった。これがあの当時の金融危機の主因だと言える。大鍋の底が割れるような状況下でそれを防ぐメカニズムが機能麻痺してしまったのだ。

また、こうしたメインバンクの日本的慣行は金融・投資活動が国内の「金融村」で完結していた時代のものであり、金融のグローバル化が進んだ環境には適合しないことも明らかになった。外資系金融機関は、経営の行き詰まった企業向け融資を下位の融資銀行から大幅な値引きで買い取り、それをメインバンクに買い取りを迫ることで鞘を抜くようなことが起こった。要するに日本的慣行が食べ物にされたのであり、外資の行動を責めるよりも、グローバル化した金融環境に不適合な慣行の修正がもっと早期に行われるべきだった。

【ハゲタカも生態系の欠かせない一環】

一方、米国では80年代から90年代初頭の一連の金融危機の過程で、不良債権を割り引いて買い取ることで高い投資リターンを狙う投資ビジネスモデルが登場した。死肉を食うハゲタカも生態系の一環であると同様に、この種の投資家は不良資産のリスク引き受け機能として経済・金融システムに欠かせない。ただ「ハゲタカに食われたい」と思う者は誰もいないので、嫌われる、あるいは少なくとも好かれない対象であることはやむを得ない。

日本にも外資系、国内系様々なファンドが登場して来たので、国内の大型倒産が生じる場合の対応は、徐々に従来とは違った形になって来ているし、そうした変化は不可避である。しかしながら、外国の企業倒産、金融危機にまで乗じ、値下がりした資産を底値買いするような大胆な投資行動は日系の大手金融機関には期待できないのかもしれない。

【ミニハゲタカ気分で考えよう】

ならばせめて個人投資家層にリスクテイクの役割を期待できないだろうか？ なにも何百億、何千億円という大規模な買収だけがリスクテイク投資ではない。1千万円から数千万円程度の投資運用をしている個人投資家は少なくない。海外の個別不動産物件への投資は、その国に在住したことがあり、外国語もできないと個人には難しい。しかし、ミニハゲタカ気分で、例えばサブプライム危機で大きく値を下げた米国のREIT（不動産投資信託）の底値買いを狙うことは、ちょっと勉強すれば個人投資家にもできる。あるいは大規模損失の計上で大幅に株価を下げたシティやメリルリンチの株式を買うことだってインターネットで容易だ（図表参照）。

ここで私が期待している個人投資家とは、株や為替の証拠金取引などで短期の鞘抜き売買に興じている方々ではない。「そんなバタバタしいことはまっぴら」と感じ、自分の資産形成を長期で考えている方々である。

短期的な相場の上下動はほとんどランダムであり、丁半博打と同じで、期待値はゼロである。儲ける人も損する人も確率的な分布として生じるが、損益を合計すればゼロサムであ

り、プレーヤー全体には業者への手数料だけコストが生じる。合理的な投資とは収益の期待値がプラスであることが長い歴史の中で検証されている資産を、できるだけ割安な時に購入することである。

自己資金で投資する個人投資家の最大の強みは、①時価評価で損益計上し、每期継続的に収益をあげる組織内のプレッシャーがないこと、②投資パフォーマンスが悪い時に出資者からの不満や資金引き上げリスクに晒されていないことだ。だから究極的な長期投資ができる。究極的な長期投資の基本にして極意は、高値を追うような投資をせず、資産が割安な時に買って、自分で納得のできるリターンが出るまでじっと保有を続けることだ。優良大企業の株価まで割安になり、不動産が高値から30%、40%も下がるようなことが起きる金融危機は千載一遇の投資機会である。一方、個人投資家の弱点は「情報」である。しかし、インターネットのおかげで情報へのアクセスについて業者と個人投資家の格差はかなり縮小している。

一方で大手の機関投資家や金融機関は、分野毎の専門アナリストを擁し、情報も豊富である。しかし最大の弱点は彼らが「業者」であること自体にある。住宅ローン事業なら每期住宅ローンは出し続けなくてはならない。機関投資家なら每期投資を継続し、収益をあげ続けなくてはならない。「市況が過熱しているから今期は一切やめておこう」ということができない。だからバブルに至るまで事業や投資を続け、市況が悪化し始めると我先に逃げようとする殺到するので市況の一層の下落、すなわちバブル崩壊を起こすのだ。

さあ、金融・投資の「専門家」達が投げている今こそ、ミニハゲタカ気分で大暴落した米国のREITや大手金融株の物色を考えてみようではないか。慌てる必要はない。サブプライム危機の後遺症は来年までたっぷりと続いてくれるだろう。過去の価格推移を確認し、株価収益率（PER）や配当利回りをチェックしよう。一発決めうちはせずにナンピンで買い下がる余裕を持って投資を始めるのが良いだろう。万羽のミニハゲタカとなってよろめく巨象・米国資本市場を啄ばんでみようではないか。勿論、投資判断は自己責任である。本稿は筆者の投資判断であり、筆者は読者の投資結果には何の責任も負わないことを、念のため言い添えておこう。

以上