



世界金融危機 特集第2弾

先月号では、世界金融危機の全貌を簡単に見てきた。その後(10月17日以降)、翌週に急激な円高が進み株式市場も急落し日経平均はバブル崩壊後の安値をも割り込んでしまったが、ここ2週間はやや落ち着きを取り戻しているかのようで、為替も株式も当面の底は打ったという見方もされている。

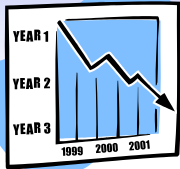
10月28日の夕方に、たまたまみずほ銀行新宿支店のATMコーナーに立ち寄った。その時、支店の周りをずらっと並ぶ列を目にした。一体なんだろうと思って、ATMコーナーに入ってその理由がわかった。外為両替の窓口があるのである。その日は、前日にドル円で90円をつけ、豪ドルは58円台をつけるなど急激な円高になった日の翌日である。おそらく50人近く並んでいた。これをみて、日本はまだまだ豊かなんだと痛感した。麻生総理が秋葉原で、「**日本はまだまだ捨てたもんじゃない**」と演説をしたが、まさにその通りである。グローバル経済になって、輸出国である日本の経済にも大きく影響を与えているが、米国のように、金融に重きをおき「もの造り」が弱体化してきているのと比較しても、日本の技術力は秀でている。「そうしたことにもっと自信を持つべきである。」と麻生総理は自身の著書「とてつもない日本」でも力説している。日本の株式市場は、確かに欧米に比べて下落率が大きい。しかし、これはここ数年間海外投資家が多く日本株に投資していたという証拠でもある。日本がダメだからどんどん空売りをかけていくという相場ではない。あくまでもポートフォリオのリスク調整からの売りからきているものである。であれば、もっと実態を見て自信を持つべきであろう。いつも批判するが、テレビのニュースなどを見ていると、株価が急落した翌日のキャスターの言い振りを聞いているだけで悲壮感が漂ってしまう。ニュースの顔として、日本中にメッセージを発信するなら、こういう時にこそ明るく話してほしいものである。

最近発表された経済対策にしても、「今、国民が最も心配している年金や医療関連の対策が全く出てきていない」とか、「3年後に消費税の値上げするのであれば元も子もない」などという報道が取り上げられているが、これもナンセンスな議論のように思える。今現在必要な経済対策は、この世界的金融危機を押しとどめるための緊急な対策であり、通常の長期経済対策ではないという理解が足りないのではないだろうか。心臓が止まりそうな人に、「あなたはメタボだから心臓発作を起こした。まずメタボ対策からやりましょう」といっているようなものである。必要なのは、「AED」ではないか。

さてさて、まだまだ最近気づいたことで言いたいことはあるのだが、この程度にして、今月号は「世界金融危機一特集第2弾」として、1929年の大恐慌についてまとめてみました。

100年に1度といわれる今回の危機は、1929年の世界恐慌を念頭においてのこと。1929年、もちろん私自身経験したことではないし、いままで世界恐慌について詳しくは知らなかった。そこで、1955年に著名な経済学者ジョン・K・ガルブレイス氏が書いた「**大暴落1929**」を読んでみた。この本は、バブル崩壊が起こるたびにベストセラーになる本である。読んでいくうちに80年も前のことで、経済環境もマーケットも全く現在とは異なる時代のことはあるが、当時起こった現象が余りにも現在の状況と似通っていることが多いことに驚かされた。そこで、今月は1929年の世界恐慌について振り返ってみた。

その上で、今回の世界金融危機の原因についてのいくつかの意見を今後のレポートでまとめてみようと思う。筆者自身は学者でもないの、原因とされる経済理論や政治、或いは心理学などについて専門的に述べることはできないが、「人間の欲」が諸悪の根源ではないかと考えている。1929年の大暴落もそうした「欲」が渦巻いていたのである。



世界金融危機 「大暴落 1929」

「大暴落 1929」 ジョン・K・ガルブレイス著

まず、1929年の大暴落に至るまでの過程を振り返ってみる。「1920年代の株ブームがいつ始まったかははっきりしない。ただあの頃は、株が上がるもっともな理由があった。企業の業績は堅調で、尚上向きだったからである。先行きは明るいように見えた。それに20年代初め頃は、株は割安で配当も多かった。1924年の後半になると、株は値上がりし始める。上げ相場は翌25年の間ずっと続いた。たとえばニューヨーク・タイムズ紙が発表する工業株25種平均(タイムズ平均)は、24年5月末には106ドルだったが、年末には134ドルに達し、翌25年末にはさらに50ドル近く上昇して181ドルとなっている。25年はほぼ1本調子で上げ、月間で下げを記録した月は二回だけだった。」

＜昔もFRBが悪者に＞

その後、26年は幾分落ち込んだが、**27年から本格的に上げ相場が始まった**。「**1927年は、株式市場の歴史にとっても重要な年**とも言える。長年の通説によれば、後の災厄の種はこの年に撒かれたことになっているからだ。」これは、金本位制を採用していたイギリスが、ポンド危機に陥ってしまい、金がイギリスやヨーロッパから流出しアメリカに流れ込むようになっていた。これに対し、英、仏、独が共同でアメリカに対し金利を下げるように要求(金利が低くなると投資の魅力が薄れるため)し、FRBはこれをあっさり承諾してしまった。FRBは金利を4%から3.5%に引き上げ、同時に国債を市場から買い上げ通貨供給量を増やす政策を取った。このため市中に資金がだぶつき、銀行は挙って個人投資家に資金を貸し出し、これが株式投資に当てられたのである。こうして、潤沢な資金を手にした個人投資家が市場に殺到したのである。FRBのとったこの措置がその後の投機と大暴落を招いたという見方は、以来すっかり定着している。⇒今回の金融危機も、2001年から2003年にかけて取った超低金利政策が、住宅市場のバブルを産む原因となったとも言われていることとよく似ている。

これに対し、ガルブレイス氏は、「だがFRB犯人説は、金を持たせれば国民は投機に走ることが前提になっている。そんな馬鹿なことではない。・・・こと経済に関してはひどくいい加減な説が性懲りもなく支持されてきたが、FRB犯人説はまさにその例証と言えよう。」と、FRBの行動が原因でバブルを招いたという説を否定している。(今回の危機も、現象面だけを捉えてみると、低金利が住宅ローンを拡大させたとはいえるが、サブプライムローンを乱発した原因とは決してならないであろう)

＜信用取引膨張＞

28年に入り、いよいよ過熱化し、それまで企業業績をベースに買われていたものが、「根の深い投機ブームでありがちなことだが、現実離れた手がかりにわれもわれもと飛びつくようになったのだ。」そして、このような相場になると、相場師といわれた玄人集団が市場に大きな影響力を及ぼしていた。(現代のヘッジ・ファンドのようである)さらに、**信用取引が異常に膨張**したのであった。それは、ブローカーズ・ローン(信用取引で買った株を担保に差し入れるローン)残高を見ればわかる。20年代前半のその残高は10億ドル～15億ドルだった。それが、26年初めには25億ドルに増え、27年年末には35億ドル、28年6月には40億ドル、11月には50億ドル、そして年末には60億ドルと雪だるま式に膨らんでいった。このローンは、通常の場合であれば株がいつでも現金に換えられることから、流動性が高く極めて安全なローンであった。その金利は28年には5%であったが、年末には12%に達していた(需要が多かったため)。安全で12%もの高利回りであることから、一部企業では資金を設備に回さずこのローンに投資するようになる。こうして、投機熱が過熱していったのである。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

* 当社は、保険代理業及び証券仲介業を営んでおり、当社はお客様との取引によりいただいた個人情報、各種商品・サービスに関するご提案をするために利用することがあります。

世界金融危機 「大暴落 1929」



<投資信託という魔法の器>

1920年代の投機拡大に大きな役割を果たしたのが投資信託である。正確には、**会社型投資信託**である。当時の投資信託は現在のヘッジ・ファンドの仕組みと似ている。当時の会社型投資信託は、投資会社が普通株のほか優先株、社債を発行して資金を調達し、それをほぼ全部普通株で運用していた。このように、レバレッジを効かせることによって、投資会社の普通株がテコの原理によって急騰していったのである。投資家はこのような投資信託に飛びついたのはいうまでもない。

こうした投資信託は、**1928年の1年間で推定186社**が組織されたが、**1929年には1日1社のペースで設立され、年間で265社**が誕生している。一般向けに販売した有価証券の総額は、27年には4億ドルに過ぎなかったものが、29年には30億ドルに達し、**投資信託の総資産残高は29年秋には80億ドル**を上回っていた。この**レバレッジ効果**によって、投資家は挙って投資信託に投資をしていった。その拡大に伴って、当初はその運用手法などについて厳格なルールが作られていたものが、徐々に統制をなくし、自ら資金を調達するようになってからは、自分達の裁量でその資金を自由に運用するようになった。

さらに、レバレッジを効かせる為に、レバレッジの効いた投資会社の普通株を、同じようにレバレッジを効かせた他の会社型投資信託が組み入れるようになっていった。そうすることによって、レバレッジの掛け算の方式で普通株は異常な値上がりを示したのである(50%上昇するだけで、700~800%値上がりするように)

この夢のような仕掛けに、誰もが飛びつき、誰もがそのリスクに疑問を抱かなかった。まさに現代のヘッジファンドの仕組みと同じ構図である。

<夢の終わり>

「**1929年のウォール街に夏休みはなかった。投資信託が次々と設立されるのと歩調を揃えて、市場は過去最高の活況を呈するようになる。株価は日々上昇し、下がる気配すらなかった。タイムズ平均は、6月に52ドル、7月に25ドル上昇し、2ヶ月間の上昇幅は77ドルに達する。ちなみに大好況だった28年でさえ、1年間で86.5ドルしか上昇していない。タイムズ平均は8月に33ドル上昇し、5月末時点の339ドルから8月末には449ドルへ、3ヶ月で110ドルの大幅上昇を記録した。これはつまり、夏の間だけで株価はおしなべて25%ほどもあがったことを意味する。**」

「・・・秋にはイェール大学のアービング・フィッシャー教授が有名な予言を行なう。**『株価は、恒久的に続く高原状態に達した』**と述べたのだ。フィッシャー教授はアメリカ経済学会が誇る非凡な研究者である。教授には物価指数、資本理論、投資理論など膨大な業績があり、こちらの方で後世に記憶されることになったのは、誠に幸いであつた。・・・」

「だが、誰もがそうではない。インターナショナル・アクセプタンス・バンクのポール・M・ウォーバークは例外の一人だ。・・・1929年3月にウォーバークが行なった予言が驚くほど正しかった。**FRBはもっと強力な政策を取るべきであり、現在のような『無節操な投機』の狂乱を直ちに終わらせないといずれ災厄が起きることは間違いない。それで損害を被るのは投機筋だけではない。『国全体を巻き込む大不況が起きかねない』と予言したのである。**」

そして、ついにその日が来たのである。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

* 当社は、保険代理業及び証券仲介業を営んでおり、当社はお客様との取引によりいただいた個人情報、各種商品・サービスに関するご提案をするために利用することがあります。

世界金融危機 「大暴落 1929」



＜大暴落＞

「1929年9月3日をもって、1920年代の華やかなりし強気相場は永久に終わりを告げたのである。…きっかけとなる出来事はいつも曖昧で、どれが発端だったかわからないことさえある。このときも、その後何度か、ほんの数回ではあるけれども、指数が上昇することもあった。だが市場がかつての信頼を取り戻すことはもうなかった。反発することはあっても、それは本当の上げ相場ではなく、下落基調の途中で一息ついたに過ぎない。」

1929年9月からの大暴落は、1987年のブラックマンデーのように突然大暴落したのではなく、当初静かに始まっている。9月5日は10ドル急落するが、その後しばらくは不安定な相場が続く、日によっては強気になったり弱気になったりした。しかし、後になってみれば、はっきりと下を向いていたことがわかる。

「深刻な不況の来襲に市場が突如気が付いたから暴落が起きたと一部ではいわれているが、決してそうではない。株価が下がってきた時点では、程度を問わずどんな不況も予想できなかった…」
バブル崩壊の原因として当時は、経済指標の悪化のほかにもいろいろ言われてきた。投資信託や巨額の金融取引に手を広げていたイギリスの製造・金融王ヘイトリー帝国の崩壊もその一つである。
あるいは、9月22日に、ニューヨークの新聞各紙が金融面に載せた広告も注目を浴びた。「**上げ相場に長居は無用－投資家の多くは、相場の上昇局面で手にした利益を調整局面で失っています。利益以上に損をすることもあるでしょう。忘れないでください。調整局面は必ずやって来るのです。**」というなんともショッキングな広告であった。これが多くの人の心理状態に影響を与えたというのだ。

10月21日は散々な日だった。出来高は史上三番目の609万1870株。そのため、株価速報が大幅に遅れた。人々は市場が閉まってから自分がいったいどれくらい損をしたかなかなか把握することができず、余計に心理的に追い込まれていった。

10月23日も大幅に下落、タイムズ平均は、415ドルから384ドルへ6月末の水準にまで下落した。

「**10月24日(木曜日)**。歴史を紐解くと、この日が**1929年の恐慌相場が始まった日とされている**。…この日の出来高はなんと**1289万4650株**に達し、その多くが、持ち主の夢と希望を打ち砕くような値で取引された…株は売る人がいれば必ず買う人がいる…**だが1929年10月24日には、『必ず』ということはありません**いと誰もが思い知った。買い手が一向に現れないという事態が頻々と起き、一本調子で下げてから出なければ買いは入らなかった。」⇒9月、10月の世界市場の急落はまさにその様相であった。また、今回の証券化商品の価格下落についても、まさに買い手がなくなったために価格がどんどん下がっていく現象と同じである。金融市場、ことに証券市場は、そもそも買い手がなくなったときには成り立たないのである。

「とはいえ暴落が暴落を呼ぶ相場が一日中続いたわけではない。大混乱に襲われたのは前場だった。…11時には、史上はすさまじい狼狽売り一色となる。…ニューヨークでは、パニックは昼までに終わった。**組織的買い支え**が、ついに登場したからである。

12時。ウォールストリート23番地にあるJPモルガンのオフィスに、ナショナル・シティ・バンクの会長…、チェース・ナショナル・バンクの会長…、ギャランティー・トラストの社長、バンカース・トラストの社長が集まり、買い支えを行なうための資金をプールするという決定を速やかに行い会合は終了。…株価はたちどころに安定し上向き始めた。…株価は一転して急騰。…タイムズ平均は結局12ドル下げただけであった。

25日、26日も安定した市場が続いた。「わが国の有力な銀行にはつねにパニックの再発を防ぐ用意があることを知って、金融業界は安堵し、その結果として先行き懸念は和らいだ。」

週末の日曜日教会では、「**アメリカには木曜日に天罰が下されたが、それは当然の報いだったと人々は諭された。金持ちになりたいという欲望に取り付かれて大切な価値観を見失っていた、だから試練を与えられたのだ**」、とほとんどの人がもうこれで十分罰せられた、また投機に励んでもいいのだと感じた。
しかし、ほんとうの災厄が始まったのは、翌月曜日からであった。

<事態の悪化>

「1929年の大暴落の際立った特徴は、最悪の事態が実は最悪でなく、さらに悪化し続けたことである。今日こそこれで終わりだと思われたことが、次の日には、あれは始まりに過ぎなかったのだと判るのだった。」

10月28日 月曜日、この日から、絶頂とどん底が切りもなく繰り返されることになる。月曜日は、暗黒の木曜日に劣らずひどい1日だった。タイムズ平均は1日で49ドル急落した。市場が閉まった4時にまた銀行家達が集合し、会議は6時半まで続いた。しかし、今回は前回のように銀行が市場を買い支えるという結論には至らなかったばかりでなく、銀行家達は市場に深入りしすぎたことに気づき、これ以上混乱を深刻化させずに買い支えの公約を取り消すにはどうしたらいいかが話し合われたようである。

10月29日 火曜日、史上最悪の日となった。出来高は暗黒の木曜日を大きく上回り、下げ幅(43ドルの下落)は月曜日に匹敵する急落振りであった。売り一色で買いが全く入らない状況であった。

この日も銀行家達は集まったが、この日は銀行が保有する株を売りに出しているという噂が市場を駆け巡り、銀行家の威信は株より急速に下がってしまったのである。

「銀行家は、……続く10年間、議会の委員会で、法廷で、記者会見で、そしてコメディアンにまで、銀行家は格好の標的にされた。すべて、このときの過大な自負と盛大な失敗のせいである。」

10月30日、「株価は目を疑うほど珍しく上がったのである。……なぜこのような回復が起きたか、その原因はおそらくこの先もわからずじまいだろう。……」

10月31日も上昇したが、見るも無残な暴落が始まったのは、週明けの月曜日であった。タイムズ平均は22ドル下げた。それ以降も下げが続いたが、この間、投資信託の残高は急激に縮小していった。前述のように、レバレッジを効かせていた投資信託は、上昇幅も増幅されるが、下落するときも加速度的にその資産価値が減少し、11月はじめには価値が半減してしまった。資産が半減してしまった状態では、資金調達のために発行していた社債や優先株をカバーするのが精一杯で、投資家に配当する普通株はもはや何ら価値を持たないものになってしまっていた。

「1929年11月半ばに、ようやくにして株は下げ止まる一少なくとも当面は。タイムズ平均は11月13日水曜日に224ドルで引け、これにてひとまず底を打った。9月3日には452ドルだったのだから、ほぼ50%落ち込んだことになる。」

「1930年の1月、2月、3月に株式市場は大幅な回復を示す。しかし、4月には勢いが鈍り、6月には再び大幅に落ち込む。その後はごく一時的な例外を除き、**市場は毎週、毎月、毎年下落に次ぐ下落を演じ、それが32年6月まで続いた。漸く底を打ったときには、大暴落当時の最安値が懐かしくなるほどだった。あの時最安値を記録したのは29年11月13日で、タイムズ平均が224ドルだった。それが、32年7月8日には58ドルになっていた。……**はるかに悲惨だったのが投資信託株である。ブルー・リッジ(投資信託株の一つ)は50セントである。……29年9月3日には70ドルであった。……」

世界金融危機 「大暴落 1929」



<犯人探し>

「昔からアメリカ社会では、いわゆる悪の象徴探しに熱中するくらいがあった。……

1930年代のウォール街は、あちこちから敵視されていた。まず、社会主義者と共産主義者が打倒資本主義を唱え、その牙城であるウォール街の崩壊を願っていた。**ウォール街を悪の温床だと考える人もいた。……金や権力や名誉ある人々の挫折が小気味よいという人もいる。……**共和党のクーリッジ政権とフーバー政権は、ウォール街が象徴する強大な金融業界と深い関係にあった。だが民主党のルーズベルト政権誕生と共に、ウォール街はニューディール支持派から敵視されるようになる。彼らから見れば、ウォール街の悪事は共和党の悪事だった。……」

⇒民主党のオバマ氏が次期大統領に決まったが、ブッシュ共和党政権でのこの金融危機の背景や政策（金持ち優遇の格差社会を作った）は当時も全く同じようであった。（このような、アメリカにおける共和党（保守派）と民主党（リベラル派）の歴史的政策的の違いなどについては、今後の金融危機の原因を探るレポートで詳しく述べていく予定）

「……ウォール街で罰すべきは権力よりも道徳観だった。……『あつという間に金持ちになれる』という甘い誘い、人はいいが頭は指してよくない人間を地獄に突き落とす。田舎の銀行の窓口で働き教会にまじめに通うような人間を破滅させるのだ。株式市場の無意味な乱高下のせいで、農産物価格や地価も影響を受ける。手形の書き換えや住宅ローンの借り換えにも使用を来す、等々……」

<大恐慌の原因>

「大暴落に続いて大恐慌がやってきた。それは、都市によってひどくなったり和らいだりしながらも、10年続いた。**1933年のアメリカの国民総生産（GDP）は、29年の3分の2まで落ち込んでいる。生産高ベースで29年の水準に回復したのは37年になってからで、それもすぐに後退。そして金額ベースでは、41年まで回復していない。……」**

「大暴落の原因を説明する方が、その後の大恐慌を説明するよりはるかにやさしい。恐慌の原因を究明しようとする、株の暴落が果たした役割を評価するのが非常に難しい問題となる」

「……大恐慌の原因は、いまだにはっきりとしていない。……」

さて、ここまで、ガルブレイス氏の「大暴落 1929」を基に、1929年の大暴落の過程を見てきたが、時代背景が違っても、ここ数ヶ月に起こっている世界株式市場の大混乱の様子と酷似していることに気づかれるであろう。

ただ、願わくば、今回の金融危機が1929年のように、ここから始まる長い大暴落とはならないことを祈るばかりである。