

## 市場の変相

日本語版への序文 .

日本語への翻訳が決まり、誠に光栄である。2007年にアメリカで起きた金融危機について外部の視点から書いた本書が、日本の読者にとって役立つものになればと願っている。

2008年に入ると、さまざまな「市場の事故」や「政策ミス」が発生し、金融危機は真にグローバルな広がりを持つようになった。“無差別爆弾”よろしく世界各国を直撃し、重大な結末をもたらしている。日本を含め、実質的に世界中のあらゆる国々の経済や生活基盤に破壊的な打撃を与え、ますます邪悪な性格を強めている。

危機が変質にするにつれ、個人投資家、企業、政府、国際機関をはじめ、国際経済・金融システムを担う主体がそろって「世界は現在、非常に珍しい現象に直面しており、そこから逃れられない」と認識しなければならない。つまり、「システム内で起きる通常の危機」ではなく「システムそのものの危機」であるとの認識が欠かせない。あちこちで「昨日の世界」と「明日の世界」が衝突し、危機を引き起こしているのである。

だからこそ、生産、消費、投資、貿易、資産など、実質的に全経済指標が悪影響を受けているのも、驚くに値しない。株式と債券市場はさらに大荒れになり、動きが激しすぎて予測不能な展開を示している。世界中の政策担当者は決定的かつ効果的な対応策を打ち出せず、苦心している。いずれも、当然の結果である。

2009年も世界経済は引き続き厄介な問題に直面する見通しだ。経済成長が鈍化するなかで、大打撃を受けた金融部門はすぐには回復せず、時として不安定になる。保護主義の圧力も増大しそうだ。各国政府は政府介入に絡んで難しいかじ取りを強いられる。シティグループやアメリカン・インターナショナル・グループ (AIG) などの民間金融機関の救済に巨額資金をつぎ込んだアメリカ政府は、特にそうだ。政府介入のための具体策を立案し、必要な資金を手当てするのはもちろん、最終的に成功したあかつきにはすべてを元に戻さなければならない。しかし、大規模な政府介入を実施すると、民間企業の国有化によって市場と国家の微妙なバランスを崩し、必然的に国全体の経済成長と生産性を損なってしまうため、一筋縄ではいかない。

当然のことながら、世界中の投資家と政策担当者は現在、市場構造の激変に直面している。これからは、信用創造機能の逆回転を意味する「デレバレッジ」のほか、西側先進国の銀行システムと市場の大幅縮小という現実と向き合うことになるだろう。西側先進国は社会構造上、「景気拡大・相場上昇局面では自由放任主義を貫いて企業や個人が巨額の利益を懐に入れるのを認め、景気後退・相場下落局面では社会主義化して巨額損失を国の負担で穴埋めする」といったシステムを受け入れることはできないのだ。

各国の投資家と政策担当者はまた、一時的に金融仲介機能が著しく低下する現実を受け入れなければならない。信用創造が全体として大幅に縮小し、生産的活動のための潤滑油

として資金が流れにくくなる。資金がだぶついていた従来の環境とは様変わりとなるのだ。一部の企業や金融機関は資本市場から締め出されたり、半永久的な資金調達コストの上昇に見舞われたりするだろう。

このような理由から、株式や債券、商品など伝統的資産の間の価格連動性に重要な変化が出てくる。投資家と政策担当者はそれを見逃さないように目を凝らすべきだ。また、リスク管理戦略も一段と強化する必要がある。従来は「分散投資こそ唯一のリスク軽減策」と言われてきたものの、今後は分散投資を補う戦略を採用しなければならない。

以上のような環境変化を背景に、本書の重要テーマである「国際的な新旧入れ替わり」が加速している。特に、世界の成長エンジンと富の蓄積の分野で入れ替わりが目立っている。アメリカは経済成長と富創造のエンジンとして圧倒的な存在でなくなる。言い換えると、アメリカ中心の一極構造の時代が終焉し、国際経済・金融システムの中で重要な地位を占める新興国を取り込んだ多極構造の時代が到来するのである。

日本にはどんな影響があるのか。日本の国外で発生した今回の危機は、その規模においても影響度においても突出している。国としての特性を考慮すると、日本は今回の危機に対処する際に他国よりも有利な立場にある。しかし、その日本さえも困難な局面に置かれている。民間レベルでも政府レベルでも、現在世代と将来世代の生活を脅かすかもしれない世界的な危機に対処しなければならない。日本も他国と同様に、危機の後に出現する「新たな行き先」にたどり着くまで、非常に険しい「旅路」を歩むことになる。

私の考えでは、日本の投資家や企業、政府が今回の難局を乗り越えるためには、以下に挙げる三つの基本要素に対する十分な理解が欠かせない。三要素とは、(1)世界的な危機とその変質を生み出している力 (2)危機が個々の市場や国へ伝播していく流れ (3)旅路と行き先の構図や展望を踏まえて反応する必要性——である。

日本のみなさんが本書を手にして、これら三要素に対する理解を深めることができるよう願っている。私は投資家に対して、リスクとリターンの関係が様変わりしていることについて、有益な指針を提供したいと思っている。政策当局に近い方々に対しても、適切な考え方を示したいと思っている

本書を実質的に書き終えたのは2007年12月。しかし、その分析内容は今日の世界でもなお有効だ。実際、2008年に市場で起きたことの多くを予測したのである。本書を読み進めると、読者は国際金融システムをめぐる以下の論点について触れることになる。

- 1◆公的レベルでも民間レベルでも、既存インフラの能力をはるかに越えて新型の金融取引が膨張した。結果として、システムは非常に不安定になり、「市場の事故」と「政策ミス」に遭遇しやすくなっている。
- 2◆伝統的な組織や体制、手法が通用しなくなっている。そのため、危機を防止する「サーキットブレーカー（遮断機）」の機能が弱まり、システムのあらゆる次元でリスク管理が行

き詰まり、失敗している。

3◆ますます不安定化しているシステムの安定化に向けた対策が欠かせない。

本書では、私はさらに一步進んで工夫を凝らした。本書が読者にとってより大きな価値を生み出すよう願ってのことである。具体的には、時の試練に耐えられるような堅固な枠組みを提供している。「険しい旅路を踏破するうえでどう対応したらいいのか」だけでなく、「永続的な行き先に向けてどう準備したらいいのか」について考察するための枠組みである。このような枠組みを提供する過程で本書が強調しているのは、システム再構築の重要性である。公的レベルでも民間レベルでも、危機対応能力を高めなければならないのだ。

基本メッセージは、次のように単純なものである。現在起きているグローバルな危機は緊急事態であり、市場参加者は最優先事項としてただちに対応しなければならない。同時に、徐々に出現しつつある新パラダイムに対してもタイムリーに対応する必要がある。新パラダイムは一見すると緊急性に乏しいのだが、目先の危機と同じように重要である。

当然のことだが、「言うは易し、行うは難し」だ。危機対応は単純作業ではなく、リスクを伴う。市場参加者は、これまで安住していた世界から飛び出すことで、不安に駆られるだろう。不確実性が高まった世界に置かれながら、難しい選択を迫られることもある。だからこそ、世界経済の「新たな行き先」に備えてシステムを再構築する必要性が増しているにもかかわらず、その作業をできるだけ先延ばししようという誘惑が出てくる。この誘惑に負けてはならない。理由は単純で強力だ。現在われわれが住んでいる世界は急変しており、そこで「何も行動しない」ことに伴うリスクと代償は途方もなく大きい、ということである。

本書を読んでくださるみなさんに感謝したい。本書を読んでみなさんがどう思ったのか、知らせていただければ幸いである。

2008年12月12日、米カリフォルニア州ニューポートビーチにて

モハメド・エラリアン

市場の変相

はじめに

序章

サブプライム問題を見極める

市場崩壊のリスクを伴う大転換

「ノイズ」に隠れた重大な情報を見逃すな

「金利のなぞ」がもたらした混乱  
メрилやシティが全力疾走で転倒  
グローバル市場における「三つの底流」  
金融市場の“配管”が詰まっている  
「新たな現実」を理解する枠組み

## 第1章

グリーンスパンを惑わせた「異常」  
途上国が安定要因に  
説明のつかない「長短金利の逆転」  
株式市場でも異常現象

## 第2章

危機対応「失敗の本質」  
八方塞がりのIMF  
リスクの過剰生産と過剰消費  
ノーザン・ロック事件と流動性の急停止  
経験則、従来の戦略が通じない世界

## 第3章

投資家はなぜ大転換を見逃すのか  
ソロモンの若きトレーダーの行動を解析  
合理的な愚か者  
レモン市場とブラックスワン  
「理性的な脳」は「感情的な脳」に負ける  
雪だるま式のダイナミズム「複数均衡」  
セカンドベストの理論  
認識の遅れは「二次災害」に

## 第4章

「昨日の市場」と「明日の市場」の衝突  
世界経済の新たな成長エンジン  
輸出国による「ベンダーファイナンス」  
新興国が消費主導型経済にシフトする  
商品市況急騰でインフレの向かい風へ  
進化する政府系ファンド

デリバティブの爆発的広がり  
リスクとリターンの相対関係が変化する

## 第5章

「新たな行き先」まではいばらの道  
「新旧入れ替わり」への適応  
民間部門—荒っぽい自己改革  
政府部門—破壊的結果の恐れ  
国際機関—もはや打つ手なし？  
「負の遺産」の重み  
老朽化するインフラで大変革に直面

## 第6章

投資家のための行動計画  
資産配分の定期点検と修正  
株式—「世界的分散化」が課題  
通貨—「強い通貨」が交替する  
運用手段—パッシブかアクティブか  
実物資産三点セット—商品、社会インフラ、不動産  
債券—「役割低下」は本当か？  
代替資産—不可解な投資対象  
ヘッジファンドと買収ファンドに注意  
ハーバード大学基金の作戦変更  
「科学」と「芸術」の組み合わせ

## 第7章

政策当局のための行動計画  
「影の銀行システム」に対応する  
資本流入に対処する  
新興国の国富を管理する  
アメリカの巨大借金を是正する  
FF金利への依存が一変  
所得格差と社会政策  
国際機関のための行動計画  
巨大な代償から免れるために

## 第8章

### 新時代のリスク管理

リスク非対称性の歴史

急財をめぐるモラルハザード

リスク管理はアウトソースするな

アルゼンチン金融危機の教訓

「エージェンシー問題」を克服する

「オーバーレイ戦略」修正のタイミング

攻めにも使える「テール保険」

スケーラビリティとサーキットブレーカー

ハーバード大学基金の知恵

## 第9章

世界全体の福祉向上に向けて

これまでの常識を捨てる

その場しのぎと対症療法

目先でなく長期目標で動く

持続的成長と貧困撲滅

訳者あとがき

参考文献

索引

[著] モハメド・エラリアン

Mohamed El-Erian

パシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー(ピムコ)最高経営責任者(CEO)兼共同最高投資責任者(CoCIO)。国際通貨基金(IMF)に15年間勤務したのち、米シティ・グループ系列のソロモン・スミス・バーニー(ロンドン拠点)でマネージング・ディレクターを務め、1999年にピムコに入社。マネージング・ディレクター、投資戦略グループのシニア・メンバーを務める。その後、米ハーバード大学基金を運用するハーバード・マネジメント・カンパニー(HMC)の社長兼CEOとして2年間勤務。その間、同大学のビジネス・スクールで教鞭をとり、同大学の副財務長も務めた。2007年末にピムコに復帰。

国際経済に関する執筆多数。現在は女性研究国際センターやピーターソン国際経済研究所の理事、米財務省国債発行諮問委員会、IMFの資本市場協議グループのメンバー、マイクロソフトの運用諮問委員会会長を務める。投資業務経験25年。オックスフォード大学大学

院にて経済学博士号、ケンブリッジ大学にて学士号を取得。

[訳] 牧野 洋

1983年、日本経済新聞社入社。チューリヒ駐在、ニューヨーク駐在、編集委員などを歴任し、2007年に独立。慶応大学経済学部卒業、米コロンビア大学大学院ジャーナリズムスクール卒業。現在ロサンゼルス近郊のクレアモント在住。

主な著書に『不思議の国のM&A』（日本経済新聞出版社）『最後の投資家 バフェット』（日経ビジネス人文庫）、翻訳・解説書に『ドラッカー 20世紀を生きて』（日本経済新聞社）、翻訳書に『ランド 世界を支配した研究所』（文藝春秋）がある。