

Pen

2018 2/

50周年記念号



東証ペンクラブ

バブルを振り返って未来を知る

土屋 陽一

はつめい

東証ベンクラブ設立50周年を迎えられたとのこと、運営に携わってこられた皆さまのご尽力に敬意を表します。

さて、四半世紀前のバブル崩壊時に、証券界にご迷惑をおかけしつつ三洋証券社長を退いた私ですが、その後、野村証券と三洋証券での計30年のキャリアを活かして、新規事業育成のメンター役とライフワークである株式投資に勤しむ中で、24年があつという間に過ぎました。

さすがに76歳にもなると、若いつもりでいてもギックリ腰で動けなくなったり、突然、高熱が出て、痙攣が起こり病院に担ぎ込まれる

など、周りに心配をかけることが増えてきました。これからは自重して、ますます進むテクノロジーとイノベーションを少しでも長くこの目で見たいと思います。人生100年時代に、残された人生の計画をどの様に立てるか考えると、楽しくもあり、少しばかり心細くもある今日この頃です。

さて、日経平均はバブル後の安値である2008年10月の6,994円から2018年1月の24,129円と、3倍以上に上昇しています。2020年のオリンピックを控え、不動産価格も場所によつてはかつてのバブル期と同水準以上に達し、高級マンションが着工前に完売するといった景気の良い話も聞こえてくるなど、日本経済は好調に推移しているように見受けられます。古代中国から伝わる陰陽・五行説に基づく算命学の泰斗、高尾学館の中村嘉男先生によれば、日本の運気は平成30年からの10年間、昭和42年から52年の経済

台頭期と同じ運氣で、非常に明るいそうです。東京オリンピック後の不況を懸念する人もいますが、この良い予見は明るい気持ちにさせられます。

かつて、バブルが弾けるのを経験した私としては、高度恐怖症のようなトラウマもないわけではありませんが、海外の株価、物価、不動産価格等々の動きと比較すると日本はまだまだ出遅れていて、今後の展開によっては一段の成長の可能性は高いのではないかと希望的観測を持っています。

そこで、過去を振り返りつつこれからの人生を如何に過ごすかを考えるにあたり、次の10年間について自分なりに考えていることを記したいと思います。

バブルを振り返って

私は1984年1月から1991年7月まで約8年間にわたり、日経新聞夕刊の「十字路」

欄に「明日への提言」というテーマで、89回寄稿させていただきました。ちょうどバブルが始まり終わるまでの期間でしたから、これからの10年間に何が起こるかのヒントがあるので、はと思い、読み直してみました。

当時、1985年秋のプラザ合意によるドル安誘導政策で急激に円高が進行し、1985年初には250円台だった円相場が1986年末には一時160円を突破、その後も円ドル相場は史上最高値を更新し続け、1ドル120円台にまで上昇しました。日本国内では、激しい円高の影響で、輸出産業が打撃を受けた一方、円高不況回避のため、当時としては異例の超低金利政策を採ったため金余り現象が発生し、その資金が土地や株式への投資に繋がりがバブル景気へと向かいました。

証券界では1985年10月東証新市場館もオープンし、570兆円の個人金融資産を背景に「一億総財テク」、「一億総バンカー」などの

威勢の良い掛け声が聞かれました。私も、売買50億株の日に備え、コンピュータを駆使して分析・予測のシステム開発と展開に知恵を競って投資家の情報ニーズを満たし、株式投資への新たな参加者を増やす社会的責任を果たさなければならぬと提言しています。

また、この時期にわが国は債務国から世界一の債権大国となり、社会・経済の国際化などに加えて金融・資本市場の開放を求める黒船の来航で、金融自由化が急速に進展しました。

当時、わが国金融市場には証券法65条によるいわゆる「銀・証分離」の垣根があり、一方で監督官庁による護送船団方式に守られていました。海外では米国の1975年のメーデー、英国の1986年11月のビッグ・バンドで大幅な規制緩和がなされ、日本に進出しようとする外国金融機関は東証会員権の開放、市場外取引、先物・オプションなどの新しい取引制度の導入、さらには先進国並みの税制（取引税など）、法

律、社会理念、インサイダー取引規制など、欧米のスタンダードに合わせるべきと強く要求してきました。

やがて外国証券会社の東京進出が43社46支店に達し、兜町の再開発を含めた東京都金融特別区や東京国際金融センター構想などが盛り上がりました。現在、小池都知事によって、再び東京国際金融センター計画が語られているのは大変喜ばしいことです。

東京、NY、ロンドンを拠点とするグローバル化が進展する中で、当初は、例えば機関投資家によるつなぎ売りや市場外取引は自粛を求められるなど、外資には認められていることが日本当局の通達によって証券市場の動きが規制されるといふ、いわゆる逆イコール・フッティングが存在しました。日本に先駆け、1986年9月からシンガポールで日経平均の先物取引がスタートしましたが、外為法上の規制と、指数は有価証券に該当しないという理由で日本勢の

指数取引への道は閉ざされ、リスクだけ負うと
いったこともありました。

1987年10月19日米国でのブラックマン
デーを機に世界中の株価が大暴落した直後も、
「ドルの時代が終わり、円の時代が来た」「日本を
見直し、ニッポンを買ってもらおう」といったニッ
ポン株キャンペーンが展開されて、日経平均は
1989年末の高値を再現することになります。
株価水準を計るP E RはN Yの16倍、ロン
ドンの14倍に対して、東京は58倍に達して
いました。N T Tは300万円を超え、P E Rは
何と300倍以上と、まさにバブルでした。

バブルと気が付いたのはいつか？

現在のアメリカのI T関連銘柄のP E Rを
見ていると、将来、振り返ってみれば、やはり
あの時米国はバブルだった、ということになる
かもしれません。

弾けてはじめて「バブル」であり、弾けなければ

「ブル・マーケット」です。日本の80年代後半
当時も、誰も『バブル』と呼んではいなかったと
思います。

1987年のブラックマンデーの後、日本だけが
例外的に立ち直り、1989年末の大納会に日経
平均が38,915円87銭の歴史的な高値をつけ
ました。その間、1988年2月に来日した米国の
大学教授ラビ・バトラ氏についての記事に「あぶく
相場（バブル）」や「バブル（泡まつ現象）」とい
う言い回しが登場し、1989年6月21日付の日経
新聞の記事で、植田和男（当時）東大助教授の
「最近の株高はバブルの可能性がある」という
発言が紹介されたことがありましたが、これが
バブルだという実感はありませんでした。しか
し1990年10月1日には日経平均株価は
20,000円割れとわずか9か月で半値にな
りました。1990年初にはバブルの崩壊は始まっ
たのに認識できずにいたのです。株価が暴落し、
土地は下落、倒産が相次ぐといった事態が相
次いで、バブルだったと気が付いたのです。

近未来への期待

30年以上も前から日本経済は外国投資家と為替変動に振り回されてきましたが、昨今も同じ状況にあります。

訪日外国人の増加、広範囲の規制緩和、NISAの普及、個人金融資産の増大、AI技術の進展などの傾向を考えると、これからの10年間は、かつてバブルに向かったのとおなじ経路をたどるのではないかと推測しています。現在の円安は人為的なマネュレーションで維持している気配もあるので、少数意見ではありますが、わたしは今後の円高を予想しています。円高・株安の傾向が80年代と同じ円高・株高へと変わり、日経平均は過去の高値を抜く可能性もあります。ただし、そうなった場合でも、バブルという貴重な経験を思い出し、再び飲み込まれることないように気を付けたいと思っております。

余談となりますが、日経紙に寄稿していた当時はインターネットもなく、携帯電話の普及も

始まったばかりでした。「明日への提言」の中で「出来たらいいな」、「あつたらいいな」といった夢物語のようなことを提言させていただきましたが、すでにそのほとんどが実現しています。例えば、パソコンを会社に一台、自宅に一台、通勤に一台と3台持つことを夢見ておりましたが、今やインターネットとスマホ、タブレットのおかげで、どこにいても仕事ができます。インターネットの普及と通信回線コストの低下は、あらゆるビジネスモデルを変え、新規の事業が出現しました。また、このコラムの中で週休二日制、24時間取引、株価情報の開放、トレーディング時代、手数料の自由化、コンプライアンスの徹底、インサイダー情報取引規制等々提言したことが新しいテクノロジーのおかげでいくつも実現しています。

しかし、日本の金融市場が再び世界から注目される国になるには、こうしたテクニカルな面だけでなく、世界に通用する価値観、倫理

観、ルールを理解し、受け入れていくことが
必須だと考えます。

そのために、憲法改正の問題、税制の簡便
化、創造力と想像力豊かなAI時代の人材を
育てる教育制度など広範囲にわたってなすべ
き課題は明らかです。これを先送りすること
なく他に先んじて解決していける国になれば、
近未来に日本が再び世界から注目されるリー
ダー国の一つになるに違いありません。

最後に皆様もすでにお読みになっているとは思
いますが、経済学者ガルブレイスの著書の
巻頭を皆様にご紹介いたします。私が90年の
バブルの前に読んでいたらと思う名著です。

ジョン・K・ガルブレイス 著
バブルの物語 (暴落の前に天才がいる)

ASHORT HISTORY OF FINACIAL EUPHORIA

(1991年5月30日初版発行 ダイヤモンド社)

最近の日本経済を見ると株価の高騰と反落
とが印象的である。努力することなしに自分が
金持ちになっていくのを目のあたりに見て、
しかも自分は当然それに値するのだと信じて
いる人がいる。

また不動産価格がいかに高騰したかは、近代
経済学の奇跡の一つになっている。19世紀に
おける不動産価値の有名な批判者であった
ヘンリー・ジョージが攻撃してやまなかった
不労所得がこれほどめざましく生じたことは
世界史上これまで全くなかった。この本を日
本の読者に提供することは大きな喜びである。
いつの日か、この本のおかげで金を損せず
に済む人が出てくるかもしれない。もしそう
であれば、私は大いに報われたと思うであろう。

2018/02/7

(RISA Financial Engineering 株式会社
代表取締役)