

財政破綻シナリオと破綻後戦略

慶應義塾大学ビジネススクール

小幡績

財政破綻：

資産運用にとって重要なことは？

4つの問

- 財政破綻
- 1 するか？しないか？
 - するとすると
- 2 いつか？
- 3 どのように起こるか？
- 4 そしてどうなるか？

1 財政破綻危機は来るか？

Yes, definitely.

- Why?
- 日本では財政赤字を削減したことがない
 - 借金を返済したことがない
 - これからもする気はないだろう
 - プライマリーバランス達成でも赤字は増える
 - 金利が上昇すれば赤字は増大する
- さらに

世界的な財政出動ブーム

- 世界の流行は変わった
 - かつては緊縮財政ブーム
 - 今は財政出動ブーム
 - 政策は所詮ブームに左右されるもの
 - 背景
 - 世界的に金融緩和のやり過ぎ：財政に頼るしかない
 - ポピュリズムが世界征服
 - 低成長化、勝ち組、負け組がはっきりする中で格差拡大
 - 負け組⇒ポピュリスト⇒景気対策、財政出動の圧力がさらに高まる
 - インフレが起きにくいこともタガが外れる要因に
- 日本に財政健全化を迫る国際世論は衰退

2 いつ、来るのか？

わからない。

- これまでに破綻するといわれ続け、いまだに破綻していない
 - だから、これからも破綻しない、という風説が台頭
 - これから破綻する、というだけのこと
- ただ、思ったよりも破綻が中々起きない
- なぜか？

国債は貨幣

- 貨幣とは何か？
- バブル
 - 貨幣とは誕生の時からバブルである
 - 貨幣は貨幣であるから貨幣である
 - 貨幣を貨幣と人々が受け取り続ける限り(またその限りにおいてのみ)貨幣は貨幣として価値を持つ
 - だから貨幣の価値は自己実現、バブルと同じ
- 国債も同じこと
 - 人々が買い続ける限り国債は価値を持つ
- したがって、バブル崩壊と同じく自己実現なので。タイミングはわからない

そろそろか？

- 国債の買い手が銀行から中央銀行に移った
- 中央銀行は最後の買い手
 - 中央銀行が買うから皆が買う
 - 国債バブルの最終段階
- 中央銀行が買わなくなったら終わり
 - その気配だけでも
 - 人々がそう信じる(誤解する)だけでも

まだまだか？

- 金融市場が破綻するまで、中央銀行と国債は破綻しない
 - － 実体経済と金融市場でバブルが起きている限り
 - － 国債は必要とされる
- 経済全体のバブルが崩壊して初めて国債バブルも支えきれなくなる
- 金融市場次第？

3 どのように起こるか？

わからない。

- いくつかのシナリオは先ほど提示したが
- きっかけがどこからくるか分からない
 - 日本国内か世界か
 - 実体経済か金融市場か
 - 政府や日銀か民間セクターか
- シナリオとして蓋然性の高いパターンはいくつかあるが、きっかけは無数にある

4 破綻したらどうなるか？

ここが重要

- 破綻後に
- どうなるか、何が起こるか
- これについてシナリオを想定し、予測しておくことが最重要

4-1 日本は大丈夫か大丈夫でないか

- これが最重要の問
- 大丈夫ならリスクオン
 - 資産投資のチャンス
 - いつ、どのタイミングで、何を買うか、という戦略を考える必要
- 大丈夫でないならリスクオフ
 - 資産を逃避させるチャンスを探す
 - いつ、どのタイミングで、どのように逃げるか、という戦略
 - それは破綻の後なのか、前なのか
 - 早ければ早いほど良いのか、破綻の兆候を見きわめてからなのか
 - 何に逃げるか

日本は大丈夫か？ 2つの軸

- 1 運
 - 破綻後に社会がどう動くか？
 - これにかかっている
 - それは運が左右する
 - たまたま、地震が起きて、日本がまとまった
 - たまたま、世界経済が好調で輸出で立ち直れた
 - たまたま、首相が前向きな人だった
 - たまたま、三洋証券の処理でミスをした

運を左右するのは？

- 2 社会の底力
 - 社会に底力があれば、運もついてくる
 - 運にレバレッジがかかる
 - 悪いものがさらに悪く
 - 僅かな良い要素が拡大し、悪い要素が相殺されていく
- 社会の底力とは？

3つの軸

- 1 社会は一体化しているか
- 2 経済は底力はあるか
- 3 人々はまともか

投資戦略

- この3つが揃っていれば、リスクオンで勝負
- 3つとも危うければ、とにかく日本から逃げる
- 1つ欠けていれば、慎重に日本から多くを逃がし、日本でのチャンスを探す
 - 日本が混乱する
 - しかし、力、魅力は部分的に残っている
 - 日本にはピンチだが、投資には最大のチャンス
 - 海外のハイエナにすべて取られないように(or負けないようにor同じ仲間になって)儲ける

基本的な考え方

- 1:前提
 - 財政破綻は必ず起きる
- 2:戦略
 - 破綻後どうなるかを見きわめる
 - 財政破綻が起きた時のダメージを最小限に抑えるにはどうするか(ダメージコントロール)ということがすべてだが
 - それをその時の日本社会ができるかどうか
 - それを見きわめることで投資戦略を決める
- 3:判断の軸
 - 日本は...
 - 破綻前に力を使いきっていないか
 - 信頼が失われていないか
 - 分断が起きないと同時に多次元性が確保されているか

社会の一体化が失われていないか

- すべてに優先する
 - 例: 二大政党制や格差問題で社会が二分されているのは最悪
 - 英国ブレグジット
 - 米国トランプ: ワシントンとウォールストリートとその他
 - 中国はここが焦点
- 日本は世界的にはかなりましな方
- ただし注意が必要
 - 格差問題を政治的な 이슈 になっていないか
 - 階層により政党が固定化していないか
 - 今後変化する可能性があるので注視する必要
- 一方、多元的な要素は確保されている必要
 - 政治的リーダーは複数必要
 - 政権交代よりは
 - 与党内部での代替案
 - 官僚、民間内閣の可能性があるか
 - これは不安
- 政治はますます八方美人的な政策を競ってとっている
 - その結果の財政破綻が一番悪いシナリオ

経済の力が残っているか？

- 1: 増税しきっていないか
 - 破綻後に増税できる余地があるか
 - 消費税増税、所得税増税などに対するトラウマ、拒否反応がないか
- 2: 銀行は守られるか
 - 財政破綻が金融崩壊と鳴るかどうかは
 - 銀行システムがすべて
 - 株価暴落は気にしない
 - 中央銀行は銀行システムを守るために重要
- 3: 為替は強いほど良い
 - 輸出よりも輸入、生産よりも消費、産業よりも生活
 - 為替暴落では経済の力が一気に失われてしまう
 - 輸出が経済力を取り戻すのに貢献するのは徐々に少しずつなので間に合わない
 - したがって、事前の為替も強いほうがよいが、暴落のスピードも重要なので、過度に円高になっているのも困る

人々はまともか？

- なんとも言えない
- これからまともになるか、できるか？
- 間に合わない
- 同じ人間でも、行動は環境、感情によって異なる
- よりまともな行動を取るための条件、環境とは？
- 「まとも」の定義は？

「まとも」とは？

- 個人的な主体としての合理性（特に経済的合理性）
- ある程度のpublic mind
- どうすればまともになるか？

合理的な集団行動の障害はどこから？ : 1

- 社会に恨みを持っている人々の集団の存在
 - それが一定規模存在すること
 - ごく少数の場合も過半数の場合もあるが
 - 差別された集団
 - 社会から疎外感を持った集団
 - オウムは少数だが破滅的な行動を
 - トランプ支持、ブレグジット支持は数は社会の過半数だが、パイの配分が極端に少なかった集団
 - 非主流派の革命的暴動
- 危機を集団の危機と捉えずに、敵の排除の格好のチャンスだと捉える多数派
 - ターゲットが存在しないようにすることが重要
 - 日本の場合は嫉妬か？
 - 多数派だが一部の集団をここぞとばかりに潰す
 - 2011. 3月の原発、電力会社
 - 一連の官僚批判
- こういう意味での分断を作らないことが人々を狂わせない(まともにする)

合理的な集団行動の障害はどこから？ :2

- 過度に同じ方向を向きすぎていること
 - いわゆるバブルと同じ
 - 歯止めがない、方向転換が効かない、試行錯誤ができない
 - 安倍政権？アベノミクス？
 - いや戦後は常にそうだったのではないか？戦前？
- 一部の集団が強くリードし、そのほかは無自覚に従う
 - これが戦前のパターン？
- この両者を防止するには？
 - 多次元性の確保
 - 例えば、多国籍な市民の存在？
 - 東京以外の都が必要？
 - 都が好きでないのが一般的な方が良い？
- 年々危うくなっている気もする
 - ラグビーW、ハロウィン、東京オリンピック
- そうでもない気も？
 - 30代以下；テレビでなくスマホ

リスクオンと決まったら

- 何をいつ買うか？
- あるいは何をいつ売っておくか？
 - どうやって危機でのチャンスを待つか

戦略には環境軸が重要

- その時の環境に左右される
- 1 起こり方は？ : 震源
 - 日本発か日本外発か
 - 金融発か政府発か
- 2 危機が広がった場所は？
 - 株式市場？ 債券市場？ 為替？ トリプル安？
 - 実体経済？
 - 政府セクターのみ？
- これらによって投資の具体的戦略は決まる

財政破綻の起こり方

- 財政破綻とは？
 - － 1. 政府財政破綻
 - 1-1: 文字通り国債返済不能
 - 1-2: 国債市場価格暴落で新規発行不可能
 - 1-3: 入札不調で新規発行無期延期
 - － 2. インフレーション
 - 2-1: 物価急騰
 - 2-2: 資産価格急騰
 - 2-3: 為替暴落
 - － 3. 銀行破綻
 - 3-1: 保有金融資産(債券など)が暴落
 - 3-2: 保有債権の価値喪失
 - 3-3: 取付

3つはばらばらではない

- 多くの場合、複数(あるいはすべて)起こる
- 3(銀行破たん)
 - 一番深刻
- 2(インフレーション)
 - 深刻だが中央銀行が機能していれば鎮静可能
- 1(政府財政破綻)
 - 実は何でもない(うまくやることが可能)
 - しかし実際にはこの対応で危機を深く広くしてしまう可能性が高い
 - 政府財政破綻から起きた場合は、その後の政治のダイナミズム、政治と社会のスパイラル的な崩壊を最も警戒
 - それにより運用戦略をダイナミックに変更する必要

政治が問題ではない

- 政治を代えて建て直せばよい事
- そのとき建て直す力があるかどうかの問題だが
- 金融市場発が怖い
 - 金融市場が崩壊することが危ない
 - 金融危機に対応するには政府よりも中央銀行が重要
- 中央銀行が代えられるか？
 - 中央銀行総裁の代替案は重要
- もう一つの問題は、財務省、金融庁
 - 財政の法案は財務省、金融法案は金融庁
 - 少なくとも経済産業省は重要でない
 - 財務省、金融庁への人々の信頼が残っているかが重要

金融よりも実体経済

- 金融は必ず危機になるもの
 - － 崩壊のスピード、深さは金融市場によるものだが
- 建て直しには実体経済が必要
 - － 実体経済に力が残っているかが重要
- 類似の論点
 - － 政治も現状よりも、財政破綻後、増税余地がなければ、誰が何をやっても建て直せない
 - － 増税余地が重要

為替は重要

- 金融市場から実体経済に直接影響するから
- 為替が強いことが重要
 - 危機の時は、日本国内の資産がまず守られるかが重要なので

為替の重要性

- 過度な円安、円高は良くない
- さらに過度な為替変動はもっと良くない
 - なぜなら破綻後(破綻への道のりで)急激に円安になるのは良くない、破綻後の為替水準はできる限り円高がよいので
- 円高が望ましい
 - 経済力の維持
 - あらゆる資源を世界的に入手可能、あらゆる国内資源の国外流出を最小限に留める
- 急激な為替変動は一体化を阻害する
 - 危機において儲かるやつが出てくる、その格差が広がる、彼らを攻撃する世論となる、彼らが得をするのを抑えることが必要になり、政策的手段が限定される
 - 例: 1990年代の土地バブルつぶし
 - その前の過度な円安政策

暫定的な結論

- 日本国内発の危機からの財政破綻だとしても
- 日本社会の力はまだ残っている
- 日本へは投資のチャンスをうかがう
- そのために多くの流動性と永続的な実物投資をしておくことが重要
 - 上場株式は良い
 - 不動産は金融的流動性を失っても価値のあるもの、現物大型物件、集合住宅は有望
 - 債券を持っている意味はない

海外発の危機の場合

- 世界的な債券バブル崩壊
 - このときは打つ手なし
 - ひたすら守るしかない
 - 国内優良資産に投資を集中
 - インフレーションは起きないはずで、中央銀行が残っていれば、現金または現金に近いものを持つておくのがよい(日本国債以外で)