

「誰にも分かる経済解説」

ロシア危機とマネーゲーム

盛田 常夫

デフォルトは夜逃げ

一昔前、サラリーマンの娯楽といえば、麻雀と決まっていた。高度経済成長の果実が実り、生活が豊かになり、娯楽の種類も増えるまで、スポーツといえど野球、ギャンブルといえど麻雀と決まっていた。その頃よく耳にしたのは麻雀夜逃げ。毎晩毎晩、仕事仲間と麻雀。大概が即金払いでなく、帳面に付けて給料日に決済する。負け込むと、給料でも足りなく、翌月の給料日まで繰り越され、借金が累積する。こうなると一家破産になるのは目に見えているのだが、勝った時の味が忘れられないのが、ギャンブルの魔力。いつか必ず取り戻して見せるという果てしない期待が、借金地獄に向かわせる。挙げ句の果てが、夜逃げ。これが

デフォルトの手段だった。

弱いものを食い物に

賭事や株式・債券投資には普遍的なルールがある。ゲームを面白くするためには常にふんだんにお金が働いていなければならぬ。みんな同じレベルで、一定の期間をとればとんとんになってしまふのでは賭事（投資）として魅力はない。大きく勝つ者、大きく負ける者がいてゲームが成り立つ。

しかし、最初から負けることがわかってゲームに参加する馬鹿はいない。そのためにゲームとして体裁が必要だ。参加者（市場）の厚み（流動性）をつけるために、多様で多数の参加者を募らなければならぬ。つまり、負ける人がいつも同じでなく、勝つ人も毎回変わるように、ゲームの場を作る。

しかし、長期的に平均すれば、技量のない者が負け、技量のある者が勝つ。ゴルフでも麻雀でも同じだ。とに

かく、負ける人がいなければ面白くないのがギャンブル。

ロシア経済は破産状態

1997年のロシアの経済成長は辛うじて+1.0%になったといわれたが、ロシア産業の破壊プロセスは止まっておらず、GDPが-1%か-1.5%かの議論は無意味。これは測定誤差の範囲。一部のアナリストはこれをロシア経済の復興の兆候として、ロシア経済の安定化を唱えたものだが、私は一貫してロシア経済は「体制崩壊恐慌」状態にあるという判断を変更していない。

国営企業が軒並み破産し、残った企業も四苦八苦。資源でお金を稼げる独占企業は半官半民企業で、実体は一握りの旧エリート支配層が牛耳っている。ハンガリーの半国営銀行ポシユタ銀行に見られる無責任経営がロシア全土に展開されているのが今のロシア。ロシア連邦政府の歳入はGDPの8

%前後。社会主義時代はこれが80%前後だったのだから、完全に財政崩壊状態なのだ。だから、財政赤字を国外の資金に頼らなければならない。そこに、国際金融投資家とロシア政府の利害が一致した。さあ、一緒に麻雀をやるうと。ただし、「僕には資源という資産はあるが、キャッシュはない。お金を貸してくれるならやるう」というのが、事の始まりだった。

G K O という賭博

I M F や国債投資家の後押しもあり、ロシアは、短期国債（G K O）市場を外人投資家に解放した。総額600億ドルの市場規模のうち、こまごまではば200-250億ドルまで外人投資に道を開いた。G K O はルーブル建て。発行当初はG K O をロシアの銀行に保持させ、併せて銀行の体力をつけさせるために、かなり高利に利回りを設定したり、インフレ率をはるかに上回る利回りを保証した。これが呼び

水となって、外人投資家がハイリターンを求めて、ロシア市場に参入してきた。

1996年よりロシア政府は外人投資家の流入資金を目当てに、財政計画を立案してきた。アメリカ財政だって、日本からの国債投資で支えられているではないか、というわけである。しかし、経済の体力が違う。外人の投資がなければ、財政のやりくりができないわけだから、外人投資を呼び込み、これを逃がさないために、経済危機が表面化し、投資家が逃げ腰になるごとに、途方もない高利を提示して、つなぎ止めるのに躍起になってきた。こうなると、やがて国債の金利支払いだけでも、歳出の半分近くを占めるようになった。人からお金を借りて、これを期限がきている返済に充てるのだから、これはサラ金地獄に近い自転車操業だ。こんな仕組みが長続きするはずがない。住専と都市銀行の関係もそうだった。

誰が悪い

夜逃げした方が悪いのは良く分かる。だけど、払えなくなるのが分かっていながら、信用を与え続けた人はどうなのだろう。麻雀に誘った方が悪いのか、誘われた方が悪いのかという問題と同じ。

ロシアはけしからんという人もいるだろうが、ロシアに投資していた投資家（機関投資家、欧米の投資銀行、ヘッジファンド）はG K O のハイリスクを承知していなかったはずはない。ロシアに入ったポートフォリオ投資の大半は、ハイリスクハイリターンを求めた投資であつたはず。ドル建てで年間15-20%も儲かる債券など、ふつうの投資では考えられない。それを承知でお金を回していたわけだから、これは自業自得というものだろう。

パバ抜き原理

それにしても、プロであるはずの投資銀行が軒並みやられた。野村ロンド

ンもおよそ3億ドルの損失を計上した。おっと、これは一体どうしたことだろう。

ババ抜きを想像すれば良い。G K Oはババ。ババを持っていけば、高い収益が得られる。しかし、ゲームの終りにババを抱えていたら、その分が丸損になる。だから、いつまでババを抱え、いつの時点でババを売り払うかが投資の判断になる。チェコの銀行などは、欧米の投資銀行から、G K Oとアメリカ国債をパッケージにした商品を買わされ（進んで買って）、結局大損した。

欧米の投資銀行はこういう高いリターンの商品は、自己勘定（自分の手金）で買い、必要に応じて顧客に販売してきた。売れなくても、高いリターンがあるから、手持ち在庫として抱えても良いわけだ。しかし、ロシアが事実上のデフォルトを宣言したところで、G K Oのマネーゲームが終わり、その時点で保有していた在庫分が丸々ババ

になった。事の本質はこれに尽きる。

儲けた人は沈黙を守る

もちろん、ババを売り抜けた人は儲けた。バブルの時に不動産をべらぼうな価格で売り抜いた人と同じ。儲かった方は文句は言わないから、新聞記事にはならない。損をした分だけが誇張されて記事になる。

計上されるのは手持ち在庫の評価損だが、そこにはこれまで獲得したリターンは計算されていない。収益は収益で過去に処理されている。だから、ロシア投資の期間損益計算は1時点だけの評価損では測れないが、過去の利益はすでに配分されて手許にないのだから、損は損で処理しなければならぬ。儲けた人は返してくださいというわけにはいかない。それではゲームにならないからだ。

それじゃ、長銀役員の退職金返還はどうなのだろう。長銀の場合はマネーゲームじゃない。経営者が経営責任を

とって、功勞として与えられた退職金を返還するのは論理的な整合性がある。政權が代わって解任されたポシユタ銀行の旧経営陣は、1000億Ftの累積損失の責任をとらされ、退職金は支払われないことになった。といって、プリンツ・ガール（前ポシユタ銀行頭取）の月収は何と880万Ftだったらしいから、俸給から損失補填をしてもらう必要があるほどだ。ミスター住専の庭山氏も不承不承、自宅を売り払って、倫理的な責任の一部をとった。プリンツ他の経営者は背任で刑事責任も取りざたされているが、ここはハンガリーの弱小検察の腕前を見せてもらいたいものだ。

