

第5回経済レポート “ケインズはかく語りき”

1. その後のオリコ
2. 投機家ケインズ
3. 雇用、利子および貨幣の一般理論
4. 知こそ利益の源泉

1. その後のオリコ

第2回経済レポートで、伊藤忠とオリコの資本提携を取り上げたが、読者の中でこのレポートを見てオリコの株を買った人があるようである。第2回の臨時増刊は2月13日に書いているので、読者がこのレポートを見たのは2月14日から15日のはずであり、株価は2月14日から一週間程度は290円前後で停滞していたのであるから、読者の中でこの株を買った人は例外なくこの株を290円台で買ったことになる。その後二週間ほど前くらいからこの株は徐々に下値を切り上げ始め、296円で3日ほど揉みあった後毎日2-3円ずつ上げ、ついに3月4日に19円高の323円と棒上げをやってくれた。

この日に野村證券がオリコを推奨銘柄にあげて買い推奨したからである。野村證券は“みずほFG、伊藤忠との提携効果により、優先株の償還が進展すれば潜在株式数が減少し、今後のEPS成長力が期待できる”と、今更ながらのわかりきったことを資本提携後3週間も遅れて指摘してくれたことになる。さらに、翌3月5日の日経新聞朝刊では、みずほコーポレート銀行と三井住友銀行によるオリコへの5,600億円の協調融資がまとまったというニュースが2面6段書きで報じられた。

第2回経済レポートで問題にした優先株式は3,500億円なのであるから、これでオリコの財務上最大の問題であった優先株式問題は解消されたと同然になった。第2回レポートでは優先株の優先配当負担を年間126億と推定し、株主利益を先食いしている構造を指摘したが、この問題は一举に解決される公算が極めて高くなった。3月5日の新聞報道によればこの協調融資の結果年間の利払いは年間約100億円削減できるとしており、第2回レポートの指摘を裏付けている。

こうなるともう株価は止まらない。今週のオリコ株は市場の動きに一切関係なく連日の高値更新であり、昨3月11日金曜日は353円まであって348円で引けている。レポート発行段階から50円強の上昇になり、約1ヶ月で17%ほどの値上がりをしたことになる。これだから経済分析はやめられない。私は株式評論家ではなく、ましてや経済レポートは株の推奨記事ではないのは見てのとおりである。しかし、私はすぐれた経済理論はす

ぐれた経済予測を可能にするものでなければならないとは思っている。この経済レポートはまことに幸先のよいスタートを切ったのではないであろうか。

2. 投機家ケインズ

20世紀最大の経済学者といわれているジョン・メイナード・ケインズは、実はその生涯において経済学者であったことは一度もない。もちろんこれは経済学者の定義によるものではあるが、経済学者の一般的な概念が、経済学を研究するもので、大学教授や経済研究所から俸給を得て、論文の執筆や授業・講演を行うことを常とするものとするならば、ケインズはその範疇に入らない。ケインズをケンブリッジ大学の教授だと思っている人が多いが、彼はケンブリッジの教授職に就いたことなど一度もない。彼は生涯を通じてケンブリッジを愛しケンブリッジと関わってきたが、それはケンブリッジの財政運用を預かる財務担当官としてのものであり教授職としてのものではない。ケインズはケンブリッジ大学の事務長と財務担当諮問委員の中間のような事をやっていたのである。

ケインズは投機家である。投機家の傍ら、その卓越した経済理論と実務能力によりシティで複数の保険会社の取締役をやったり、第1次世界大戦と第2次世界大戦の経済処理に奔走したりし、そしてその間に人類史上に永久に残る不朽の論文“雇用、利子および貨幣の一般理論”を書き上げたのである。ケインズはいろんなことに手を出しているのであるが、その生涯を通じて一貫して行ってきたのは投機家としての投機行為であり、ケインズの桁外れの財産もまた投機行為から生み出されたものである。以下に証拠を示す。

年	収入 (ポンド)	純資産 (ポンド)	年齢	履歴
1905	0	220	22	大学生
1910	730	605	27	インド省退職後
1915	1,279	3,749	32	大蔵省
1920	3,935	-1,837	37	ケンブリッジ
1925	5,523	43,610	42	結婚
1930	4,502	12,525	47	貨幣論
1935	6,552	220,619	52	雇用・利子および貨幣の一般理論の前年
1940	11,774	171,090	57	大蔵大臣諮問員
1945	11,801	411,238	62	死の前年

ケインズは1883年に生まれ、1906年にケンブリッジ大学を卒業しインド省に入っている。ケンブリッジでは数学を専攻しており、これがその後の彼の経済理論で決定的な

役割を果たす事になる。インド省に入ったのは高等文官試験で2番だったからであり、本当は大蔵省に行きたかったようである。ケインズのインド省勤務は1年半しかもたず、インド省退職後ケンブリッジに戻り講師のようなことをやっている。そして、1915年、ケインズ32歳の時に念願の大蔵省に入省している。大蔵省では4年半働いたが、しかしここも1919年に退職し、その後ケインズは二度と役人となる事はなかった。官職を辞したケインズはまたもやケンブリッジに戻り、ここで先ほど説明した財務担当事務官のようなものになり、これは生涯続けている。

さて、このケインズの収入・純資産一覧表とここで説明したケインズの略歴を比較してみるとまことに面白い。この一覧は読者の簡便のためケインズの成人後5歳おきの状況を示している。1905年にケインズは22歳の大学生であったが220ポンドの小銭を溜め込んでいる。当時のポンドの価値は時代背景があまりにも違いすぎ現在に比べようがないが、あえて言えば1ポンド=1万円と考えて大きな狂いはない。ケインズが学生の身分でなぜ220万円相当の小銭を持っていたかということ、株式投資で小銭を稼ぎ出していたからである。ケインズの株式投資はインド省、大蔵省時代を通じて行われた。上記の表では抜けているがケンブリッジに戻った1919年にはなんと彼の純資産は16,315ポンドにまで膨れ上がっていたのである。現在の貨幣感覚で言えば1億6千万円強である。この間の彼の俸給は1千万円から3千万円程度であったのであるから（これも高給であるが）、いかに彼が証券・外国為替・商品の投機で巨利を得ていたかがわかる。しかし、その翌年ケインズは得意の相場で大損をしている。1919年の10月にウォール街での株式の大暴落があり、ケインズも全ての資産を失い反対に1,837ポンドの借財を負ってしまうのである。このときケインズ37歳。ケンブリッジに戻ったケインズは破産寸前で、前借や借金をしてやっと生計を立てていたのである。

しかしケインズはしぶとい。これだけの損失を受けながらも投機を止めることはせず、これも表には載っていないが、その2年後の1922年には彼の純資産は21,558ポンドと、大恐慌前の水準にまで復活しているのである。また、このころからケインズは複数のシティの保険会社の社外重役を兼ねることとなったため、俸給も上がり年間5-6千万円の稼ぎがあったことがわかる。もちろんケンブリッジの給料など知れている。経済的な安定を得て、ケインズは1925年に当時のロシア・バレーのプリマドンナであったリディア・ロコポヴァと結婚している。ケインズ42歳、初婚である。ちなみに若いころのケインズは同性愛嗜好者であった。これも証拠の写真（間接証拠）と手紙（直接証拠）が残っている。

3. 雇用、利子および貨幣の一般理論

30代後半の破産の危機を経たケインズの40台は家庭的にも経済的には恵まれ安定した生活が続くが、この安定期の後期に彼の不朽の経済理論が完成している。1930年、ケインズ47歳の時に、彼はその後のケインズ理論の基盤となる”貨幣論”を発表している。この論文は、戦時経済下におけるイギリスのインフレーションと失業問題を扱ったもので、その6年後に出る”雇用、利子および貨幣の一般理論”の発想の原点は既にここで出ている。

ケインズが貨幣論でケインズ理論の基礎をなしつつあった時、すなわち1930年（ケインズ47歳）から、“雇用、利子および貨幣の一般理論”の完成した1936年（ケインズ52歳）までの6年間は、彼の投機が爆発的勝利を収めた時期とも一致する。上記表からも明らかなように、ケインズの純資産は1930年に1万ポンド強であったものが、1935年には22万ポンドに膨れ上がっている。現在の感覚で言うと22億円である。この間の彼の資産の動きを正確に示すと次のとおりである。

<u>西暦</u>	<u>年齢</u>	<u>前年純資産</u> <u>万ポンド</u>	<u>当年純資産</u> <u>万ポンド</u>
1933	50	2	5
1934	51	5	14
1935	52	14	22
1936	53	22	50

ケインズの投機の成功を決定付けたのは、結局1933年から1936年の4年間である。この4年間に、ケインズは純資産を2万ポンドから50万ポンドまで、25倍にしている。現在の感覚で言うと、2億円の資産を50億円にしたのである。貨幣論が1930年で、雇用、利子および貨幣の一般理論が1936年であるから、この4年間はケインズがその経済理論の発想を得て、それを体系化し得意の数学でそれを証明していた時期でもある。この研究の最後の4年間に、ケインズは自らの経済理論の完全性を確信し、その未発表の理論で資本市場・外為市場・商品市場に打って出て巨万の富を作り上げたのである。

普通狂人でもなければ、とてもこのような気違いじみた投機はしない。既に手元にある2億円の資金を元手として相場を張りそれを一年後に5億にし、その翌年にはその5億をさらに全てつぎ込み14億とし、その14億で22億を作り、最終的には22億を50億にしたのである。そしてその最終年である1936年に、ケインズ理論を論文として世に出したのである。ケインズはこのころ、大学での仕事も家庭も安定し、経済的にも保険会社

の役員報酬が入り安定収入があった。しかも、手元には2億円相当の純資産があるのである。リスクをとって大相場を張る必然性は全くない。しかし、このとき既にケインズの頭の中では“雇用、利子および貨幣の一般理論”が完成していたのであるから、この4年間ケインズは相場を張っていても負ける気がしなかったであろう。ケインズ理論をこのとき世界で唯一持っているケインズ自身にとって見ると、この投機はリスクでもなんでもない。それはケインズにとっては、単に市場に種を蒔き、四季の移り変わりに雑草を取り、肥やしをやって実りを待ち、そして時が来てそれを収穫するような、農夫のような確かな営みであったのであろう。この間ケインズが手を出したのは、株・通貨・綿花・金属であるが、相場はケインズの思い通りの動きをし、ケインズはなんのためらいなく全財産を次々に相場にかけていくのである。そして、その相場にことごとく勝利し続けるのを見て、同時に自分の“雇用、利子および貨幣の一般理論”の正しさも確信したのであろう。ケインズの投機の黄金の4年間は歴史が市場を通じて天才と会話した瞬間である。ケインズは自ら実験済みの理論経済学を、満を持して世に出したのである。これをすぐれた経済理論という。

1936年に”雇用、利子および貨幣の一般理論”は出版され、世界はこの経済理論に驚愕し、爾後これをケインズ革命という。当初は難解でほとんどの人が理解できなかったという。それまでの古典派経済学の伝統を破壊し尽くした理論の革新性と、経済学ではそれまであまり使われてこなかった数学を理論背景としたためである。しかし、時がたつにつれその理論の妥当性は次々と立証されケインズは人類史にその名を残す事になる。と同時に、ケインズの理論は相場では当たらなくなり、ケインズの資産は1936年の50万ポンドを上回る事は二度となかった。当たり前であろう。皆がケインズの理論を知れば、その上で相場が形成されるのであるから、それ以前の4年間のようなケインズの一人勝ちはありえなくなる。しかし、ケインズももう金は欲しくなかったであろう。もともとケインズの黄金の投機の4年間も金が欲しくて狂ったような相場を張ったわけでもないであろう。結局第二次世界大戦の翌年、ケインズは心臓発作で死亡し、その最終資産は41万ポンドであった。元同性愛者のケインズは子がなく、全財産は母校のケンブリッジ大学に寄贈されている。

仮にケインズの黄金の投機の4年間がなかりせば、これほどまでに難解とされているケインズ理論を社会が貪り読んで一世を風靡するようなことがありえたであろうか。ケインズの1933年から1936年までの桁外れの投機の成功は、その規模と手法の異常さともあいまって市場の注目を浴びていたに違いない。なぜケインズだけが一人勝ちするのか。なにか秘密があるのではないか。ケインズの秘密は未発表の“雇用、利子および貨幣の一般理論”の中核理論である有効需要原理と流動性選好理論だったのである。すなわち、ケインズは“雇用、利子および貨幣の一般理論”で2度美味しい思いをしたことになる、一度は経済的成功を収め、そして二度目はそれを発表して不朽の名声を得た。一粒で二度美

美味しいと宣伝するグリコのキャラメルのような美味しさではないか。

4. 知こそ利益の源泉

株は上がる株を探すよりも、上がった株の売り時を決めるほうが遥かに難しい。オリコの株の売り時は、経済理論からは出てこない。むしろそれは、この株を買った読者の資金の性質による。短期投資としてお買いになった方は、もう既にその目的を達成している。この値段でお売りになるべきであろう。中期投資としてお買いになった方は、もう数ヶ月お持ちになってもよいのではないか。現在のオリコの株価は伊藤忠との資本提携によるプラス効果を織り込んでいる段階であり、これが実際に業績に反映され始めると、さらにもう一段の株価上昇が見込める。それはオリコの2006年3月期の中間決算がまとまる今年の9月くらいなのであるから、そこまで持ち続けてみるというのも一つの考え方であろう。長期投資として買った人はいないとは思いますが、やめた方がいい、第2回レポートにも書いたが私はまだこの経営者が信頼しきれない。伊藤忠の資本が入って少しは引き締まっているようであるが、なんとしても過去の決算書が信頼できないのは困る。以上、各人が自己責任で判断するしかないのであるが、ちなみにエリオットの波動理論から計算するとオリコは、現在全5波動の上昇波動の第3波動にあり、第3波動の高値は420円までと計算される。第4波動は下落する。エリオットの波動理論は理論的な根拠はないが経験則的および人間心理的根拠はあるとされている。ちなみにエリオットはアメリカの公認会計士であった。

読者の中で決してやってはいけないのは、このオリコの株の上昇に乗り遅れたとして、今から買おうとすることである。乗り遅れたバスが、急発進している時に飛び乗るものではない。怪我をする。今回買いそびれたとして悔しい思いをしている読者がいるかもしれないが、何等悲しむにはあたらない。こんなものが一回あたったとしても、その利益など知れている。1単位買ったとして5万円、10単位買ったとして50万円に過ぎない。そんなことよりも、しっかりした経済分析および財務分析の力を付ければこんな分析はいつでも出来るのであり、しっかりした経済分析と財務分析の力があれば、それをビジネスに使うもよし、株式投資でもよし、いくらでも利益を得る手段はあるではないか。現代の国際社会においては知こそ利益の源泉なのであり、それは不断の学習以外からは生まれてこない。この経済レポートで、国際的な第一線で通用する経済分析と財務分析力を付けていくことが、結局最短距離であることを確信するものである。

2005年3月12日 細野祐二