

ファーバーレポート 2015年7月

THE MONTHLY MARKET COMMENTARY

人種差別、それは些細な理由による過激な憎しみ

「人類の歴史、それは大多数の人間が、まさに“支配階級”と呼ぶにふさわしい、ごく少数のエリートに支配され、搾取されてきた歴史である。支配階級は、さまざまな形で自分の権威を誇示しようとする。例えば、宗教的正統性、君主制、プロレタリア独裁、ファシズム、あるいは米国で見られるような企業国家主義などだ。いずれにせよ、支配階級は大衆支配の権威を合理的に正当化して規定するため、研究者、学者、そして“専門家”に頼ろうとする」
——エド・クレーン（米国の政治運動家）

「自分が自由だと思い込んでいる人ほど、哀れな奴隷はいない」
——ヨハン・ヴォルフガング・フォン・ゲーテ（ドイツの詩人）

「宗教的信念から行動するときほど、人が完全かつ快活に悪行に及ぶことはない」
——ブレイズ・パスカル（フランスの哲学者）

「人は、悪行に染まっているとき、それが悪い行いであると感じていない。むしろ必要だと、義務だとさえ思っている」
——シモーヌ・ヴェイユ（フランスの哲学者）

「無秩序を秩序に置き換える。それが芸術と文明の本質だ」
——ウィル・デュラント（米国の歴史家）

「それが文明だなんて嘘っぱちだ。文明化なんてものではない。これまでこの地球上に押し付けられてきたシステムは、文字どおり極悪非道である。それは文明ではない。それを文明というのは嘘っぱちだ」
——ジョン・トルーデル（米国の政治運動家）

「崇高なる目的という大義名分のもと、人は互いに言語に絶する残虐行為へと傾倒していく」

——J・ウィリアム・フルブライト（米国の政治家）

「誰もが、どこへ行こうと、自分に心地良い信念に包まれている。それは夏の日にハエがいつまでも自分に付きまとっているように」

——バートランド・ラッセル（英国の哲学者）

人種差別とは

ADL（米名誉毀損防止同盟）では「人種差別」について次のように説明している。

「人種差別とは、特定の人種が別の人種よりも優秀あるいは劣等であると信じ、人間の社会的・道徳的な特徴が先天的な生物学的特性によって前もって決められていると信じていることである。人種隔離主義とは、それぞれの人種ごとに分離すべきという信念であり、そのほとんどの場合、根底に人種差別がある」

「人種差別は人類の歴史のいたるところでみられる。戦争・奴隷制度・国の成り立ち・法典の影響を受けて、憎悪、あるいは肌の色・言葉・慣習・出生地といった基本的性質が明らかと思われる要素を理由に、この人は人間に劣ると思いつくことといえる」

歴史家のイーディス・サンダーズは、人種差別の古典的な例として、人類をノアの3人の息子に分けた『バビロニア・タルムード』を挙げてい

る（訳注：ユダヤ教徒に伝わる文書）。同書では、息子の一人であるハムが罪深き男として描かれており、その子孫は墮落したと記された。そこから生まれたのが、そのハムの子孫こそ黒人であり、だからこそ呪われているという説だ。

アルメニア人虐殺（訳注：19世紀末と20世紀初頭にオスマン帝国内で起きたアルメニア人の虐殺事件）に強い異を唱えたことで知られる議論好きな歴史家のバーナード・ルイスは、奴隷制についての議論で、アリストテレスの言葉を挙げている。

「ギリシャ人は生まれつき自由だ。しかし“野蛮人（非ギリシャ人）”は生まれつき奴隷である。野蛮人には専制的政府に従おうとする性質があるのだ」

さらにアリストテレスは「最も奴隷らしい奴隷とは、強い身体と奴隷の魂（規則を守れない、頭が悪い）を持つ人々である」と語っており、身体的特徴による差別をほのめかしている。ただし「健全な魂と強い身体は必ずしも一緒にならない」とも

語っている。人の優劣、生まれ持つての主人と生まれ持つての奴隷を決定づける最大のものは、魂であり、身体ではないと示唆しているわけだ。古典学者のベンジャミン・アイザックは、この原始的な人種差別が現代みられる人種差別の重要な兆候であると指摘している。

ADLには、さらに次のような説明がある。

「過去500～1000年にわたる西洋列強の非西洋人に対する人種差別は、他のどのような人種差別（例えば、西洋諸国内あるいはアジアやアフリカなど東洋諸国内での人種差別）よりもはるかに重大かつ歴史的影響力を持っていた。なかでも最も悪名高いのが奴隷制である。特にアメリカ大陸でのアフリカ人の奴隷化だ。奴隷制自体は数千年前からある。しかし、この奴隷制は『アフリカ系黒人は欧州系白人とその子孫よりも人として完全に劣る』という差別的信念によって成立していた」

この信念は“自然発生的”なものではない。いいかえれば、もともと

アフリカ人が劣等であるとは考えられていなかった。15～16世紀にポルトガルの船乗りが初めてアフリカを探検したときは、独自に発展を遂げた帝国や都市を目にして、アフリカ人は容易ならぬ競争相手になると考えていたのだ。

ところが、アフリカ文明が欧州で発展した科学技術に対抗できなくなり、欧州強国がアフリカ大陸を占拠し始め、力づくで先住民を排除し、大西洋かなたの新しい植民地に奴隷労働者として働かせるようになると、アフリカ人は「知恵の足りない種」「野蛮人」とみなされるようになった。

重要なのは、その見解が奴隷貿易を正当化させるために必要だったことだ。当時の西洋文化では、個人の権利と人間の平等に対する意識が強くなり始めていた。

また、一部のアフリカ人が自ら進んで他のアフリカ人を欧州の奴隷貿易商に売ろうとしたのも「野蛮である」という主張を導いた。その根底には“色黒の人々は皆、単一社会の同族である”という間違った信念があった。実際は、その逆である。アフリカには多くの異なる民族がおり、時には国同士で戦争をしていたのだ。

奴隷と奴隷制についての姿勢から、主に黒人に（そして一部移民にも）向けられた人種差別の特徴が明らかになる。ユダヤ人は、よく反ユダヤ主義者から人間に劣るとみられている。ただし、悪魔のようにずる賢く、熟練し、強い力を持つ超人としても考えられている。一方、黒人は人種

差別主義者から単に人間に劣るとみなされる。人間よりも動物のように扱っているのだ。反ユダヤ主義者の目が“悪魔”に向いているとすれば、人種差別主義者の目は悪魔になる能力さえ欠けていると考えられる人々との“優劣”に向けられているといえる（ただし、特に20世紀には、道徳的に墮落しているという理由で人種差別の犠牲となることが多い）。

偏見と権力と経済

実際のところ、私は人種差別について書くつもりがなかった。しかし、友人のライース・イシャークが送ってくれたエッセーに触発され（訳注：後ほど【参考】として掲載）、自分でもはっきりさせたいことが出てきたので、言及することにした。

まず指摘しておきたいのが「誰もが直感的に人種差別主義者であり、人種差別に傾いている」ということだ。大半の親が、子供が人種的あるいは宗教的に正しいパートナー像にそぐわない人と結婚するとなれば、眠れぬ夜を過ごすことになるだろう。

1973年、私が香港に移住したとき、ホワイトウエルド社には2つの事務所があった。ひとつは上海人スタッフ用で、もうひとつは広東人スタッフ用である。両者は非常に仲が悪かったからだ。しかし私は着任早々、2つの事務所を統合した。そのときの私の職務のひとつが、上海人と広東人に自分たちの肉挽き機を自宅に置いておくよう説得することだった。

いかなる場合であれ、各人が自分の感情を抑える。そしてその感情を殺人などの悪行、あるいはテロや戦争といった行為と混同しない。そうすれば、たとえヒンズー教徒が「イスラム教徒を信用していない」と語ったとしても、あるいはその逆があったとしても、大きな事件が生じることはないだろう。

大きくいって、私は「人種差別」や「差別」の意味が「ポリティカルコレクト（政治的に正しい用語を使い）」運動のせいで誤解されているように思う。

例えば、私がカサブランカを旅行したとき、不快な経験をしたために、モロッコ人を嫌っているとしよう（あくまでも例である。実際は現地で非常に素晴らしい時間を過ごした）。私はそれで人種差別をしていることになるだろうか。そうは思わない。

では、私が権力者であり、カサブランカで経験したトラウマのため、すべてのモロッコ人を虐殺する命令を下したらどうか。私は明らかに大量虐殺と重罪を犯していることになる。つまり、単なる人種・民族間の嫌悪感と、何かしらの悪行をともなう嫌悪や憎悪は、区別すべきなのだ。

人種差別とは「偏見に権力が加わったもの」と理解するのが最適ではないか。政治的・経済的権力の支援がなければ、偏見は文化的・制度的・社会的に具現化しない。

2つ目に指摘しておきたいのは、人種差別を経済問題として議論する

米国株の見通し

読者のなかには、こうした人種差別についての見解と推論を読んで、退屈に感じた人もいるかもしれない。投資とは全く無関係な話だと思うだろう。しかし、あながちそうでもない。南アフリカでアパルトヘイトに終止符が打たれたのは、その多くの例のひとつである。

いずれにせよ、私はこのデリケートなテーマについて触れることが重要だと感じた。私たちは皆、無意識に「憎悪の人種差別」に何かしらの形で屈しているのだ。

2014年末から、米国株の横ばいが続いている。限られた銘柄に力強い上昇があるものの、それ以外は軟調だ。事実、成績にかなりバラつきがある。S&P500は年初来ほぼ1%増、ナスダックが7%増と、それぞれ上げた。しかし、ダウ工業株平均は11%減、ダウ運輸株平均は10%減と、それぞれ下げている(図3)。

運輸株をみると、アメリカン航空(AAL)が2015年1月高値から26%減、ユナイテッド航空(UAL)が27%減である。そしてユニオンパシフィック鉄道(UNP)が2015年2月高値から22%下げた。

マイクロン(MU)は7-9月期の決算報告で失望を誘って以来、低迷が続いている(図4)。

同社によると、半導体メモリーであるDRAMの価格が前期に比べて落ちたという。しかも純利益が4億91万ドル(1株当たり42セント)で、

図3 ダウ運輸株平均 (2013～15年)



出所：www.stockcharts.com

図4 マイクロン (2008～15年)



出所：www.stockcharts.com

前年に比べてほぼ半減だ。注目すべきは、先期にアナリストたちが1株当たり57セントの収益を予測していたことである。同社株は2014年

12月高値から46%下落した(インテルは同月高値から19%下げた)。

それでも、ツイッター(TWTR)やYelp(YELP)といった一部の

“新”ハイテク銘柄に比べれば、それほどひどいわけではない。それぞれ2013年末または2014年前半から、それぞれ53%、57%下げた。

私はこれらの銘柄について前々から警鐘を鳴らしてきた。なぜなら、CNBCなどメディアの視聴者は“自分たちは猛烈な大相場の中地点に置かれており、どの銘柄も自動的に高く引き上げられる”と信じ込んでいるからだ。見当違いにも程がある。

ゼネラルモーターズ (GM) の例を挙げよう。2011年1月に34ドルの高値を付け、2013年12月に41ドルで天井を打った。現在、株価は記録的ともいえる自動車の売上にもかかわらず、そこから18%安である(図5)。

マイクロンとゼネラルモーターズは、ヘッジファンドのお気に入り銘柄だ。しかも、私はマイクロンのような銘柄やダウ運輸株平均について再三指摘していた。これらのチャートが株式市場全体の下方リスクを明確に示していたからだ。結局、マイクロンと運輸株平均は、ほかの多くの銘柄と同様、上昇トレンドから「かなり」かけ離れたところにある。

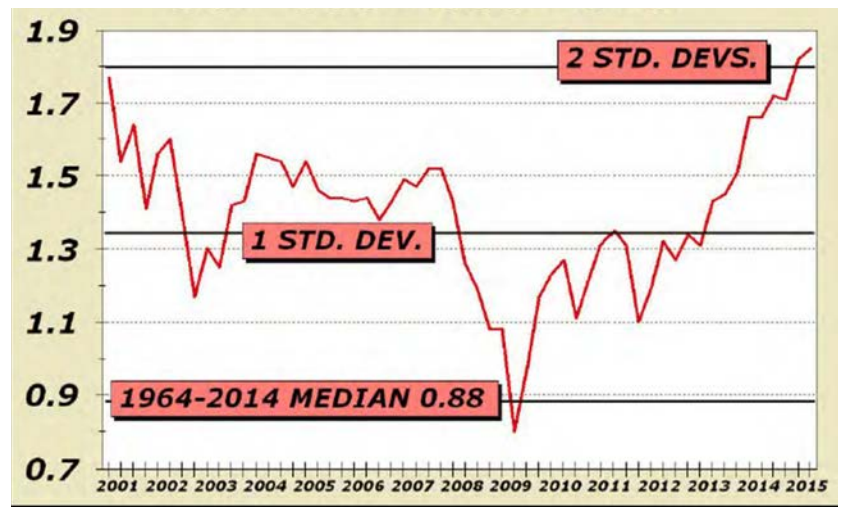
マイクロンは2009年に2ドルの底値を付けており、一部の専門家が“株価はお手ごろ”“お買い得”と主張しているのは知っている。しかし、いうまでもなく、それは私の見解ではない。さまざまな理由があるが、まず挙げられるのは、S&P500のPSR(株価売上高倍率)が過去最高の水準にあることだ(図6)。

図5 ゼネラルモーターズ (2010～15年)



出所: www.stockcharts.com

図6 S&P500の株価売上高倍率 (2000～15年)



出所: Alan Newman (www.cross-currents.net)

アラン・ニューマン(訳注:ニューズレター「Crosscurrents」編集者)が次のような指摘をしている。

「半世紀の間、S&P指数を構成する500社のPSR中間値を平均すると0.88だった。2000年のITバブル時

に株式がどれだけ過大評価されたかみると、PSRは1.85という高い水準にまで上昇していた。そして驚いたことに、現在はまさにそれと同じ水準にあるのだ」

さらにニューマンは、S&P500指

数のPSRと1964年からの中間値(50年にもおよぶ歴史だ)の相関について、こう述べている。

「その相関はITバブルが始まりかけた1997年まで1標準偏差の1.34を超えることが一度もなかった。統計的にいえば、全数値の68.3%が1標準偏差の中にある。しかし1999年に天井を打ったとき、その相関は約1.63だった。そして2007年に再度天井を打ったときは2標準偏差を超えて1.87となったのだ。平均水準から2標準偏差を超える数値は、全体の5%にすぎない」

「ところが2014年6月30日現在で相関は2.01となった。これは50年にわたる歴史のなかで圧倒的な高さだ。現在この相関がどの水準にあるか分からない。しかし、S&P500指数が7.2%高くなれば、昨年6月とほぼ同じ水準と予測される」

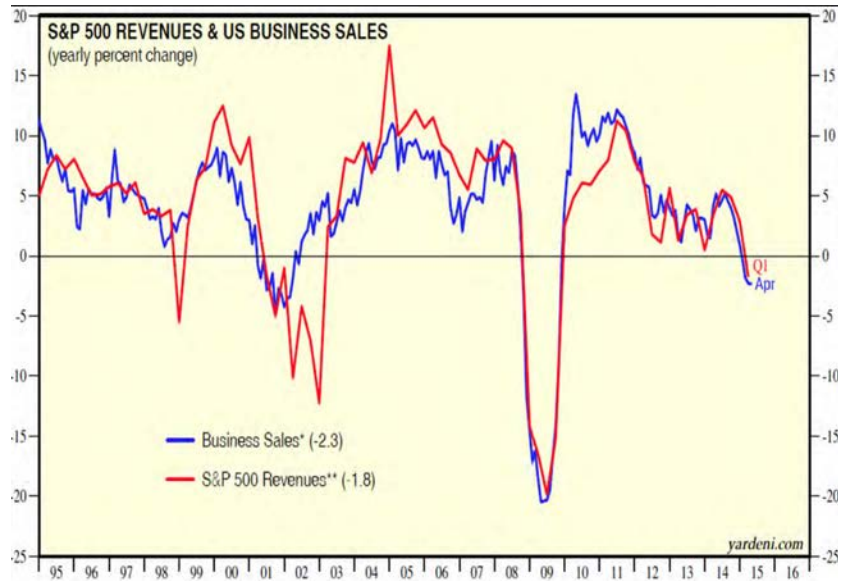
ニューマンがこれを指摘したのは今年初めだ。S&P500の収益は落ち始めているので、私はS&P500指数のPSRが増加中であると考えている(図7)。

米国の2015年1-3月期GDPは前期比0.7%減だった。同じく企業収益は5.9%減で、2008年以来の大きな下げ幅だ。

さらにニューマンは次の点に気づいた。

「大きな指数を指標としてみるときの大きな問題点は、生存バイアスの影響を大きく受けることである。ダメ企業が落伍し、大化け企業が追

図7 S&P500の収益と米企業売上(1995~2015年)



出所: Ed Yardeni (www.yardeni.com)

図8 世界ソーシャルメディア株ETF(2013~15年)



出所: www.stockcharts.com

加される。このことで、指数は常に実世界よりもはるかに堅調にみえてしまうのだ」

「驚いたことに、NASDAQ指数は史上最高値に近づいているもの

(注: 6月末に実際に更新した)、2000年上位10銘柄のうち生き残った6銘柄は、その年に付けた高値から平均して45%下げたままである。残る4銘柄のうちSUNWとDELL

とCHRTは、ピーク時よりもはるかに安い値段で買収された。残るMCI Worldcomに至っては倒産してしまった。NASDAQ指数が2015年に高値を更新したとすれば、それは間違いなく、ウォール街の熟練奇術師が編み出した手品といえる」

しかし、たとえ“旧”ハイテク銘柄（注：ニューマンはこれを2000年高値から約45%下げている銘柄と説明している）を避け、その代わりにソーシャルメディア株のような“新”ハイテク銘柄に投資をしたとしても、ここ2年間の成績は平凡なものだ（図8）。

“鳴り物入り”で登場したソーシャルメディア株ETF（SOCL）も、ここ12カ月で6%も上げていない。2014年前半よりも低いままだ。いうまでもなく、どの業種もどの銘柄も、飛び抜けた成績を出していないのだ。

確かにNASDAQバイオテクノロジーETF（IBB）は、過去12カ月で45%も上昇した（年初来22%高）。2008年後半の安値から549%高という驚異的な上げだ。しかし、2009年以降に突出した成績を出すまで、投資家はかなりの用心と忍耐を必要とした。2008年末まで、NASDAQバイオテクノロジーETFは2001年の高値からほぼ半値にまで下げ続けていったのだ（図9）。

先ほど、S&P500のPSRが記録的水準にある一方で、実際の収益は低下していると指摘した（図6と7）。そこで企業収益について考えてみよ

図9 NASDAQバイオテクノロジーETF（2001～15年）



出所：www.stockcharts.com

図10 米国の国民所得に占める労働分配率（1950～2012年）



出所：David Rosenberg (Gluskin Sheff)

う。用心すべき理由がそこにある。まず米国の国民所得に占める労働分配率だ。現在これは記録的に低い水準にある（図10）。

図10から明らかなように、労働分配率は2000年以降、低下の一途

であった。これは企業が収益力を増強するため、社員を一時解雇（レイオフ）し、代わりに安価な従業員（派遣社員など）を雇ったからだ。しかし現在、賃金の伸びが加速しており、やがていくらか改善しそうである。

そして、企業収益にとって同じく 利率の上昇は企業収益の低下を伴い、
 らい重要なのが、金利の低下だ。金 金利の低下は収益の増加を伴う（図

11)。

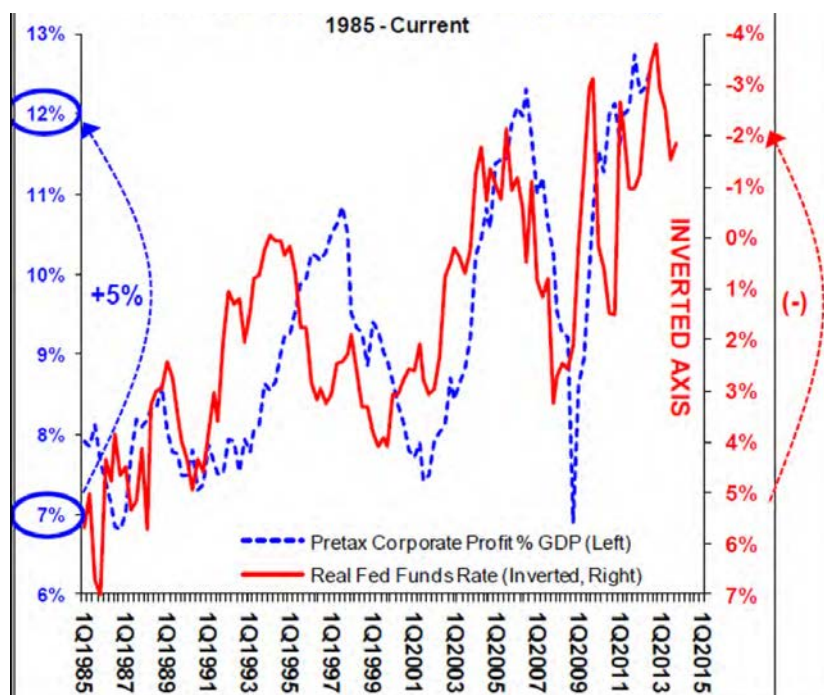
フェデラルファンド (FF) 金利が実質的に低下 (赤色の線が上昇) するたびに、企業収益の対 GDP 比が急速に拡大 (青色の点線が上昇) しているのだ。

つまり、労働分配率がもはや低下しない (上昇しそう)、そして金利がもはや低下しない (いくらか上昇する) とすれば、企業収益にとっての強力な追い風が止むことになる。

近年、多国籍企業の収益にさらに強力な追い風となっていたのが新興国である。特に中国経済だ。しかし、この追い風も完全にやんだ。多くの新興国で経済成長がないどころか、悪化しているところもある。つまり完全な景気後退だ (図 12)。

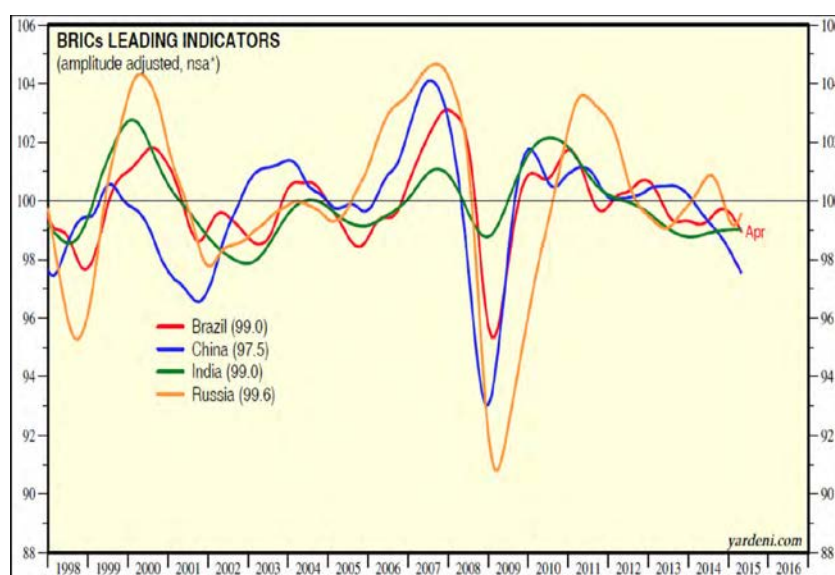
はっきりいってインドと中国の経済統計は、堅牢堅固どころか、いまや統計家の手品のようなものである。

図 11 金利低下に伴う企業収益の拡大
 (フェデラルファンド金利の実勢レートを反転したものと
 税引前企業収益の GDP 比、1985 ~ 2014 年)



出所: Barry Bannister (Stifel Nicolaus)

図 12 BRICs の先行指標 (1998 ~ 2015)



出所: Ed Yardeni (www.yardeni.com)

中国株の見通し

中国関連で最も実勢を映す指数として注目されるのが鉄道貨物運送だ。これがピークからほぼ20%下げている。つまり工業生産の低下を示唆しているわけだ (図 13)。

しかも、高級品の売上がかなり落ち込んでいる。中国の高級車市場で最大手のアウディ (フォルクスワーゲンの1部門) は、5月売上が前年同月比で1.6%落ち込んだと発表した。これは過去10年で最大の落ち込みだ。

また、JLR (ジャガーランドロー

入した。

金などの貴金属は、確かに良い成績であるといえない。しかし、世界的な金融市場の崩壊と地政学的緊張の高まりに備え、貴金属現物（そして金鉱株）の買い持ちを維持している。

アジア系REITは、いくらか下落するだろうが、配当目的で保持する。

前のレポートでコメントをしたマカオのカジノ株は現在、買いレンジにある。

最後に、今月のテーマである人種差別について、もう一言。私は読者に「私たち西洋人を見習う必要はない」と気づいてほしいと思っている。私たち西洋人には、人種的・宗教的差別に関する恐ろしい歴史がある。

学者であり『文明の衝突』の著者であるサミュエル・P・ハンチントンは、次のように述べている。

「西洋が世界を征したのは、その思想、価値観、宗教に優れていたからではない。組織的暴力の応用に優れていたからだ。西洋人はこの事実を忘れがちである。しかし、非西洋人は決してそんなことはない」

本レポートの全文または一部を電子メール・コピー・ファックス等の手段で複製するのは、米連邦著作権法および国際著作権法違反にあたります。著作権法では、そうした侵害行為に対し、1件当たり100,000ドルの罰金が課されます。本レポートの日本語版は、Marc Faber と gloomboomdoom.com の許諾を受け、パンローリング社から定期購読者向けに直接配信されています。定期購読者でない人がパンローリング社以外の情報ソースから電子メール・ファックス・複写物の形で本レポートの日本語版を受け取った場合、著作権法違反に該当します。パンローリング社から書面による明確な承諾がないかぎり、本レポートを電子メール等で頒布・配信・転送しないでください。

免責事項

本レポートに掲載された情報・ツール・資料は、あくまで情報提供を目的としたものです。証券など金融商品の売り買いを提案・勧誘するためのものとして、また証券など金融商品について助言・推奨するものとして、利用・解釈しないでください。

また、本レポートは一般向けに編集されています。特定の投資目的、特定の投資環境、特定の投資家を一切考慮していません。事前に専門家の適切な助言を受けるべきですし、最終的な投資判断は個人が個々の状況を考慮して自らの責任で下すようにしてください。