



A	今週のワールド・ウォッチ	1
B	海外企業・市場のアップデート	2
	モノライン参入を狙う人々	2
	ソシエテ・ジェネラルの運命は	3
	金融市場と金融当局の窮地	4
	南アと中国の電力不足	5
<hr/>		
C	国際政治経済のアップデート	6
	IMF も米経済見通しを下方修正	6
	ロシアが中国式海外ビジネス展開へ	7
	今の米国に必要な政策とは	8
	中国経済にもかすかな不安	9
	ガス版 OPEC は 6 月始動へ	10
<hr/>		
D	論壇誌等より注目トピックス	11
	金融の世界的リスク管理は可能か	11
	デリバティブズが倒産増を招く可能性	12
	環境と経済成長のバランス	13
	金融業を去る人、しがみつく人	14
<hr/>		
E	ファンド・ビジネス・トピックス	15

A. 今週のワールド・ウォッチ

FRBは先週の75BPの緊急利下げに続いて今週も50BPの利下げを決定、市場不安への対応姿勢を強めている。米議会も財政面での支援を急ぐが、金融市場はMonolineへの警戒と安堵が入り混じった不安定さを拭いきれない。第4四半期GDPの急降下も景気への懸念材料となっており、Headlineによる株価の乱高下はまだ続きそうだ。為替はドル売り再開のタイミング待ちか。市場では米国の追加利下げ思惑も根強く、中短期債の利回りは再び低下傾向。商品市場では落ち着きの無い原油に対し金の先高感が変わらず。

円建て海外株式運用利回り比較（2008年）

	為替市場	FXレート	円クロス	株式指数	終値	先週比	収益率A	収益率B
日	JPY		1.00	Nikkei	13,592.47	-190.98	-1.39%	-1.39%
米	USD/JPY	106.45	106.45	SP500	1,378.55	45.30	3.40%	3.25%
EU	EUR/USD	1.4858	158.16	DAX	6,851.75	-561.78	-7.58%	-6.35%
英	GBP/USD	1.9874	211.56	FTSE	5,879.80	-22.60	-0.38%	0.29%
豪	AUD/USD	0.8959	95.37	SP300	5,655.80	-16.40	-0.29%	1.61%
中	USD/RMB	7.1818	14.82	ShanghaiA	4,600.12	-806.12	-14.91%	-14.24%
印	USD/INR	39.3790	2.70	SENSEX	17,648.71	-2,052.11	-10.42%	-10.70%
露	USD/RUB	24.4360	4.36	RTS	1,906.97	-267.81	-12.31%	-12.44%
伯	USD/BRL	1.7588	60.52	Bovespa	59,490.40	2,453.55	4.30%	5.62%

収益率A : ローカル通貨ベースのYTD

収益率B : 円ベースでのYTD

エマージング株式市場（2008年）

	2008/1/31	2008/1/2	収益率A
韓国	1,624.68	1,853.45	-12.34%
台湾	7,521.13	8,323.05	-9.63%
インドネシア	2,627.25	2,731.51	-3.82%
マレーシア	1,393.25	1,435.68	-2.96%
タイ	784.23	842.97	-6.97%
ベトナム	844.11	921.07	-8.36%
トルコ	42,697.56	54,708.42	-21.95%
エストニア	632.88	742.31	-14.74%
チェコ	1,499.60	1,808.60	-17.09%
サウジアラビア	9,675.02	10,892.64	-11.18%
南アフリカ	25,117.79	26,589.01	-5.53%
アルゼンチン	2,007.27	2,151.74	-6.71%
メキシコ	28,793.64	28,699.11	0.33%

ヘッジファンド収益率状況（2008年）

	HFR	CS/T	平均値	2007年	2006年
総合指数	-2.40%	-2.20%	-2.30%	5.71%	9.37%
CB裁定型	-0.61%	-1.46%	-1.04%	0.05%	9.95%
ディストレス	-1.34%		-1.34%	3.83%	11.28%
イベントドリブン	-3.64%	-2.63%	-3.14%	7.81%	9.65%
ロングショート	-3.18%	-6.10%	-4.64%	4.38%	5.40%
マクロ型	3.12%	5.08%	4.10%	7.91%	3.86%
債券型		0.35%	0.35%	5.65%	12.11%
エマージング		-4.68%	-4.68%	16.73%	27.10%

B. 海外企業・市場のアップデート

【モノライン参入を狙う人々】

先週 New York 州が Monoline の救済を大手金融機関に要請したとの FT 紙報道は、少なくともそのアナウンスメント効果としては、FRB による緊急利下げよりも上であった。Monoline 大手の格下げや中堅の破綻懸念が市場不安を高めた中で、救済策期待は株価の底打ちをもたらして急激なショートカバーを誘うなど、モノライン動向が市場の主要材料になりつつある。だが、その救済には多くのハードルが聳えており、アナウンスメント効果への反動も懸念されるところである。

Monoline が揺らぐことに対して、株式市場よりも早くそして強い懸念を示したのは自治体資金調達を恐れる New York 州保険局長の Eric Dinallo 氏であった。同氏は、昨年未 Warren Buffett 氏が保証業務への参入の意欲を示した際に、その新会社設立を急ぐようにと異例の発言を行っている。そして先週には大手米銀などの金融関係者と会談し、同州に本拠を置く MBIA や Ambac など増資に苦慮している Monoline の救済策について協議した。

Dinallo 局長はその席上で 150 億ドル程度の救済を要請した模様であり、その報道が株式市場の動揺を沈静化させていく。だが、自身の自己資本すら怪しい米国金融機関が即答出来る問題ではない。2兆4,000億ドルと言われる保証規模に対し、150億ドルの資金拠出で十分かどうかの判断も出来ない。また救済という方法で信用保証という機能が本当に回復するのかどうか、疑問も残るだろう。同局長も、この案がまとまるには時間がかかると認めざるを得なくなっている。

Warren Buffett 氏が買収ではなく新会社設立による参入を選択したことが、その懸念を裏書しているとも言えるだろう。FT 紙に拠れば、同氏のみならず保証業務参入を狙い始めた投資家が増えつつあるという。PE Fund の中では TPG がこの業務に狙いを定めている。また Distress の王者 Wilbur Ross 氏も保証ビジネスに勝算ありと計算を始めたようだ。資産運用会社の中にもこの分野に触手を伸ばす向きもある。

こうした新規参入組は、既存 Monoline の買収と新規設立とを天秤にかけることになるが PE Fund らは、既存 Monoline による保証額の推定が難しい中では新会社設立を選択する方が現実的だろうと述べている。Risk Premium は高止まりし、市場も当局も早期の安定を望んでいる。揺らぐ米国金融機関に出資するよりもよほど利益機会は高そうだ。米国内投資家は、金融機関への出資は海外勢に任せ、保証業務に参入する。極めて賢明な投資哲学である。

【ソシエテ・ジェネラルの運命は】

Citigroup や UBS、そして Merrill Lynch などの損失計上が目立たなくなるかのような Societe Generale の事故が、Sub-prime 問題の発生と同時期に起こったことは決して偶然とは言えないだろう。Trader の不正取引による 49 億ユーロに加えて、20 億ユーロの Sub-Prime 関連損失で総計約 70 億ユーロという 1 兆円規模の損失を抱えた同行の単独生き残りは難しくなってきた。だが金融市場が混乱する中では、その救済の行方は中々輪郭が見えてこない。

不正取引による巨額損失事件発覚後、Sarkozy 大統領は俄かに不快感を表明し Societe Generale 経営陣の責任を問う姿勢を見せたために、市場では Daniel Bouton 会長が辞任に追い込まれるとの憶測も高まった。だが FT 紙に拠れば、同行取締役会や主要株主らはむしろ実力会長を失うことで簡単に買収の標的になるとの警戒感から、会長への支持を強めている。今回の損失は投資銀行部門の責任であり、Retail 部門では好調な業績が続いている。

ただし BNP Paribas が既に買収の検討に入ったと報じられており、他の大手金融機関と違って 2007 年決算が最高益更新となったことも、市場での買収思惑を強めている。更にもう一つの国内ライバルである Credit Agricole も買収に向かう可能性は否定できないと同紙は報じる。例によってフランス政府が海外資本による買収には難色を示すことは確実であり、同行の単独経営が困難になればどちらかに買収される可能性は高そうだ。

だが単独買収には大きな障壁もある。BNP Paribas にとっては、Retail 部門の強化には絶好のターゲットであるが、投資銀行部門の重複はあまりに大きい。景気の先行き不透明感が強まる中での大量の雇用削減には、間違いなく政府から物言いが付く。Credit Agricole にとっては、その正反対に投資銀行の強化は魅力だが、Retail 部門をこれ以上拡大すれば、独占禁止法に抵触しかねない。両行にとって Societe Generale は悩ましい買収対象である。

となれば現実的な救済方法は分割買収しかない。誰の眼にも、投資銀行と Retail 部門を切り分けてそれぞれを事業譲渡するという方策が浮かんでくる。Societe Generale はこれに徹底的に抵抗するだろうが、現実的に単独での増資による再建が可能かどうかの計算次第では、オランダの ABN AMRO のような運命を辿るシナリオもあるだろう。大規模化した欧米金融機関は生存競争が激化しつつある。いずれ日本も、その波に飲み込まれる日が来るだろう。

【金融市場と金融当局の窮地】

上述した Societe Generale の元 Trader による不正取引で巨額損失が発覚した事件で、FRB が緊急利下げ時にその事実を知っていたかどうか、市場の関心を惹いている。客観的に見れば事実を掴んでいた可能性も高そうだが、いずれにせよ、米国の金融政策が窮地に陥っていることは事実である。連続利下げや財政出動、Monoline 救済案による安心感も剥げ落ち、市場も再び混迷の中で漂流する可能性が高まっている。

株式市場の一部には早くも底打ち期待感が出ているようだが、今回の問題の深刻さを見れば簡単に Re-pricing が終了するとも思えない。英 Economist 誌は、昨年来の株式市場における「誤認識」として、FRB による金融緩和政策で市場は持ち直すという想定、米国経済が低迷しても De-Coupling による新興国経済の進展がそれを埋めるという仮定、そしてクレジット市場の混乱は Sub-prime 問題に限定されるという幻想、の三つを挙げている。

その三つの楽観的見通しは悉く粉碎されたが、更に FRB への信認も怪しくなっており、それが市場不安を増幅し始めている。FRB 神話の揺らぎは、Greenspan 前議長時代の緩和策が現在の混乱の元凶との批判が強まっているのも一因だが、不動産や株式の価格が下落し始める景気後退期において金融政策の効果が薄いのも事実である。唯一の救いは、3%にまで下がった FF 金利にもまだ大きな下げ余地が残っていることだろう。

悲観的な材料の多い米国だが、Economist 誌は幾つかプラスの面があることも忘れるべきでないと言及している。Monoline には上述の通り新規参入による改善の動きが見える。中国やインドも経済成長率の高さが急降下する気配はない。途上国における外貨準備の蓄積や通貨制度の改善などは大きな緩衝材になっており、中国などには財政出動の余力があるのも強みである。Bush 政権の景気対策姿勢も評価されよう。だが、回復にまだ相当の時間がかかるのは間違いない。

あちこちで集中砲火を浴びている Bernanke 議長の政策判断も、いずれは実体経済にプラスに働くだらうが、今回のように市場の Panic につられて通貨当局が Panic を起こせば市場の安定化は遠ざかる一方である。同誌は、金融市場の暴風雨の中であって FRB は常に冷静沈着な管制塔でなければならない、と述べる。資産価格はまだ低下する可能性が高いが、その際に FRB が市場とどう向き合えるか、相場同様に Bernanke 議長の窮地もまだ続いている。

【南アと中国の電力不足】

金が日々史上最高値を更新している。1980 年のソ連アフガン侵攻時の高値をあっさりクリアし、1,000 ドルに向かって値を飛ばしている背景には、Sub-Prime 問題を契機とする通貨・有価証券不安があるのは確実だが、もう一つ主要産出国の南アフリカで電力不足が深刻化しているという事情もある。同国の電力不足は慢性的な問題で解決策に乏しい。さらに中国でも同様に電力不足の影響が出始めている。

南アフリカは世界第二位の金の産出国である。またプラチナ生産は世界の 80% を占めるなど、貴金属の供給市場に大きな影響を与える同国で、電力供給をほぼ独占する国営企業 Eskom が 20% の節電を目標に国内で 2 週間の灯火管制を敷いた。金、プラチナ、ロジウム、ダイヤモンドなどを産出する鉱山は操業停止を余儀なくされ、その長期化を懸念する市場で多くの貴金属相場が過去最高値を更新する騒ぎとなった。

Eskom は電力供給力の向上は新プラントが稼動する 2013 年まで期待できないと述べており、南アフリカでの鉱山操業に警戒感が生まれている。政府も国家的緊急事態であるとして国民の理解を呼びかけているが、2 年後の World Cup の開催すら危ぶまれる状態であり、経済活動の低下は避けられない。Eskom は当面 “ Safekeeping mode ” でしか対応できないと各鉱山に通達、操業は再開されてもメンテナンスしか出来ない状態だ。

そして金産出量で南アフリカを抜いて世界一となった中国でも、電力不足が露呈している。同国南部での記録的な大雪で電力消費が急増する中、旧正月による炭鉱休業や大雪で石炭輸送が大幅に遅延するなど、電力供給に深刻な逼迫感が生まれている。FT 紙に拠れば、既に全土の半分の州で電圧低下が発生しており、大雪による被害も加わって経済的損失が約 3,000 億円程度にまで拡大している、との見方もある。

中国の電力不足は石炭不足が原因だと言われるが、中国政府によるエネルギー価格凍結政策がその主因だとする声も聞こえる。世界的に資源価格が上昇する中で国内価格が凍結されているため、石炭産出や発電に力が入らないからである。国民生活を守るための価格統制が、逆にその生活を圧迫していることになる。急速に市場経済化する社会での無理な価格統制は、大きな歪みをもたらし始めているようだ。

C. 国際政治経済のアップデート

【IMF も米経済見通しを下方修正】

今週発表された 12 月米国耐久受注は前月比 5.2% 増と大幅なプラスとなり、米国経済の底堅さへの自信が回復する場面もあったが、新規住宅販売や消費者信頼感指数の急低下に見られる沈滞モードを払拭するほどの勢いはない。景気後退への警戒感はビジネス界にほぼ定着し、逆風に向けた戦略縮小の声も聞こえ始めている。IMF も、米国の 2008 年経済成長率見通しを 1.5% へと下方修正、昨年 の 2.2% 成長から相当程度下振れするのは確実と見ている。

IMF が昨年 10 月に公表した米国成長見通しは 1.9% であったが、Sub-Prime 問題の深刻化に沿ってこれを下方修正、日本も 1.7% から 1.5% へ欧州も 2.1% から 1.6% へ引き下げて、世界経済の成長率も 4.4% から 4.1% に修正した。世界経済は 2007 年の 4.9% 成長から大きくダウン、中国は 10% 成長を維持すると見ているが、新興国も米国の景気減速の影響とは無関係とは言えないとの見方を示している。

Strauss-Kahn 専務理事はこの見通し発表に際してコメントを公表、金融緩和の余地ある国での金利引き下げは有効だが、その効果には限界もあると警告している。特に米国では金融機能が激しく毀損しており、仲介機能が麻痺することで緩和策が市中に波及しないリスクを指摘したものだ。欧州でも銀行は新規貸しに慎重な姿勢を見せ始めており、過剰流動性の反動の大きさが読み取れる。米国の利下げも当面はアナウンスメント効果の域を出ないだろう。

その米国のビジネス界に対しては、国内がダメでも新興国があるという期待が金融市場の唯一の救いであった。だが IMF の見通しはその過剰な期待を諫めるものとなった。そして実業界からも逆風に備える姿勢が出始めている。FT 紙に拠れば、Caterpillar の CEO である Jim Owens 氏は米国成長鈍化が業績に与える警戒感を表明、Dow Chemical の CEO である Andrew Liveris 氏も費用削減と投資抑制にシフトすると言明している。

一時、株式市場を駆け巡った業績楽観論はほぼ一蹴された格好である。さらに Financial Executives International が米国大企業の CFO を対象にした 2007 年末の景況調査で、その見通しの楽観度が 2004 年 6 月以来最低の水準になったと、と FT 紙が報じている。米国企業も、新興国経済におけるビジネスへの期待値は慎重に計算しているようだ。金融市場もいずれ算盤を弾き直す必要があるのかもしれない。

【ロシアが中国流海外ビジネス展開へ】

1998 年の経済危機克服以来、10 年連続の成長で GDP は約 1.3 兆ドルにまで拡大、原油や天然ガス価格の高騰という順風にも恵まれて国際舞台への復帰準備を終えたロシアは、次のステップとして中国流の海外展開を狙い始めているようだ。Putin 大統領の支持を得て 3 月の大統領選での勝利を確実にした Medvedev 第一副首相は、ロシア復活の為の必要条件として、海外企業の買収戦略を積極化する姿勢を見せている。

ロシア最大のエネルギー国営企業 Gazprom の会長でもある同副首相は、国内世論調査でも 70% 以上の支持を得ており、次期大統領に就任するのは間違い無さそうだ。その次期ロシア大統領の使命は、Putin 大統領の意思を次いで或いはその監視下において、更なる経済発展によって国威を昂揚させることにある。米国や欧州の経済力に逆風が強まる中で、ロシア新大統領就任のタイミングは悪くない。

FT 紙に拠れば、Medvedev 副首相は今週ロシア実業界の重鎮を前に講演し「ロシア企業は中国のように海外での資産獲得に注力すべきであり、政府もこれを支持する」と述べて、海外企業の買収を促進し、それを経済成長のエンジンの一つに据える国家戦略構想を披露した。同氏は、海外企業買収こそがロシアの技術を活性化し、生産文化を増幅させ、投資の多様化を通じて新市場の獲得に繋がるのだ、とその効果を強調した。

欧州では、Gazprom の欧州進出意欲に対して警戒感を強めている真最中であり、こうした発言がさらに彼等の神経を逆撫でするのは明白である。だが Medvedev 氏はそれも意に介さぬ様子で、冷静に着実に対外投資を進めることで、ロシアによる投資が効率的かつ透明で、さらに海外諸国の利益になるとの確信を得られるように行動すべきだと述べ、ロシアの信頼感は国家としての強い存在感によって回復するだろうとの楽観論を示している。

折りしも、1,570 億ドルにまで膨張したロシアの外貨収入による「石油安定化基金」が 2 月から 1,250 億ドルの Reserve Fund と 320 億ドルの National Wealth Fund に分離され、後者は外国株などの積極的運用に充当されることになった。民間企業には直接投資を促し、政府は基金を通じて有価証券運用を積極化させる構えである。マネー戦略も中国流を模倣しつつ大国復活を狙うロシアに欧米経済鈍化による石油価格の不安定さがどう影響するか、注目されよう。

【今の米国に必要な政策とは】

FRB は先週の 75BP の緊急利下げに続いて今週もまた 50BP の利下げを敢行した。Bush 政権もまた、財政出動の緊急性に鑑み議会との合意を優先させて 1,500 億ドルの景気対策の骨格案を公表している。金融と財政のミックスによる極めて合理的な景気浮揚対策が導入されたものの、市場の懸念や生活の不安が即時に払拭されることは期待できない。米国が直面しているのは、大恐慌のような低迷の長期化・深刻化をいかに防ぐか、という問題である。

米国の金融政策は、ますます IT バブル崩壊時の対応と相似形になってきた。景気動向次第では、FRB は本年更なる引き下げを余儀なくされる可能性もある。いずれ、日本と同様に金融効果の限界に陥るシナリオも考えられなくない。戻し税も消費に結びつく保証はない。市場では、大半の戻し税が貯蓄に振り向けられるだろうとの観測も高まっている。貯蓄率改善には役立つかもしれないが、消費刺激には役不足だろう。

Yale 大学の Robert Shiller 教授は NY Times 紙への寄稿で、米国は 1990 年代の株式バブル、2000 年代の IT バブルを経た「ポスト・バブル時代」にあるとの認識の下で、金融・財政以外の想像的な改革に取り組む必要がある、と指摘している。教授は、その貴重な指針になるのが、大恐慌時に様々な批判を受けながらも 1933 年に成立した連邦預金保険公社 (FDIC) であり、また翌年発足した証券取引委員会 (SEC) である、という。

どちらの組織も当時は「市場介入策」として強い批判を浴びていた。FDIC は銀行の怠慢経営を招くとして、SEC は自由な市場取引を萎縮させるとして、非難された。だが今日、それらが有益であることを疑う人は少ないだろう。FDIC も SEC も、欧州や日本など世界各国がコピーする共通の制度資産になっている。民間金融システムが破綻の危機に瀕している際には、そうした新機構の導入など制度設計が極めて重要になる。

Shiller 教授は、FDIC による預金の保険水準が制度導入の際には一人当たり所得の 12 年分に相当する額であったが現在では 3 年分にも満たず、これを大幅修正する必要があると主張している。それが国民の不安を抑制する材料になる。利下げや戻し税も必要だが、より重要なのは国民レベルでの信頼感を再建することであり、それが市場や経済の安定化に繋がるという説である。日本も同様に、景気対策ではなく制度修正に眼を向けるべき時期なのかもしれない。

【中国経済にもかすかな不安】

ドイツを追い抜くかどうかで注目された中国の2007年GDPは、成長率が前年比11.4%と2006年の11.1%を上回るペースとなったが、総額では3兆4,000億ドルと1,000億ドル程度の差で世界第4位に止まった。5年連続二桁成長の勢いは不変であり、2008年にはドイツを抜いて米日に次ぐ位置に躍り出るのは確実だが、第4四半期では成長減速傾向も見えており、米国の景気後退が中国経済に予想以上の影響を及ぼす可能性もありそうだ。

De-Coupling 説への期待感が強い中国経済は、第4四半期GDP伸び率が前年比11.2%となって世界経済の牽引エンジンとしての地位を固めつつある。だが、第2四半期の11.9%、第3四半期の11.5%からの減速は明確であり、政府の引き締め方針による効果が出てくれば、更にその成長ペースが抑制されるとの見方も強まっている。12月の物価上昇率が前月の6.9%から6.5%に低下したのは、そうしたトレンドを裏付けるものだろう。

アジアの輸出企業の間には、米国景気後退による不安が急速に高まっているようだ、とNY Times紙が報じている。日本では既にRe-Coupling説が飛び交って米国とともに沈没するリスクが囁かれているが、中国企業においても米国からの受注が昨年末から急減しているセクターは少なくない。同紙の報道に拠れば、Tシャツや電器製品の対米輸出は今冬で前年比20%減、携帯やFAXなど通信機器は約30%減となっている。

一方英Economist誌は、対米輸出がGDPの20%程度と高いシンガポール、香港、マレーシアに比べれば、中国は8%程度でありその影響を過剰に懸念すべきでない論じている。中国の対米輸出増加率は2006年の20%から2007年には1%に急低下したが、その伸び率がゼロでもGDPは8-9%成長可能だと見ている。中国以外のアジア諸国でも企業の負債残高は抑制されており、設備稼働率も高水準で、余剰生産のリスクも乏しい。

だが、自国市場の停滞というリスクは残る。二桁成長ペースを持続しながらも、中国政府は金融政策に加えて、雇用市場政策や環境対策、税制改革などにおいても企業にプレッシャーを与え始めている。また食品産業で世界的に傷ついたイメージの修復を図るべく生産管理を強化し、衣料産業にも「安かろう悪かろう」の製品からの脱皮を呼びかけている。中国の米国Decouplingは進行中だが、自国内の波乱材料には警戒すべき点が少ない。

【ガス版 OPEC は 6 月始動へ】

原油価格は年初の 100 ドル達成後、90 ドル割れまで急落したがその後はやや持ち直しの気配を見せている。OPEC は、米国などからの増産要請に対しては景気後退による需要減を警戒し生産枠を据え置く姿勢を変えていない。また原油と同様にガス価格も高騰が懸念されている。ガス供給はロシアという最大の攪乱要因を抱えており、先進国にとっては原油よりも厄介な存在になる可能性も高い。ガス版 OPEC の設立構想はその脅威を増幅している。

昨年来、ガス版 OPEC 構想はたびたび浮上したが、その具体策にまで踏み込む動きは見られなかった。だが先週の Davos 会議での記者会見において、カタールの Abdullah Bin Hamad Al Attiyah エネルギー・産業相は、本年 6 月に Moscow で開催される主要ガス生産国の首脳会談の場でガス版 OPEC を設立するかどうかの協議を行うことを明らかにした。ガスに関する組織的な戦略に生産国政府が具体策に言及するのは初めてのことである。

天然ガス問題を協議する国際的組織としては、2001 年に発足したガス輸出国フォーラム (Gas Exporting Countries Forum : GECF) がある。非公式的な組織ながらも、ガス産出国間だけでなく産出国・消費国の間の協力体制の確立を目指したものであったが、昨今では産出国の発言力が強まっている。ロシアと EU との間のガス供給契約形態での対立も産出国に有利な方向での議論が進められており、消費国側にはこの組織自体が OPEC 化するとの懸念が生まれていた。

Attiyah 大臣の発言に拠れば、この GECF によって任命された専門家が、6 月の首脳会談において彼等の戦略案を提示することになる。同氏は、まだガス版 OPEC を設立するかどうかは決まっていないと述べており、GECF のメンバー間にも温度差があることを認めているが、ガス大国のロシアが組織設立に強い意欲を示していることもあり、GECF がその意向に沿った形で提案し首脳間で合意される可能性は極めて高そうだ。

天然ガス価格が原油価格と違って統一性に欠けるのは事実である。Attiyah 大臣も、天然ガスに原油価格に対応する指標価格が必要だと述べている。ガス生産のコストは石油生産よりも高いと言われ、現在のバラバラな価格でガス生産者は不利益を被っているというのがガス版 OPEC 設立への論拠となっている。米国や EU は反対するが、産出国の反撃は収まらないだろう。かくしてさらにインフレ要因は増加する見通しである。

D. 論壇誌等より注目トピックス

【金融の世界的リスク管理は可能か】

金融ビジネスにも流行り廃りがある。Project Finance への人気、Derivatives の隆盛、そして Securitization への注目など、ここ 20 年でも大きな変化があったが、そうした流行に沿うようにして Risk Management の強化が施されてきた。だが、昨年来の Sub-Prime 問題はその効果に大きな疑問符を付けた。さらに先週 Societe Generale で発覚した巨額不正取引は、その管理の限界をも示唆するような大事件であった。

49 億ユーロ（約 8,000 億円）という途方もない損失は、Dealer 一人で失った金額として恐らく今後破られることのない記録になるだろう。だが、その手口が不正防止システムを掻い潜っての技術的なものであったならば、同様の不正再発を防ぐことは難しいのかもしれない。人間の作ったものは人間によって破られるという鉄則である。金融という魔性の世界に不正が消滅するのを期待するのは無理なのかもしれない。

不正ではなく、不義や不条理、不意、不慮といった事故も起こりうるのが金融である。Sub-Prime 問題はむしろこちらの領域に入るものである。FT 紙に拠れば、先週の Davos 会議において、滅多に会見を行うことのない BIS の Malcolm Knight 総支配人が、現在の金融監督・規制は “Balkanization” に陥っている、と指摘している。文字通り、金融規制が第一次世界大戦後のバルカン諸国のような小国分割状態になって機能が低下しているとの警告である。

米国や欧州各国で頻発する大手金融機関における巨額の損失や事故が、金融システム全体を危機的状況に追い込んでいることが、同総支配人の苛立ちを強めている。その波が、中国や日本などアジアにも徐々に伝播し始めていることが一層の不安を呼び起こす。だが当の BIS 規制が銀行の抜け穴戦略を誘い、また銀行の外側に Fund のような巨大な「解放区」を作り出したことも、同時に吟味されるべきであろう。

Knight 総支配人が批判する「規制のバルカン化」を防ぐ為に、銀行集団の BIS が出来ることには限界がある。制度的には、各国中銀や金融管理当局の集まる IMF が適切かもしれないが、機能的、技術的な問題が残る。世界各国に埋め込まれた金融爆弾の所在を突き止めるのは、それほど容易な作業ではない。核拡散と同様に金融問題の拡散は基軸通貨国だけによる一極主義的解決は不可能だ。それを救う国際組織の姿すら見えてこないのはやや深刻である。

【デリバティブズが倒産増を招く可能性】

Credit Derivatives が開発されてから 10 年余、現代の同市場の急速な拡大は当時の想像を超えるものがある。それは開発当時に思いも抛らなかった規模に拡大した Swap と全く同じである。そしてまた、Swap 市場が果敢なリスクテイクの為の Coupon Swap を生んだのと同様に、Credit の世界でも CDS や Synthetic CDO などが次第にリスクテイク商品化していく。その一つの帰結が Sub-Prime 問題だが、市場ではまた別の問題が囁かれ始めている。

Credit Derivatives の拡大は企業倒産を防ぐ機能を持っている、と指摘されたことがあった。確かに GM や Ford の Junk への格下げで市場不安が高まった数年前、本来は企業倒産のトリガーを引く役割を持つ金融機関から企業の信用リスクの多くが Hedge Fund や CDO に吸収されていたからである。こうした新型債権者は、出資者からの二桁リターンという強い要請を受けており、企業破綻による損失計上を望まない。

だが、Sub-Prime 問題を契機に一気にクレジットへのヘッジニーズが高まり、金融機関や Hedge Fund などは防衛的なポジションに傾斜し始めている。正確には計測できないが、CDS 市場を通じて一斉に Protection の買い手に回っているのは確実である。Texas 大学の Henry Hu 教授と Bernard Black 教授は、銀行や Fund は現在、企業が再建するより破綻した方が利益の上がる体質になっている、と指摘する小論を発表している。

米国景気後退の見方は増えつつあり、加えて信用収縮という強い逆風を受けて経営危機に陥る米企業が増えることは想像に難くない。両教授の分析に拠れば、債権者は時間のかかる再建策を支援するよりも早期破綻で CDS 契約のトリガーを引いた方が得策だと考える可能性が高いという。この論文は、システムミック・リスクを呼ぶ危険性があるとの警告付きで、SEC にも提出されたようだ、と FT 紙は報じている。

各銀行や Hedge Fund が各企業に対してどのような CDS ポジションを持っているのかは読み取りようがない。その意味では、債権者がどのような対応を取るのか事前には全く予測不能となる。それが企業の将来像を更に不透明なものにする。勿論、実際にデフォルト増に繋がるかどうか不透明ではあるが、いずれ Disclosure の中にこうした CDS などによる債権関係の詳細を含めるべきだという批判も出始めるだろう。

【環境と経済成長のバランス】

Davos 会議において発表された 150 か国を対象とする環境ランキングにおいて、日本は 21 位と上位を占める北欧をはじめとする欧州諸国に大きな差を付けられている。経済大国の米国も 39 位とロシアの 28 位を下回る「環境後進国」と位置付けられており、日米両国の環境問題への取組み姿勢が問われる結果になったが、一方でこの調査結果は途上国における環境と成長の問題にどう対応するか、興味深い示唆をも含んでいる。

調査発表したのは Yale 大学の Daniel Esty 教授らのグループである。昨年の環境ランキングとは方法が異なる為に単純比較出来ないが、それでも日米の対応の遅れや新興国の環境汚染の深刻さを示していることに変わりはない。首位のスイス、次いでスウェーデン、ノルウェーと続く中で、コスタリカが英国やベルギー、イタリアなどの上にランクされているのが目に付く。一方で中国やインドは 100 位以内にも入っていない。

高度な経済成長が自然環境を破壊するというステレオタイプの反応は、過去の日本や現在の中国から導き出された印象に過ぎない。経済成長はむしろ生活環境を改善させ、病気の減少などを通じて健康向上に寄与することもある。但し今回の調査では、経済成長が生活に直接影響する水質向上や大気汚染改善などをもたらしたことが示される一方で、酸性雨などの自然環境問題にはまだ効果を出せていないことも明らかになった。

英 Economist 誌は、成長と環境との関係式は人々が想像するほど単純なものではないと指摘する。成長の効果を高める為に必要なのは、「ガバナンスと実行力である」と Esty 教授らは結論付けている。途上国のみならず、日本や米国が低位に甘んじている一因もこれだろう。そして、この問題を解決する上で大きな攪乱要因になっているのが、温暖化ガスの排出量問題であることは明らかである。

地球温暖化は大量移民や伝染病拡大などを通じて、世界各国に徐々に影響を与え始めている。それを契機として、経済成長がどう対応できるかが問われ始めているが、民間企業の努力だけでは限界があるのは確実だ。Davos 会議では、米国景気の行方に懸念が示されると同時に、成長そのものの意味論をも再認識させることになった。「ガバナンスと実行力」への期待を懸念に変えぬ為に、日本は洞爺湖サミットでその主張をどこまで明確化出来るだろうか。

【金融業を去る人、しがみつくる人】

欧米金融業における評価損失の拡大は、そのままストレートに雇用削減に結びついていく。昨年既に人員カットを発表した企業もあるが、今年はさらに欧米市場を中心にリストラが進行するのは確実だ。City や Wall Street での金融雇用環境の浮沈は珍しくもないが、今回の嵐は流石に並みのものでは無さそう。その中にあっても、責任ある地位の人々はまた別の雇用機会に恵まれることも少なくない。

先週、Bank of America は 95% 減益となった第 4 四半期決算を受けて、1,000 人以上の人員削減に踏み切ることを発表した。Countrywide の買収など厳しい環境での出費も多く、戦線縮小はやむを得ない選択だろう。大手ではそれぞれ 4,200 人、1,500 人の削減を決定している Citigroup や UBS に次ぐ規模であるが、Morgan Stanley も 1,000 人程度の削減を予定しており、経営危機の噂も出ている Merrill Lynch も数千人規模のリストラは必至の情勢だ。

金融界に暴風雨をもたらした直接の原因は Sub-Prime Loan を組み込んだ CDO の急拡大であったが、各社におけるその直接的な責任者の多くは既に退職している。名前を挙げるのは差し控えるが、NY Times 紙はそうした責任ある人々が次の就職機会を再び金融界に求めていることを、損失拡大の影響でボーナス通知日直前にクビを言い渡された人々との対比において、感情的に許せないというトーンで報じている。

ある投資銀行の CDO 部門の責任者は昨年 5 月に退職し、新しい Hedge Fund を設立して機関投資家から資金長調達を開始している。自己の責任を問われ、昨年末からポジションの縮小を目指したがそれが不調に終わって退職したのだから、その後の市況悪化による評価損は自分の責任ではない、と述べている。また同紙に抛れば、別の投資銀行の CDO 責任者は既に他の投資銀行の部門ヘッドの誘いを受けているという。

金融業界での幹部引き抜きやグループ移籍などは日常茶飯事であり、ある企業で失敗した人が別の職場で名誉挽回の機会を与えられることも評価すべき雇用慣習である。今回の Sub-Prime 問題も個人の失敗というよりも業界の失態というべきものであり、Manager を個別に批判することによって改善できるものではない。但し、部門責任者があからさまに責任回避するようなモラル土壌では、欧米金融界の信用回復は望むべくもないだろう。

E. ファンド・ビジネス・トピックス

Carlyle Group が、業務停止命令を受けた日本のグッドウィルから、養護施設を土地付きで約 146 億円で買収したと発表した。同社から、さらに PE Fund への売却物件が増える可能性もありそうだ。

PE Fund が雇用創出の救世主か雇用削減の破壊者か、というテーマは Davos 会議においても議論されている。1980 年から 2005 年まで約 5,000 件の PE Fund 買収案件を調査した Harvard Business School の Josh Lerner 教授らの分析結果は、PE Fund が雇用を増加させたとは言えないが、その人員削減率は平均よりも 1% 程度高いだけで破壊者とも言えない、という結論だった、と NY Times 紙が報じている。

Citigroup や Merrill Lynch への救済出資に応じた 810 億ドルの運用資産を持つ New Jersey 州の年金基金は、コンソーシアムを形成して大規模な救済型の投資を行う計画を他の内外ファンドと交渉しているようだ。元 Goldman Sachs の CEO であった John Corzine 氏が現在同州知事を務めている影響だろう、と Reuters は報じている。

NY Times の株主となった Hedge Fund の Firebrand と Harbinger は、同社 Sulzberger 会長に対して、取締役のポジションを要請するとともに非中核事業の売却などを求める書簡を送ったようだ、と FT 紙が報じている。

大詰めを迎えつつある Northern Rock 内部で、約 13 億ポンドの優先株発行の計画が進行している、と Sunday Times 紙が報じている。Hedge Fund の SRM と RAB が大株主として 2 億ポンド程度を出資し、残りは Citigroup、Merrill Lynch、ABN AMRO が引き受けて販売する計画だが、PE Fund の Cerberus や Five Mile も出資に乗り気だという。

買収破棄を巡って J.C. Flowers を提訴していた Sallie Mae は、新 CEO の下で 310 億ドルの資金枠を確保し、訴訟を取り下げた模様だ。コミットメントを提供したのは JP Morgan Chase や Bank of America、Barclays など欧米 7 行。

2005 年に投資家に 4 億ドル以上の損失をもたらした Hedge Fund の Bayou Management の CFO であった Maniel Mario 氏に対し、Manhattan 連邦裁判所は 20 年の懲役刑を言い渡した。ビジネス関連訴訟での 20 年の実刑判決は、Enron 事件における訴訟以来だと FT 紙は報じている。

Watson Wyatt の調査に拠れば、本年 1 月の株価下落で全世界の年金基金の目減り額が約 1.5 兆ドルに達した模様だ。年金負債が増加する一方で資産は減少しており、同社は本年を通じてそのギャップは拡大しそうだと述べている。因みに運用資産額トップ 11 社の株式運用シェアは 56% で、国別では英国の 64% が最高で最低はスイスの 33% であるという。

ディスクレーム（ご購入に際してのお断り）

掲載される情報はリサーチアンドプライシングテクノロジー株式会社(以下「RPテック」という)が信頼できると判断した情報源をもとにRPテックが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、RPテックは保証を行なっており、また、いかなる責任を持つものでもありません。

本資料に記載された内容は、資料作成時点において作成されたものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はRPテックに帰属し、事前にRPテックへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

RPテックが提供する投資情報は、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本資料に掲載される株式、投資信託、債券、為替および商品等金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。

本資料は、投資された資金がその価値を維持または増大を補償するものではなく、本資料に基づいて投資を行った結果、お客様に何らかの障害が発生した場合でも、RPテックは、理由のいかんを問わず、責任を負いません。

RPテックおよび関連会社とその取締役、役員、従業員は、本資料に掲載されている金融商品について保有している場合があります。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

購読申し込み・お問い合わせ

購読申し込みなどのお問い合わせは、RPテック株式会社宛て eメール (mafs@rpotech.co.jp)
または電話 (03-5212-8786) にてお願いいたします。

Monetary Affairs 世界潮流アップデート

Monetary Affairs 世界潮流アップデート 毎週金曜日発行

編集 Monetary Affairs

編集人 倉都 康行

発行 RPテック株式会社

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4 - 1 - 28

九段ファーストプレイス 7 階

電話番号 03-5212-8786

E-mail mafs@rpotech.co.jp