



2007年4月06日 (第144号)

バイウィークリー・マネタリー・アフェアーズ
TFJ Bi-Weekly Monetary Affairs

「金融を科学する」TFJ編集ニュースレター

TFJ Bi-Weekly Monetary AffairsはRPテック株式会社との購読契約に基づいて配布しております。

無断複製禁止

有償、無償を問わず他人への譲渡、複製の作成を禁じます。

無断転載禁止

本レポートに掲載されている情報、データなどの著作権はRPテック株式会社に帰属します。無断転載はお断りいたします。

購読申し込みなどのお問い合わせは、RPテック株式会社(03-5212-8747 または t-fj@rptech.co.jp) にお願ひ致します。

次号は **4月20日号** となります

隔週金曜日発行

編集 Tokyo Financial Journal

編集人 倉都康行

発行 RPテック株式会社

<http://www.rptech.co.jp>

投資家から見る債券市場	1
国内企業ニュースダイジェスト	2-3
JGB・為替市場トピックス	4
社債・CDS 市場の動向	5
J-REIT 市場・株式市場	6
商品市況と新興国市場	7
国際金融 世界潮流	8
ヘッジファンド・トピックス	9
記者の眼	
最近のクレジット市場周辺トピックス 田中 雅史 (フィスコ 記者)	10-13
クレジット市場商品	
クレジット・デリバティブ関連 トピックス #2 糸田 真吾 (金融機関勤務)	14-18
投資の燭光	19-20
気になる発行体 (TFJ クレジット・リサーチ部)	
超越論的金融哲学再考	21-22
金融市場におけるリアリティーと 新古典派経済学の科学性(3) 藤崎 達哉 (QUICK グローバルインフォメーション)	
マーケットの視点	23-24
会社の親子関係と社債 八須 賀雄 (TFJ シニア・リサーチャー)	
アナリストの座標軸	25-26
タウラの裏読み #4 田浦 哲哉 (フィスコ 資本市場アナリスト)	
現代金融批評	27-28
金融行政はアダム・スミスに還れ 倉都 康行 (RPテック 代表)	
編集ノオト	29
(TFJ 編集人)	

市場情報

投資家から見る債券市場

(TFJ BMA 編集部)

長期国債の入札タイミング（3月28日）

3月16日に開催された国債市場参加者特別会合において、事務局より10年長期国債の入札について、「年末年始等、入札日程が非常にタイトになる場合、例えば、前月末に10年債の入札を行うなどにより、日程に余裕を持たせた方が良いのではないか」（議事要旨）との見解が示された。市場参加者の反応は、極端に否定的なものではなかった。代表的な意見としては、「通常の場合には問題ないが、年末年始や年度末については、今の時価会計基準だと期末に残った場合に約定ベースでの時価評価が必要になることから、期越えの入札・受け渡しになる場合は避けた方がよい。また、長期休暇前に入札は、休暇期間中に海外等でイベントが発生するリスクがあるので避けてほしい。」といった反応で、ポジションを抱えたままで、年末・期末を越えるのが懸念されるといったところである。

10年長期国債の入札タイミングは、今でこそ毎月初めとなっているが、過去においては、毎月20日過ぎの火曜日乃至木曜日となっていた。例えば、第244回債の場合には平成14年11月21日に入札が行われている。この当時は、12月20日を過ぎてから入札して年末年始を越えるリスクと年末に向けた事務の繁忙が意識され、次の入札は例外的に1月上旬とされていたのである。実際に、第245回債の場合には、平成15年1月9日が条件決定日であった。この結果、平成14年までは1月に2回の長期国債の入札があり、他の年限の入札も合わせて、入札ラッシュの月となっていたのであった。なお、10年長期国債の入札については、平成15年2月の第246回債以降、月初に移動し定着している。

今回の財務省による打診は、月初の入札によって“入札日程が非常にタイトになる場合”について、前月末に入札を実施してはどうかということであったが、国債市場特別参加者会合の主たる参加者である証券会社の懸念を考えると、結局、入札のスケジュールがタイトになる可能性のある1月や市場参加者の多くにとって新年度入りする4月には適用が難しく、唯一財務省の人事異動によって事務に不安のある場合に、6月末に入札を実施する可能性が考えられる程度なのである。

なお、国債の入札結果発表は、平成12年4月に14時半から14時に繰上げられ、その後徐々に早められて、14年5月に13時となっていたが、18年12月より12時45分に繰上げられている。締切後の確認・処理に要する時間を考えると、ほぼ短縮の限界に達しているようであるが、後場開始後15分間の真空時間帯は引き続き残存している。ヘッジ解除等のオペレーションを考えると、後場寄り直後というのが理想的なのであるが。

ミニ公募地方債の変調（4月4日）

日銀による2月の利上げは、短期金融市場を復活させただけでなく、個人の金融投資商品の販売にも様々な影響を及ぼしはじめている。まず、昨年のゼロ金利解除以降、実質的に普通預金に利息が付されるようになった。かつての低金利時代は、破綻・ペイオフのリスクがある銀行預金よりもタンス預金が好まれ、自宅に置くための壺や金庫が売れたと言われた。それが、わずかでも目に見える形で銀行預金に金利が付くのである。預金金利の表示については、変動金利やデリバティブを組み込んだものについては、適正な注意文言が預金者に読める形で表示されることになっている。

今後、金利が上昇すると考えるならば、長期の固定金利ものから、短期商品や変動利付商品に資金がシフトするのは、至極当然のことである。個人向け国債については、この4月3日まで募集が行われており、従来のように目先のクーポンが高い5年固定利付債が、10年変動利付債の募集金額を上回るかどうか注目されることである。

こうした金利環境の変化を大きく受けたのが、ミニ公募地方債（住民参加型市場公募地方債）の売行きである。ミニ公募地方債は、長いもので10年満期一括ものもあるが、主力となっているのは、3年乃至5年満期一括の中期債である。これまでは、住民の地域参加色を強く打ち出したことで、地域住民の連帯意識を高め、また、低金利環境下における銀行預金よりも魅力的な金融商品として、強い購入意欲が見られていた。ところが、昨年以降、複数の募残が生じているようだ。既に、平成18年秋には、富山県のミニ公募地方債（5年）で募残が生じていたが、今年に入って、神奈川県藤沢市の募集した2月債（5年）に続き、石川県3月債（5年）も募残（藤沢市債は販売期間を延長して完売し、石川県債は募集銀行が残額を引受けた模様）が生じている。

ミニ公募地方債の発行条件では、同年限程度残存する国債並みの利回りを要求した地方公共団体もあったようだが、国の実質的な財政サポートを受けた上に、発行量が少ないことから、流動性の低い地方債が、国債並みの金利というのは、思いつきよりも甚だしいことだろう。地域金融機関は、郵政対抗で投信販売に注力しているが、こと国内金利商品の世界において、変動金利型の個人向け国債よりも投資家が有利な運用商品は構成できないのである。

GE が三洋クレジットを子会社化

米 GE が子会社を通じて三洋電機クレジットに対し TOB を実施して完全子会社化する方針を決め、同社もこれに同意した。買い付け価格は 1 株 3250 円と同社株過去 1 か月間の平均終値を 58% 上回る水準。GE の買い付け予定は議決権ベースの 66.67% で取得総額下限は 901 億円だが、買収総額は転換社債買い付け分などを含め約 1350 億円となる模様。筆頭株主のゴールドマン・サックスグループと三洋電機も TOB に応じる姿勢。

伊勢丹と東急百貨店が提携へ

伊勢丹と東急百貨店が百貨店事業の業務提携で基本合意した。両社は商品共同企画のほか、商品・顧客情報管理システムも東急が伊勢丹のシステムに相乗りする形で統合、さらに伊勢丹は幹部を東急に派遣して営業を支援する。阪急・阪神、大丸・松坂屋の経営統合など、百貨店の再編が急速に進みつつある。

住信が住宅ローン会社買収へ

住友信託銀行が新生銀行グループの「ライフ住宅ローン」を約 250 億円で買収する。旧長銀系の住宅ローン専門会社である同社の昨年 3 月期融資残高は、レストランやベンチャー企業経営者など自営業者を対象に約 1000 億円。住信は松下リース・クレジットや不動産担保金融のファーストクレジットなどを相次いで買収、第二地銀の八千代銀行に資本参加するなど独自の拡大戦略を進めている。

東急不動産が太平洋クラブと提携

東急不動産は、ゴールドマンやローンスターなどの運営する外資系ゴルフ場会社に対抗すべく、太平洋クラブと業務提携する。両社が運営する計 39 コースでの相互優待利用を認めるほか、ゴルフ場の共同取得でも提携し、将来の事業統合も視野に入れる方針だ。

不二家が山崎製パン傘下入り

山崎製パンは不二家が 4 月 11 日に実施する第三者割当増資を約 159 億円で引き受け、35.06% の出資で同社を傘下に収めることを正式に発表した。不二家再建の状況を見極めつつ、出資比率を 50% 超に高めて子会社化する

可能性も示唆、一方不二家は創業一族の藤井家出身の取締役 2 人が退任した。両社の連結売上高単純合計は 8300 億円で、巨大な菓子・製パングループが誕生する。

スティールが日清株を買い増し

米系投資ファンドのスティール・パートナーズが日清食品株を発行済み株式数の 9.28% から 10.31% にまで買い増した。今回の取得金額は約 54 億円。スティールは保有目的を「投資及び、状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為などを行うこと」としている。

三洋電機の井植社長が辞任

創業家出身の三洋電機井植敏雅社長が 4 月 1 日付で辞任した。同社長の父で社長、会長を歴任した井植敏最高顧問も辞職、創業一族の影響力は大幅に低下する。ゴールドマンなど大株主の金融 3 社は携帯電話やデジカメなど不採算事業を早期に売却したい意向であり、再建に向けた同社の実質的解体が加速すると見られている。

日本生命がオルタナ投資拡充へ

日本生命保険は、2007 年度からオルタナティブ投資を拡充する模様だ。未公開株やヘッジファンドなどの運用残高を 5 年以内に現在の約 4 倍に当たる 1 兆円程度にまで増額する。さらに、新興国市場の株式や債券への投資も拡大する方針だ。

オリコが 1500 億円増資へ

再建を迫られている信販大手オリエントコーポレーションは総額 1500 億円の第三者割当増資を実施すると発表、みずほ CB とみずほ銀行がそれぞれ 225 億円、伊藤忠が 300 億円、日本政策投資銀行が 200 億円、そして海外投資ファンドなどが 500 億円を引き受ける予定。因みにみずほ CB はこれ以外に 1400 億円のデット・エクイティ・スワップに応じ、更に保有優先株のうち 2880 億円分を放棄するなど、大規模な「オリコ救済」に踏み切ることとなった。

スティールの買収防衛策反対

米投資ファンドのスティール・パートナーズは、24.69% の保有で筆頭株主となっている

アデランスに対し、買収防衛策の廃止を株主総会議案として提案した模様だ。同社は昨年末の取締役会で事前警告型の買収防衛策を導入、スティールはこれを経営者による一方的な導入と批判、今回の提案に繋がった。

サッポロは買収防衛策を可決

サッポロは株主総会で新たな買収防衛策を可決、スティールによる導入反対に同調する票は32%に止まった。これにより今後、同ファンドが敵対的な株式公開買い付けを強行する可能性も出てきた。これに対してサッポロが買収防衛策を発動して、他の株主に新株予約権を割り当てればスティールが訴訟に踏み切る選択肢もあり、事態は流動的だ。

JALの債務者区分見直しへ

JALは政策投資銀行、みずほCB、三菱東京UFJ、三井住友の4行と総額595億円の融資契約を締結した。本年5月期限の500億円の社債償還に充当する。一部報道にて、金融庁の指導により三菱東京UFJと三井住友が同社の債務者区分を見直し「破綻懸念先」に引き下げる方向で最終調整と伝えられており、JALの再建計画に狂いが生じる可能性も指摘されている。

富士フィルムも買収防衛案

富士フィルムHDが取締役会決議によって事前警告型の買収防衛策を導入した。防衛策発動判断をその都度株主に直接諮る方式。15%以上の株式取得を目指す買収者に対して取得目的や事業計画などの説明を求め、株主に公表後、12-18週間の周知期間後に「株主意思確認総会」を開催して発動の是非を出席議決権の過半数で決定する。買収者が情報提供に応じない場合は、取締役会決議により防衛策を発動する。

りそなが公的資金保有株売却を要請

りそなHDは、公的資金2兆3725億円のうち、普通株式2937億円分の一部を市場で売却するよう国に要請した。普通株の時価総額は現在約1兆7904億円で簿価のほぼ6倍になっており、全株売却すれば国は1兆4967億円の実現益を確保できるが、国は市場への影響を勘案して今後売却規模や時期などを調整する模様だ。

三洋信販が業績下方修正

三洋信販は3月期連結当期赤字が当初予想比で416億円拡大し801億円に達する見通しだと発表した。本年1月の全店業務停止命令の影響で営業収益が減少、また利息返還費用や貸倒関連費用も増加するなど、減益要因が重なったもの。

ローンスターが東京スター売却へ

東京スター銀行の68%を保有するローンスターが、その一部を売却する方向で調整している模様だ。すでに一次入札を終えて、現在ファンドを中心とした数社と交渉中と伝えられている。

新生銀行が赤字決算へ

新生銀行は3月期の業績予想を下方修正、連結当期損益は前回予想の400億円黒字から、580億円の赤字に転落する見通しになったと発表した。傘下のアプラスにつき、貸金業規制法改正に伴う企業価値再評価の結果、1010億円の減損処理を迫られたもの。同行は1月にアプラスの貸倒引当金積み増しによる下方修正を発表していたが、今回は同社が将来生み出す利益予想などに基づく企業価値を再試算した結果、計上している資産価値の大幅減損を強いられることになった模様だ。

三和ファイナンスに営業停止命令

金融庁は三和ファイナンスが貸金業規制法に違反したとして営業日ベースで28日間の全店業務停止命令を下した。悪質な取り立てだけでなく、違法行為を助長するような社内マニュアルも存在するなど本社関与も判明、厳格な処罰となった模様。

富士通が設備増強先送り

富士通は、デジタル家電や携帯電話の生産調整で半導体需要が低迷しているため、本年度の先端半導体製造能力増強計画を先送りすることを明らかにした。三洋電機による半導体事業売却にも応札しない方向だ。

市場情報

JGB・為替市場トピックス (TFJ BMA編集部)

40年国債発行と窓販スキーム

3月16日開催の第15回国債市場特別参加者会合の議事要旨が財務省のHPにアップされている。この中で40年国債については、「40年債の入札は早くても11月以降になると考えている」「仮に発行することとなった場合には、ある程度の流動性が出るまでの期間は同じ銘柄をリオープン発行することになるのではないかと考えている」とあった。

1 銘柄当たりの発行額が小さいと流動性の問題が生じるため、当初は同じ銘柄をリオープン発行する予定であるとか。このため、場合によっては将来のリオープンを念頭に置いて当初は、40年ではなく40数年債として発行する可能性もある。ただし発行額については、一回あたりの発行量が数百億円に止まるともみられる。

また、新たな国債窓口販売スキームについても検討されていることも明らかとなった。個人向け国債の発行が開始されてからも、通常の国債の個人向け販売は行なわれている。しかし「その機関数は少なく、販売を行っている金融機関でも個人販売向けに用意している国債はそれほど多くない」(財務省)というのが実情である。こういった国債販売の情報を個人が得るには直接証券会社などに問い合わせる必要があるなど、個人が個人向け国債以外の国債を購入しようとしてもなかなか購入しにくいのが現状である。

しかし、同じ5年国債を購入するとして途中売却の可能性がほとんどないならば、個人向け国債の5年固定ものよりも、5年国債そのものを買ったほうが、利子など含めて若干有利となる。個人向け国債以外の国債を購入したい個人投資家も潜在的にはかなり多いのではなからうかと思われる。このため、検討案としてまず10年、5年、2年の国債を対象とし、それぞれ募集額100円当たり10年債20銭、5年債15銭、2年債10銭の募集手数料を支払い、対象銘柄の入札日の3営業日後から募集を開始するという素案が発表されている。

さらに「現在の郵政公社による窓販においては、募集予定額を定め、募集残が生じた場合には当該残額を郵政公社が引受けているが(募残引受)新窓販スキームでは当該募残引受は撤廃する。」そうであり、販売する金融機関としてはより販売がしやすくなる。

「いずれにしても何らかの形で本年10月には募集取扱方式による窓販玉の発行を、郵政公社だけでなく民間金融機関にも拡大する予定」としているように、今回の検討は10月からの郵政民営化を意識してのものではあるが、これにより個人がより国債を買いやすくなることも確かであろう。

(フィスコ 久保田博幸)

持続するユーロ相場の好調さ

ユーロ相場が好調だ。3月8日の定例理事会でECBは政策金利の引き上げを決定し、2005年12月に始まった利上げは、通算7回・1.5%(この時点で3.75%)に及ぶ。現時点で既にユーロ圏インフレ率は目標値(2%未満あるいは近傍値)以内に収まっているが、ECBは現状の金融政策は緩和的とし、今後も利上げを辞さない構えだ。

ユーロ圏の景気はそれ程良いということだろう。市場も年内に1-2回の利上げを見込んでいる。中心国ドイツEWの景気感指数も2、3月と上昇し、IFO景況感指数もそれ程悪くはないのだから、そうした市場の見方も当然であろう。

一方、FRBは市場の予想通り利上げを見送った。景気指標が斑模様のなか、サブプライム・ローン問題が持ち上がり、その二次的影響のゆくえも見定めていく必要が生じている。

2月のISM製造業指数、同鉱工業生産指数、そして3月中のインシヤル・クレームを見る限り、米景気はそれ程悲観的ではないのだが、今回のFOMCの声明から「追加的引き締めを視野に入れた」という文言が削除されたこともあり、FRBの姿勢は「引き締め気味からよりニュートラル・緩和的になった」と言え、当面は景気とインフレの両面から金融政策を構えることになる。

こうした米・ユーロ圏双方の中央銀行の金融政策スタンスは、双方の金利差の縮小としてとらえるのが市場だ。ユーロの対ドル相場は昨年12月の高値1.33台を抜き、1.34台に突入してきた。流れは、再度ユーロ高に傾き始めている。

ユーロ高に対する、(あるいはドル安や円安に対する)EU要人発言の牽制発言は一つのポジション調整の具とはなり得るが、ユーロ圏に決定的な弱点が顕在化するまでは、トレンドは変わらないものと見られる。

このなか、ドル円相場は、依然として115円50銭~120円のなかで、調整局面を続けるものと見られるが、2005年1月から引けるドルのサポート・ライン(113円後半から114円に位置する)が破られない限り、まだ年初来高値の122円20銭を窺うチャンスは残っている。

(中央大学経済学部兼任講師 坂田豊光)

市場情報

社債・CDS市場の動向

(TFJ BMA 編集部)

クレジット市場

年度末を挟んで、クレジット市場はやや閑散。益出しと見られるみずほの7回債(2026年11月償還)やみずほCBの5回債(2026年1月償還)がT+40bp付近で、中央三井信託の3回債(2015年1月償還)がT+40台半ば、東京三菱UFJの7-10yゾーンがT+20bp台後半、住友信託銀行5回債(2016年4月償還)がT+28-29bp程度で売られるなど銀行劣後債や政地債、機関債、高格付け事業債ハイグレードのフローは散見されたものの、一般的には盛り上がりを欠いている。業者ポジションが軽い上に売り物の大半が小玉であるため、玉の取り合いといった状況も見られたようだ。

社長退任の三洋電機は9回債(09年5月償還)がL+105/135bp、18回債(2013年6月償還)がL+150/180bpといったレベルでの気配。CDSは130bpで出合ったが、金融機関主導の再建期待で縮小を読む声も。

債務者区分引き下げが報じられたJALは1回債(2013年12月償還)がL+285bp付近で出合うなどワイドニングが続いたが、その後は一服感も出て8回債(09年8月償還)はL+195/250bpレベル。10回債(08年2月償還)ではL+130bpオフアが見える。5年CDSでは285BPまで拡大した後、225/275bpレベルへやや縮小している。

元経営幹部による会社資金の不正支出発覚や元社員の有罪判決などで社長交代人事が報じられた荏原製作所はワイドニング、CDS市場で58bpでの複数回の商いが観測された。3月期連結業績の最終赤字拡大と下方修正した三洋信販もワイド気味で57/67bpのレベル。消費者金融・ノンバンクはややタイト化し、武富士が39bp、プロミスが26.5bp、アイフルが54bp、オリックスが23.5bpといった出合いを付けている。ソフトバンクのCB参照(08年4月)は130bpとタイトな水準で出合った模様。

また米国サブプライム関連のニュースに、サムライ市場ではシティの14回債がL+5/9bp、パンカメ6回債がL+14.5/18bp、リーマン5回債がL+15/30bp、ベア・スターズ5回債がL+19/27bpといった気配が立っている。

CDS市場スプレッド

日本企業のCDSマーケット (5年)

セクター	銘柄	格付け	2007/04/04	2007/03/28	2007/03/20
銀行	東京三菱	A	5/7	5/7	5/7
	三井住友	A	5/7	5/7	5/7
	みずほ	A	5/7	5/7	5/7
証券	野村	A	11.5/13.5	12/14	12.5/14.5
	大和	BBB+	12.5/14.5	12.5/14.5	13.5/15.5
	日興	BBB	20/22	22/24	22/24
ノンバンク	アイフル	BBB+	53/55	53.5/55.5	54/56
	アコム	BBB+	26/28	26.5/28.5	27/29
	オリックス	A-	22.5/24.5	22.5/24.5	22.5/24.5
	プロミス	BBB+	25.5/27.5	26/28	26.5/28.5
	武富士	BBB	38/40	38/40	38/40
電機	ソニー	A-	12/14	12/14	12.5/14.5
	日立	A-	14.5/16.5	14.5/16.5	14.5/16.5
	NEC	BBB	22.5/24.5	23/25	23/25
	東芝	BBB	24.5/26.5	25.5/27.5	25.5/27.5
	パイオニア	BBB-	33.5/35.5	33.5/35.5	33.5/35.5
	富士通	BBB+	15/17	15.5/17.5	15.5/17.5
航空	三洋電機	BB-	115/135	120/140	120/140
	日本航空	B+	240/260	205/225	205/225
商社	全日空	BB	38.5/40.5	39/41	39.5/41.5
	三菱商事	A	9/11	9/11	9/11
	三井物産	A	13/15	13/15	13/15
	住友商事	A	16/18	16/18	16.5/18.5
	伊藤忠商事	BBB	34/36	35/37	37.5/39.5
	丸紅	BBB-	37.5/39.5	38/40	42/44
	東急	BBB-	12.5/14.5	13/15	13/15
電鉄	東武	BB+	23/25	24/26	24.5/26.5
	近鉄	BB+	26/28	26.5/28.5	27/29
	阪急阪神	BB	24/26	24/26	24.5/26.5
	新日鉄	BBB	11/13	11/13	11/13
製鉄	JFEスチール	BBB	12/14	12/14	12/14
	神戸製鋼	BBB-	12.5/14.5	13/15	12.5/14.5
	住友金属	BBB-	13/15	13/15	12.5/14.5
建設	鹿島建設	BB+	15.5/17.5	15.5/17.5	15/17
	大成建設	BB+	20/22	20/22	19.5/21.5
	大林組	BBB-	11.5/13.5	11.5/13.5	11.5/13.5
その他	イオン	A-	12.5/14.5	13/15	13/15
	住友不動産	BB	39.5/41.5	39.5/41.5	39.5/41.5
	ソフトバンク	BB-	255/275	255/275	255/275

(格付けはS&P)

市場情報

J-REIT 市場・株式市場

(TFJ BMA 編集部)

再上昇し始めた J-REIT

2月26日東証REIT指数は2483.38と最高値を記録したが、翌日から世界同時株安の影響で3月5日には2186.45まで下落した後、徐々に回復してきたが、22日の公示地価の発表で材料出尽くし、反転もこれまでかと思われた。しかし期末の3月30日には2480.55とほぼ全値戻し状態となっており、4月早々に高値更新も見えてきた。この3ヶ月は約500ポイント、25%の上昇である。年率にすれば100%という新興国も真っ青の上昇ぶりだ。

この上昇に対して東証は、最近システムを改めて他の指数と同じく一日のリアルタイムデータを掲載するようになった。利回り商品という位置付けであるREITがかくもキャピタルゲインの投資対象となったのはなぜか。証券化によって不動産が金融商品化し金融商品を買う時に用いるのと同じ投資判断の尺度ができたため、不動産が内外の代替投資案件の利回りと比較できるようになったからだ。さらに東京都心部の優良ビルの運用利回りは国債金利よりも2%以上高いため、ビルの運用利回りが国債よりも低いロンドンやニューヨークの一等地の物件に比べ魅力的な運用成果が期待できるとして、海外投資マネーが流れ込んでいるからでもある。

従って都心の優良物件を保有しているREITは成長余力で不動産株並みの評価をされ人気となっており、PBRは最大手の日本ビルファンドで2.70倍となっている。ちなみに最も低いプロスペクト・レジデンシャルは0.93倍である。都心のビルの成長が期待されているJ-REITであるが、但し賃料の引き上げとなると不透明なのが現実だ。東京都心部のオフィス空室率が3%を下回っている貸し手優位の状況にもかかわらず、昨年からの漸く値上げ要請が出来るようになったぐらいである。二年間の契約が基本の国内市場では賃料の伸びで営業収益を増加させるのは、賃料全体の数%に止まるとの見方もあり、大幅な上昇を期待している市場とズレもあるようだ。

その反面、割安なREITは外資による買取りリスクに晒されている。年初、米系プロスペクト・アセット・マネジメントによる一部銘柄の大量取得が明らかになったが、同社に大量取得されたエルシービー投資法人は米GEグループと資本提携に踏み切った。また行政処分を受けたDAオフィス投資法人をプロスペクトが2月下旬の大幅下落時に大量取得すれば、投信大手のフィデリティは3月下旬に同銘柄の大量取得を明らかにするなど、割安銘柄に対する大量取得は続いている。ここ半年間のJ-REIT相場は大口投資家の動向によって作られたものとも云え、4月以降の行方が注目される。

(証券アナリスト：薬王寺剛士)

底打ちの見えてきた日経平均

2月末の世界同時株安から一か月が経過、既に中国上海市場では最高値を更新しており、ドイツなど欧州市場も高値圏近辺へ回復するなど立ち直りを見せる中、日本と米国の株式市場は頭の重い展開が続いていた。日経平均は、3月に16,500-16,600円近辺で二番底をつけた格好になっており反発も期待されたが、期末を控えて投資家の動きは鈍く、海外勢も3週連続で売り越しとなるなど、なかなか上昇基調に乗れない状態が続いていたが、新年度に入り、海外市況の好転や円安地合にも支えられて、漸く底打ちの気配も見え始めてきた。

日経平均は3月下旬に一時17,500円を回復する場面もあったが、権利落ちや米国市場の下落、為替市場での円高基調などの要因が重なって再び17,000円近辺を窺う軟調な地合となった。GEによる三洋クレ買収が刺激材料となり、また配当狙いの流れもあってノンバンク株が上昇、地震関連や業績上方修正などの個別材料株物色と言った動きもあったが、一方で電力株や不動産株は売りが優勢で、トヨタ、キヤノンなど国際優良株の一角が下落、新日鉄も利食いに押されるなど、膠着感を強める格好となった。外資系による値がさ半導体関連株格下げも下落要因となった模様だ。こうした中で、物色対象は新興市場での中小型株に移っていった。

日経平均の下値不安は小さいものの、米国市場の不透明感や原油価格の上昇基調など、外部環境の悪さを懸念する声も相場軟調の材料となった。特に米国では1-3月期の企業収益の低下傾向が顕著となっており、サブプライム問題とも絡んで、景気後退への懸念要因となっている。米国は利下げ余地が大きいことから株価へのクッション材料として期待する声もあるが、イランによる英軍兵士拘束といった中東問題緊迫化による原油価格上昇が、インフレ懸念を強める可能性も無視できない。

国内要因としては、日銀短観で大企業DIがプラス23と4四半期ぶりに悪化したもののほぼコンセンサス通りで市場反応は限定的、むしろ07年度の設備投資計画がコンセンサスを上回ったことで幅広く買いが入る場面もあったが、持続力に欠けて見切り売りを誘う場面もあった。そうした軟調ムードを一掃したのは、やはり円安と海外市場であった。但し、外部要因に救われた現在の市場センチメントの中で、17,500円を回復した日経平均がこのまま上昇気流に乗れるかどうかを不安視する向きもまだ少なくないようだ。

(TFJ BMA 編集部)

商品市場に懸念を示す英 FSA

金融当局が設定する検査対象の重点項目はその時代を反映する。派生商品市場が拡大すれば仕組み債が注目され、ファンドが隆盛となれば Hedge Fund への検査が重くなる。不動産市場が過熱すれば不動産担保融資に当局の目が光る。今般日銀は、不動産とともに M&A に関する融資を審査の重点的対象に置くと発表している。一方で英国 FSA は、拡大する商品市場への警戒感を強めて調査や検査を強化する方針を打ち出している。

商品市場自体の動向としては、2005 年の大幅な上昇トレンドに比べれば現在はやや沈静化しているとも言えるが、原油の 63 ドル台乗せや金の 660 ドル台回復などに見られるように、ジリジリと値を上げている昨今の相場付きの方がかえって不気味な雰囲気を漂わせている。イラン核問題の長期化予想がこれを助長する。徐々に商品市場への Exposure を高める機関投資家の中には、今後に備えて商品業界から人材引抜を開始しているところもある。

英金融当局 FSA は商品市場への新規参入や取引量の増大が市場リスク要因として浮上しているとの認識から、取引所や銀行そして機関投資家を含めた市場参加者を対象に商品市場に関する調査・検査を強化すると発表している。金融取引に慣れているからといって、商品市場での取引が簡単に出来る訳でもない。金融と商品との急接近は双方の市場を刺激しているが、同時にリスクも増大しているというのが FSA の見方である。

FSA は、商品取引所における管理体制が急増している取引量に対して不十分である可能性を指摘するとともに、銀行や機関投資家が商品市場への対応として採用している人材の質のレベルに対しても疑問を呈している。金融機関が期待しているような商品市場知識や取引経験の水準を満たす人材は限られており、実務的に拡大する市場取引とそこに配置する人材能力との間でミスマッチが起きているのが現実である。

FSA は何らかの市場変動に柔軟に対応できないリスクが高まっていると考えているようだ。また一方で、Hedge Fund などの新規参入が増加している為に商品市場に従来にはなかったような取引手法が導入され、取引所や既存業者が混乱する可能性もあると警告している。金融と商品は似て非なるもの、とも言えるがこればかりはやってみないと解らない。だがその境界壁があまりに高い日本では、やってみることさえ難しい。

フラジャイルなインド株市場

中国に次ぐ経済成長国として、欧米や日本の個人投資家からの熱狂的な投資を誘ったインド株式市場が冴えない展開となっている。2004 年の秋以降、ほぼ一本調子で上昇を続けてきた Sensex 指数も本年 2 月以降は低迷、中国市場が一気に急落を埋め合わせる回復を見せているのに対し、インド市場はむしろ下げ幅を拡大し始めている。今週のインド中銀による予想外の利上げも、これに拍車をかけた格好だ。

今週初、インド中銀は政策金利である短期金利を 0.25% 引き上げて 7.75% とすることを発表、意外感に包まれた株式市場はこれを嫌気して、Sensex 指数は 4.72% に相当する 617 ポイントの大幅下げを記録した。中銀の利上げは 2006 年の 1 月以来 6 回目であり、この 16 か月の間で 1.50% の引き締めとなった。中銀は同時に預金準備率も 6.50% へ引き上げており、こちらは昨年 12 月以降で同じく 1.50% の引き上げである。

既報の通り、インドの物価指数上昇は警戒水準に達している。同国の卸売物価指数は既に中銀の目標範囲である 5.0-5.5% を超えたレベルでの推移が続いており、直近では 6.46% にまで上昇、そのトレンドが変化する気配はない。政府は 8% 台の経済成長達成を必須の目標としているが、インフレ率上昇による国民生活の圧迫感 2 年後に控える総選挙に大きな影響を与えるために、現在の物価動向を放置する訳にもいかず、利上げは痛し痒しの状況だ。

中銀が引き締めを急ぐ背景には、年率 30% を超え銀行貸出の急増という事情もある。同国 GDP 対比で 2003 年には 34% 程度であった銀行ローンの比率は現在 50% にまで急上昇している、と FT 紙は報じている。こうした信用増が、法人だけでなく個人の購買意欲を高めて成長率を押し上げてきたのは事実であり、中銀の引き締め継続への思惑がこうした需要を冷却させる可能性は高い。インド株への逆風は続きそうだ。

一方でインド政府専門委員会は、ルピーの変動相場制移行を検討するなど中国を意識したかのような金融改革への方針を打ち出し、Mumbai を国際資本市場に育成する方向性を示している。インド経済をグローバル経済体制に組み込んでその成長を加速させたいところだが、そこには高インフレ、貧困、経常赤字といった国内構造問題の壁が聳え立つ。インド株の一服は、こうした事情を再認識した動きに他ならないとも読めそうだ。

中南米に新「国際銀行」構想

ラテン・アメリカは日本から遥か遠くの地域だが、1959年に設立後中南米の経済発展の為に半世紀にわたって開発金融を担ってきた IADB (米州開発銀行) には、日本も出資している。そこにベネズエラを中心として新たな金融機関設立の動きが見え始めている。米国を軸とした国際金融路線に対抗してラテン民族自身による「同民族の為に地域金融」を行うという発想が、同地域で徐々に支持を集めている。

反米を謳い上げるベネズエラの Chavez 大統領にとって、金融もまた大きな課題である。当初、同大統領が主張していた中南米専門銀行としての“Bank of South”構想は非現実的としてあまり注目を浴びなかったが、アルゼンチンなどが支持を表明しボリビアやエクアドルなども賛同するなど、次第にその共鳴音は高まっている。FT 紙は、あまり乗り気できなかったブラジルが徐々にこの構想に関心を抱き始めているようだとも報じている。

ベネズエラの Cabeza 蔵相は、早ければ来年早々にも新銀行による融資開始が見込めると発言している。財政状態が好転しつつある同国とアルゼンチンの出資によって、新銀行は約 70 億ドル程度の資本調達が可能だろうと FT 紙は述べている。因みに IADB の払込資本金は 40 億ドルで、もう一つの国際機関である CAF (アンデス開発公社) は 37 億ドルであるから、この両者合計に匹敵する規模の金融機関になる。

IADB はこうした構想に対して、表面上は中南米の経済発展の為に新たな融資機関が誕生することを歓迎する姿勢を見せているが、内心は穏やかではない。IMF が抱える構造問題と同じで希少になりつつある融資機会を失えば、その存在意義が薄れる。さらに米国の意向から外れた融資が増加することにより、中南米諸国に対する米国の影響力が急低下することは明らかだ。勿論、Chaves 大統領の狙いもそこにある。

この新銀行構想の行方を握る鍵は、間違いなくブラジルである。同国の Bernardo 計画相は中南米金融における最大の優先順位は CAF の機能強化であると述べており、Bank of South 構想に全面的な賛成をしている訳ではないが、それでも油田開発や天然ガスパイプラインの共同事業でベネズエラとの経済関係を密接化する中で、金融でも手を結ぶ可能性は低くない。米国主導の金融システムは、「裏庭」でも徐々に揺さぶられている。

(世界潮流アップデート第 186 号抜粋)

出番を待つディストレス・ファンド

大型買収を進める PE Fund や、Activist として企業を揺さぶる Hedge Fund の活動が目立つ中、バブル崩壊時に世界中で暗躍した Distress Fund の存在感が薄れて久しい。リターンはそれなりに確保しているものの、Credit Cycle が順回転している場面では Distress の出番は乏しい。だが Sub Prime 問題や米国景気低迷への思惑などから、再び Distress Fund が脚光を浴びる可能性も強まっている。

どんな金融環境になっても、利益を出そうとするのが欧米投資銀行の経営の強みだ。Fund ビジネスに傾斜する Goldman Sachs は、Special Situation Group において Distress 分野の強化に乗り出した。また Barclays は Distress 投資専門の Oaktree Capital を取り込み、来るべき「Distress の時代」に備えようとしている。市場には、次の Distress への投資機会は前回よりも桁外れの市場規模になる可能性があるとする声もある。

そんな「期待」が Sub Prime 問題を契機として生まれたことは言を待たぬ。ここ数年、航空会社や自動車部品を除けばそれほど収益性の高い破綻案件はなく、せいぜい Junk 債や LBO Loan への投資で誤魔化してきたのが Distress Fund の実状だが、英 Economist 誌は、逆にその破綻案件の乏しさが次回 Business Cycle の転機において反動的に Distress 件数を急増させる可能性を示していると言及する。

社債発行に占める Junk 債の昨今のシェア急増は、そうした予感を仄めかすものである。但し「次の Distress 時代」は前回と二つの点で大きく異なるだろうと同誌は述べている。一つは、欧米主要企業への貸し手の主役が銀行ではなく Hedge Fund になったことだ。Fund の行動原理は銀行とは異なる。彼等の判断は銀行より迅速だが、その優先度は企業再建ではなくリターン確保にある。それが Distress Fund の意向とかが合わない可能性もあるだろう。

もう一つの特徴は Second Lien という有担保形式での借入れの増加である。これは通常のローンよりも弁済順位が下であるが、その債権者の権利に関する法的記述が曖昧で、破綻が生じた時に混乱が起きるのは必須と見る向きが多いという。だが混乱はむしろ Distress Fund にとっては絶好の機会になるかもしれない、と同誌は述べている。金融市場は FRB の金利引き下げに焦点を当てるが、Credit ではむしろ Premium 上昇が鍵である。Distress Fund の再登場は近そうだ。

(世界潮流アップデート第 187 号抜粋)

市場情報

ヘッジファンド・トピックス

(TFJ BMA 編集部)

Market Watchに拠れば、Merrill LynchはHedge Fund 業界で一般的に利用されている為替取引戦略を Replicate した個人向け運用商品を開発中だという。ML FX Clone と呼ばれるこの商品は、投資家への新たな Asset Class となると同時に、現在学界で注目されている HF Replication の一つの実証にもなり得ると社は述べている。

Blackstone は今回の IPO の幹事に Morgan Stanley と Citigroup を起用、下馬評の高かった Goldman Sachs を幹事団から外している。NY Times 紙は、同業者としての Goldman の台頭を警戒しての決断だろうと報じている。

Pertrac Financial Solutions の分析に拠れば、過去 10 年間のサンプル調査で設立後 2 年未満の Hedge Fund の平均リターンは 17.5%、4 年以上では 11.84% に低下していることが判明した。更に小規模であるほどリターンも変動率も高いという結果も示されたが、これは逆に大規模化すれば安定運営の為にリスクテイクを抑えがちとなる傾向を示していると社は述べている。

Blackstone が上場之际して SEC に提出した資料に拠れば、同社の過去 3 年間の借入れは約 800 億ドルに上った模様だ。Financial News 誌は、この金額は 2002 年の Deutsche telecom の巨額借入れや 2007 年の英国政府の借入れ計画にほぼ等しい水準だと報じている。

PE Fund の新規ファンド設定競争が続いている。3 月に Blackstone が 181 億ドルの新ファンドを設定し過去最高額の調達規模と報じられたが、FT 紙に拠れば、Goldman Sachs はこれを上回る 200 億ドル程度の新ファンドを設定することを明らかにした。

ABN AMRO へ事業売却などによる価値向上を求めている株主の TCI は、同行が Barclays との統合交渉を exclusive に始めたことに対し、他の選択肢との比較をオープンに行うべきだと反論している。Reuters に拠れば、TCI はこのまま独占的に経営統合の交渉が進むなら法的手段に訴える、とも「威嚇」しているようだ。

“Hedge Fund Asset Flows & Trends Report 2006-2007” の推定に拠れば、2006 年末の HF の運用資産残高は前年比 24% 増の 1.89 兆ドルとなった。四半期ベースでは昨年第 4 四半期の伸びは 2005 年第 1 四半期以来の高い伸びとなった模様。特に Fund of HF の規模が 9,530 億ドルと前年比 22% 増と拡大しているのが特徴だ。また地域別では欧州が前年比 46% 増と顕著な伸びを示しており、商品別では株式型が 30% 増、新興国型が 41% 増、エネルギー

型が 52% 増となっている。

HFR の調査に拠れば、2006 年の HF の新規設定は 1,518 件で解散は 717 件となり、2005 年の 2,073 件、848 件をそれぞれ下回った模様だ。消滅率 (Attrition Rate) も 8.28% と昨年の 11.4% より低下しているものの、1995 年の調査以来過去 2 番目の高さとなっており、HF 業界の動きにやや鈍化傾向が見えると指摘している。

Hedge Fund にもコスト増の波が押し寄せている。Merrill Lynch で HF 部門のヘッドを務める Dunleavy 氏は、Legal Cost と Compliance Cost の急増で、現在 75 百万ドル程度と見られる HF のスタート最低金額が、3 年後には 2 億ドル程度に上昇するだろうと述べている。

FT 紙に拠れば、現在米国市場のジャンク格付けローンの約 75% が Hedge Fund などの Non-Bank によって貸出されていることが判明したという。S&P の統計では 10 年前にはそのシェアは約 30% であり、猛烈なスピードで銀行に代わって Fund などによる貸出が増えていることがわかる。

フランス大統領候補の Sarkozy 氏は、欧州市場での取引を拡大させている Fund の行動は「投機的資本主義」であり彼等は何も富を創造していないと強く批判、「富を創造する資本主義を歓迎する」と述べて、欧州金融市場を改革する意欲を示している。

東京スター銀行の 68% を保有する Loan Star が、その少なくとも半分を売却する方針で、まず一次入札を行ったようだ Reuters が報じている。同社は 2001 年に約 400 億円で買収後、2005 年 10 月に上場によって 32% を売却し 900 億円を回収している。譲渡先には幾つかの PE Fund が名を連ねているようだ。

Hedge Fund に投資する米機関投資家の多くは、彼等の運用評価やリスク管理に対して不満を抱いているようだ。先月 State Street が行った調査に拠れば、64% の回答者が HF による評価は不正確だと見ており、そのうち約半数の 47% が第三者による客観評価が行われていない、とその評価方法を疑問視している。

Greenwich Alternative Investments の 4 月調査に拠れば、Hedge Fund Managers の 69% が米国株に弱気を示し、54% が米ドルの低下を予想、米 10 年債については強弱感が拮抗という、3 月とほぼ同じ結果になった模様だ。

記者の眼

最近のクレジット市場周辺トピックス

田中 雅史 (フィスコ 記者)

EUREX の CDS

CDS インデックスの先物が3月27日、Eurex で取引開始となった。これまでのクレジットデリバティブ市場は店頭取引がもっぱらで、市場参加者が限られていた。Eurex を通じた売買が可能になることで、プレーヤーの裾野拡大が期待されている。

Eurex でこのたびローンチとなったのは3つのインデックス (the iTraxx Europe、同 HiVol および同 Crossover の5年物)、ワンショットの最低想定元本は相対取引の10mil ユーロに対し、CDS インデックスの先物は100000 ユーロとなっている。

クレジットデリバティブ市場の規模はここ数年で急拡大。市場の拡大はCDOを通じたクレジット関連商品、ストラクチャードプロダクトなどの幅広いクレジット市場の発展にもつながってきた。「CDSの足元の残高は約26兆ドルに及ぶ」(3月22日付FT紙)。

こうしたトレンドを受け、CME や CBOE などでもクレジットデリバティブ商品のローンチを予定。CME は先々週、「32銘柄(コーポレート)を参照としたCDSインデックスの取引を今年5月に始める」と発表し、CBOE は複数のシングル・ネームを対象にした「credit default options」を今年4-6月の間に取引開始することを明らかにしている。

その一方で、今次上場商品の商いが活性化の可能性は低いのでは--との見方も少なくない。「exchange-traded product」の開発に尽力してきた投資銀行はSG CIB などごく一部に限られ、投資銀行のほとんどは店頭取引だけで相当儲けてきたためだ。

また、大多数の投資銀行は足元、「顧客の意向を見守る」との構えを示しており、「exchange-traded」にはさほど積極的ではないように見受けられる。この点はEurexも認識しており、Eurexの幹部筋は「CDSインデックス先物に対する長期的な需要は強い」としながらも、「取引が活性化するにはある程度の時間を要するかもしれない」と公言している。

新 BIS の Q&A

金融庁は3月23日、新BISに関する追加Q&Aを公表した。これは先のパブコメを受けて、第1の柱、第3の柱、監督指針などに修正を加えたもので、基本的には今年3月31日から施行される。Q&Aについては実務の状況を踏まえつつ今後も追加・修正される運びだ。

標準的手法採用行がリスクウェイトを算出する際には、基本的に非依頼格付を活用した自己資本比率の計算はできず、無格付扱いとなる。とはいえ、中央政府に付与された格付、証券化エクスポージャー、ファンドをルックスルー方式によってリスク・アセットを算出する場合には非依頼格付であっても自己資本比率の算出に使用できる。

依頼格付は、自己資本比率の算出時点で発行体からの依頼が継続していることが必要。しかし、適格格付け会社が個別格付を付与することについて、発行体からの包括的な依頼を受けていることが特定できる場合や、非依頼格付でないことが明らかになっている場合には、必ずしも個別格付ごとに依頼の有無を確認する必要はない。また、個別格付の依頼の有無が確認できない場合においても、当該発行体の他の債務に対する個別格付や債務者信用力格付が依頼に基づいて付与されていることが特定できるケースにおいては、それらの格付を使って自己資本比率を算出することが可能だ。

具体的な確認方法は各金融機関の任意の方法に委ねられ、具体的には「適格格付け会社の公表情報等に基づく確認」「適格格付け会社への照会」「発行体への照会」「市場情報提供会社等の活用」が挙げられている。また、適格格付け会社の格付と信用リスク区分との対応関係も一部改正。従来は一部の信用リスク区分で対応が異なっていたが、適格格付け会社の格付と信用リスク区分との対応関係はすべて同じとなった。

一方、住公(現:住宅金融支援機構)が発行するMBSは、「優先劣後構造」を有すると解することができるため、証券化エクスポージャーの取扱いが適用されることになった。また、受益権行使事由発生前は投資家への支払

いを発行体である住公が行うことから、受益権行使事由発生前は住公向けのエクスポージャー（標準的手法の場合は日本の政府関係機関向けエクスポージャーとしてリスクウェイト 10%）として取扱うこともできる。

他方、米国政府関連の MBS は投資家への支払い順序に「優先劣後構造」が見られないため、証券化エクスポージャーとして取り扱うものではない。このため、ジニーメイが裏付けとなるモーゲージ・プールから投資家への支払いを保証するパススルー証券は米国政府向けのエクスポージャーとして取り扱うことになった。ファニーメイあるいはフレディーマックが住宅ローン債権プールを裏付資産として発行/保証するパススルー証券およびこれらの GSE が発行・保証する CMO や REMIC などのペイスルー証券は、標準的手法では外国の中央政府等以外の公共部門向けエクスポージャーとして、内部格付手法では金融機関等向けエクスポージャーとして夫々取り扱う。

また、自己資本比率の算出（第 1 の柱）において抵当権付住宅ローンの規定を適用する際には、「抵当権により完全に保全されていること」という要件を満たす必要がある。だが実務上の負担を勘案して、今年 3 月 31 日において保有するエクスポージャーについては、住宅ローン実行時において抵当権で完全保全されていれば、抵当権付住宅ローンとして取り扱うこととされた。今回の Q&A によれば、同日以降に新規に保有するエクスポージャーの取扱いについて、「抵当権により完全に保全されていること」を確認する際の物件評価の方法/頻度/範囲は、各金融機関で合理的かつ実現可能な方法により対応するとされているが、確認範囲はすべての物件を対象とする必要はなく、実行時の頭金の比率や地価下落の状況などに応じて対象を絞ることも可能だ。

なお、開示におけるファンドの取扱い（第 3 の柱）については、信用リスク・アセットのみなし計算が適用されるエクスポージャーの額を開示しなければならない。しかも、当該ファンドがポートフォリオに占める割合等に照らして重要性が高いと判断される場合には、信用リスク・アセットの算出方式別の詳細な開示を行うことが期待される。銀行勘定の金利リスクの開示については第 2 の柱と性格が異なるものの、各行レベルでは金利リスクの管理手法に関して適切な開示に努めることが求められよう。

三洋電機あれこれ

三洋電機は 3 月 28 日、井植敏雅社長が退任し、後任に佐野精一郎執行役員が昇格する人事を発表した。井植社長は「経営再建中の三洋電機に不可欠な金融機関や投資家の信任を得られなかった」と指摘。辞任を決断したのは、同社の大株主のゴールドマン・サックス G などと経営方針を巡る意見対立が理由だったことを明らかにした。また、井植社長の退任によって 1947 年の創業以来 60 年間続いた同族経営に終止符が打たれ、今後は大株主の金融機関主導で不採算事業売却などの構造改革が加速することになる。

三洋は 05/3 期に大赤字を出して以降、リストラ策の達成に向けて邁進したほか、野中・井植体制の下で 05 年 9 月に発表された「Sanyo Evolution Project」もそれなりの成果を上げてきた。人員削減については 06 年 1 月時点で 10500 名の削減を達成し、06 年 11 月にはさらに 2200 名の追加削減も発表している。財務リストラおよび強化面では、05 年 12 月 21 日に第三者割当による優先株式の発行を決議。大和証券 SMBC、ゴールドマン・サックス、三井住友銀行による 3000 億円の出資を受けて自己資本比率が改善し、有利子負債も減少した。有利子負債削減の最大の功労者は三洋電機クレジット株の売却とはいえ、それ以外でも有利子負債は削減されており、D/E レシオはおおむね安定的に推移した。

その一方で、事業のテコ入れと収益性の強化には踏み込めなかった。05 年 11 月に発表した骨子でかけた事業の再編と再構築は実際に行われ、決算におけるセグメント分類もそれに応じた格好で変化したものの、旧事業の 8 割を新組織に組み替えただけの再構築だったことから、利益構造が変化したと言い切れるセグメントはいまだに見当たらない。オハコの電池事業ですら、「レノボ社がノート型 PC に搭載した三洋電機製リチウムイオン電池パック約 20 万個をリコールする」(一部報道)という有り様だ。

つまり、足元では注力していくコア 3 事業での収益力に弾みが見つからないなかでセグメント別に収益上頼りとなる事業が育っていないといえる。実際、コンポーネント事業は収益貢献しているものの、元来強かったバッテリーと 06 年 7 月に分社化して以降業績回復が著しい半導体が収益貢献した効果が顕在化したに過ぎないほか、主力の電池も発火事故など

が生じており、今後の利益動向が心もとない状況にある。さらに、携帯電話とデジカメなども今一振るわず、コンシューマ部門の回復にメドが立たないため、07/3期の連結損益は500億円の赤字(当初予想は黒字)に下方修正した。リストラ後の利益はV字回復が望まれるのに対してそこまでの回復は果たせず、FCFも僅かにプラス程度だ。

他方、経営面については当初から、理想論に偏りがちな野中ともよ氏の手腕に疑問の声もあった。その際の辞任ならいざ知らず、リストラ後成果が出ない三洋に対する疑念が高まる中の辞任は、三洋電機のクレジットに対してさほどプラスの効果をもたらすことはないだろう。井植創業者ファミリーが経営から完全に撤退することは象徴的な意味を持つが、現在のところ、プラス材料はそれだけ。JPモルガン証券の中空麻奈クレジット調査部長は、「どちらかといえば評判の悪かった経営陣刷新のニュースは、クレジットへの影響はニュートラル。決してネガティブではないが、ポジティブに評価する程ではないというところ。格付けにも影響は与えない」との見方を示す。

今後のポイントは、「次の経営者が誰なのか」、「メインバンクからの圧力を受けて更に抜本的なリストラ策を要求されることになるが、それを実行できる手腕があるのか」、「メインバンクとの良好な関係を構築できるか」--という点に集約されるが、不採算事業からの撤退が実現するか否かも見逃せない。三洋電機クレジット株の売却資金を元手にリストラを進めている点はポジティブだが、今後のリストラ原資については懸念がつきまとう。「いずれにしても、次のストラテジーを描き、それをマーケットに明らかにするまでは新経営陣への評価は定まらないだろう」(中空アナリスト)。

2月23日。三洋は子会社に対する不透明な損失処理が一部全国紙で取り上げられた。これに対して三洋は、「平成13年3月期から同16年3月期の間の関係会社株式評価を見直し、金融商品にかかる会計基準に則って減損処理を修正する」と発表した。07/3期の決算動向、セグメント動向とともに、07/3期の下方修正額の大きさが注目される。

資金循環速報から

「資金循環勘定(速報)06年10-12月期」では、企業の資金調達の増加基調維持が明ら

かになった。公的部門の資金不足は縮小傾向にあり、家計では貯蓄から投資への動きが依然続いている。国債市場では海外投資家および家計の保有比率が上昇した。

部門別資金過不足をみると、家計の資金余剰が増加する一方で民間非金融法人企業の資金余剰は縮小傾向にあることがうかがえる。公的部門はプライマリーバランスの改善を受けて不足幅が縮小。海外への資金流出は緩やかながらも着実に進展している。

家計の保有する金融資産残高は06年12月末で1541兆円と前期比27.4兆円の増加。家計の金融資産に占める預金の比率は50.5%と前期比0.2%となった。預金が減るなかで保険年金や投資信託、国債等が増加。貯蓄から投資への動きが鮮明化した格好だ。

民間非金融法人企業の資金調達額は、06年10-12月期で23.8兆円の増加。借入金が増加。CP調達が0.8兆円増、外債発行が0.5兆円増、株式調達が1.1兆円増、企業間・貿易信用が10.4兆円増となった。企業の資金調達は緩やかな増加基調にあり、堅調な株価をバックにデットからエクイティ関連調達にシフトしつつあるといえよう。

一方、日本郵政公社の第2期中計がすでに公表されているが、今回の計画は民営化前の半年間のもの。ここでは、郵便貯金資金の資産構成が変更されており、現状の資産構成以上に大きくリスク性資産を増やさないというスタンスが見受けられる。また、国内債券については、郵便貯金、簡易生命保険とともに資金流出を見込んでいるが、財投債引受額が減少することなどから、市場における国内債券運用額は来年度には増加すると見込まれる。もっとも、財政融資資金預託金の償還が終了した後の中期的な国内債券運用については、資金の流出入の状況いかにある点には留意が必要だろう。

他方、米国、ユーロ圏のデット市場は1990年から06年までの間に夫々、5.1倍、3.9倍の規模に成長したが、日本の市場は1.4倍の拡大にとどまっており、運用機会に大きな較差がある。各国の成長率格差を反映した面もあるが、これだけの格差がある現段階としては、クレジット投資を行うには海外の市場を対象に含めざるをえないだろう。

過去10年の各国伸び率を前提とすれば、今後も世界全体の債券市場は毎年9%程度の拡

大が見込まれる。これを前提とすれば、2010年には債券市場は約98.7兆ドルの規模となる可能性がある。日本の債券市場は民間セクターの拡大が期待されるものの、財政健全化に向けた公的セクターの縮小を勘案すればその伸びも限られるといえよう。

Moody'sの発表

Moody'sは3月30日付プレスリリース等において、銀行に対する複合デフォルト分析手法の修正手法(新JDA)の適用に関する発表を行った。

主なポイントとしては、1、新JDAでは旧JDAよりも政府サポート可能性の想定を弱めるため、格上げ幅は旧JDA適用時よりも全体として緩やかになる、2、新JDAはこれまでに旧JDAが適用された210の銀行に対しても適用されるが、そのうち欧州の銀行を中心に40-50の銀行が4月3日に格下げ方向で見直しとなり、4月10日に最終的な見直し結果が発表される予定、3、旧JDAが適用されていない銀行に対する新JDAの適用は4月13日から開始され、5月11日までに完了する予定。日本の銀行に対する格付けアクションは5月4日に実施と発表、などが挙げられる。

旧JDAにおいては、銀行に対する政府サポートの強さをS1(確実)-S8(可能性がない)の8段階に分類していたが、新JDAではこれを「政府所有」-「可能性がない」の6段階に。また、格付け委員会での定性的な判断を反映しやすいよう、レンジでの表示に改めた。ドイツ証券クレジットリサーチでは、新JDAの下で日本のメガバンクの政府サポート可能性は「非常に高い」(95-70%)に分類され、かつ当該レンジの中でも高い方に位置づけられる可能性が高いと指摘。この場合、新たな預金格付け/シニア無担保債務格付けは、「BFSRに変更がない場合はAa3(1ノッチ上げ)-A1(据え置き)、BFSRがD+からC-になった場合はAa2(2ノッチ上げ)-Aa3(1ノッチ上げ)になると見込んでいる」(ドイツ証券 株式調査部の清水純一クレジットアナリスト)。

Moody'sによると、劣後債務の格付けは原則、シニア無担保債務の1ノッチ下。また、Tier1証券については原則、シニア無担保債務の2ノッチ下となるが、日本の銀行のようにBFSRの低い銀行については格付け委員会の判断により、さらに1-2ノッチ下げることもあるとされている。このためBFSRの格上げ

がない限り、日本のメガバンクのTier1証券の格付けは預金/シニア無担保債務格付け程には格上げされない公算が大きい。

Moody'sは今回のJDA修正にあたり、「定性的な判断を重視し、より銀行固有の信用力を反映した格付けを出すことにした」との見解を述べている。定性的な判断を重視する点については格付け会社本来の姿といえるものの、「より銀行固有の信用力を反映した格付けを出す」という説明は、同社の格付けが格付け対象債務の期待損失率に基づいて付与されるものであることと矛盾する。JDAの導入にあたっては、銀行格付け手法を統一することで格付けと期待損失率との整合性が高まる効果が期待されていたが、今回のJDA修正によって格付けの意味合いがより分かりづらくなってしまった。

S&Pは3月19日、日本のメガバンク(A)を格上げ方向でクレジット・ウォッチに指定。3月29日にはR&Iが三井住友銀行を格上げ(A+)するとともに、みずほコーポレート銀行/みずほ銀行(A+)および三菱東京UFJ銀行(A+)の格付けの方向性を「安定的」から「ポジティブ」に変更した。これらの格付けアクションは邦銀の財務改善傾向や市場における見方を後追いしたクライもあり、市場の反応は冷ややかだ。

Moody'sがJDA導入で躓いた矢先に他の格付け会社が格付け見直しを発表したことに関しては、格付け会社同士の対抗心が見え隠れすると言えなくもないと清水アナリスト述べる。中立的な存在の格付け会社同士で、同業他社の動向見合いで格付けアクションを講じ続けるようだと、格付けの価値は今後一段と下がるかもしれない。

クレジット市場
商品

クレジット・デリバティブ関連トピックス #2

糸田 真吾 (金融機関勤務)

第二回「ノベーションとコンファメーション・バックログの問題」

第二回の今回は、やや古いテーマではあるが、クレジット・デリバティブ取引のノベーションおよびこれに関連するコンファメーションのバックログの問題を取り上げる。金融を専門とする新聞を中心に、問題点が(時には大きな誤解を含みながら)ハイライトされることが非常に多かったわりに、その解決に向けた市場参加者の取組みが報道されることが少なかったテーマである¹。

ノベーションとは

ノベーション(Novation)はアサインメント(assignment)とも呼ばれ、既存の取引における自己の権利義務関係を、ノベーション手数料(Novated Amount)と呼ばれる現在価値の調整額を受払うことによって、第三者に譲渡する取引のことである。2003年版ISDAクレジット・デリバティブ定義集にはノベーションに関連する用語の定義やコンファメーションの雛型が付され、日本語で「当事者交替」と訳されている²。ノベーションは日本市場では決して数は多くないが、対ヘッジファンド取引が多い欧米市場では盛んに行なわれており、多くの参加者が既存の取引を第三者に譲渡してポジションを解消している。

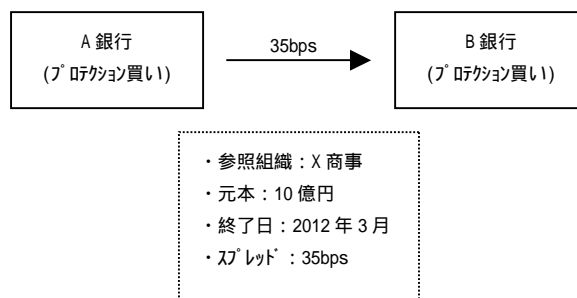
図1はノベーションの一連の流れを例示したものである。当初取引でA銀行(Remaining Party: 残留当事者)を相手にプロテクションを売っていたB銀行(Transferor: 譲渡人)は、この取引を手仕舞うことを検討、C銀行(Transferee: 譲受人)に当該取引の譲渡(ノベーション)を受けないか打診する。C銀行は、この取引と同条件の取引をプロテクションの売り手の立場で新たに行なった場合に受け取るべきスプレッド(=ノベーション時の市場実勢スプレッド)を提示、3者の合意を前提に当該取引がB銀行からC銀行へ譲渡される³。取引の譲渡に伴い、合意した“ノベーション時の市場実勢スプレッド”と“当初のスプレッド”の差の現在価値が、ノベーション手数料としてB銀行とC銀行の間でやり取りされる。

図1の例のように、当初のスプレッドが35bpsであった場合、ノベーション時に市場実勢スプレッドが25bpsにタイトニングしていれば、C銀行は市場実勢より高い35bpsを受け取る取引に入ることから、35bpsと25bpsの差の残存期間分の現在価値をノベーション手数料としてB銀行に支払う。逆に、ノベーション時に市場実勢スプレッドが45bpsにワイドニングしていれば、C銀行は市場実勢より低い35bpsを受け取る取引に入ることから、35bpsと45bpsの差の残存期間分の現在価値をノベーション手数料としてB銀行から受け取る⁴。

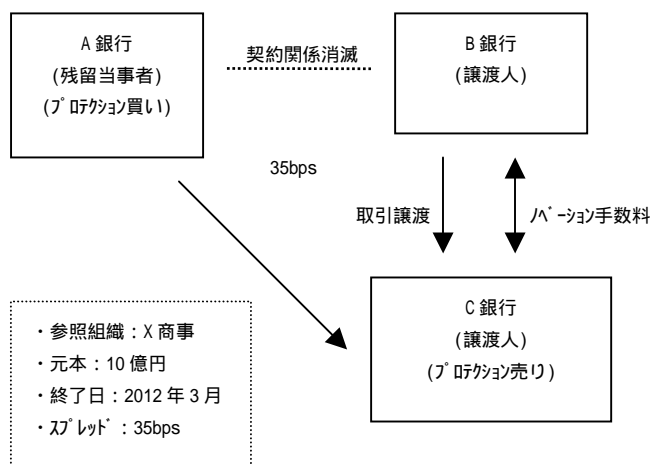
この結果、各当事者にとっての経済効果を考えてみると、A銀行にとっては取引相手がB銀行からC銀行に代わることで、B銀行にとってはノベーション手数料を受払うことで契約から離脱すること、C銀行にとってはノベーション手数料を受払うことでA銀行と取引を開始すること、をそれぞれ意味する。

図1 ノベーションの流れ

<当初取引>



<ノベーション>



ノベーションの利便性

ノベーションの他に、クレジット・デフォルト・スワップ（以下、CDS）のポジションを手仕舞う方法としては、「反対取引」による方法と「早期解約(Early Termination)」による方法が一般的である。

ディーラー間のインターバンク市場取引においては、既存の取引と金額・参照組織・予定終了日などの主要条件を合わせて、元々プロテクションを買ってあれば売り、売ってあれば買い、という反対取引を新たに行なうことによってポジションを手仕舞うことが多い⁵。反対取引はその時点の市場実勢スプレッドで行なわれ、既存の取引と反対取引のスプレッドの差の現在価値の合計が、反対取引によって確定する既存取引の評価損益となる。

反対取引の場合、既存の取引相手に限らず、最も価格競争力のあるカウンターパーティーと取引を行なうことができるというメリットがある。一方、反対取引締結後も売りと買いの取引が両建てで存続するため、予定終了日（あるいはクレジットイベントの発生）まで2つの取引の管理⁶を継続する必要があり、また、その間のカウンターパーティー・リスクもそれぞれに残ることになる。

対顧客取引においては、早期解約手数料(Termination Fee)と呼ばれる現在価値の調整額を受け払いして取引を途中で終了させることによって、顧客のポジション解消の希望に応じることが多い。早期解約手数料は既存取引の現在価値であり、当事者にとってプラスの現在価値であれば受取り、マイナスであれば支払いとなる⁷。既存の取引は早期解約の合意が成立した日の翌日付け(Early Termination Effective Date)で終了するが、決済の準備を考慮して、直前の利払日から早期解約日までのプレミアム(経過利子)と早期解約手数料は、合意が成立した日の3営業日後に支払われるのが一般的である。

この方法による場合、既存の取引は完全に消滅するため、早期解約手数料の決済後は取引の管理を行なう必要がなくなり、また、カウンターパーティー・リスクからも完全に解放されるというメリットがある。一方で、早期解約は既存の取引相手との2者間での決め事になるために、既存の取引相手の価格競争力によっては、必ずしもベストの価格でポジ

ションが手仕舞えるとは限らない。

ノベーションは、反対取引と早期解約それぞれの特性をうまく応用したポジションの解消方法であると言える。反対取引と同様に、当初の取引相手に限らず最も価格競争力があるカウンターパーティーと取引を行なうことが可能であり、一方で、ノベーション実行後はカウンターパーティー・リスクや取引の管理を行なう必要性からも解放される。大手の金融機関のような事務処理のインフラを持たず、また、頻繁に売り買いを行ない、取引価格の競争力に対して特に敏感なヘッジファンドのようなプレーヤーにとって、ノベーションは非常に利便性が高いポジションの解消方法であると考えられる。

1 本稿の前半部分は、主として河合祐子 糸田真吾「クレジット・デリバティブのすべて」財経詳報社 2005年の内容をまとめたものである。

2 クレジット・デリバティブに限らず、金利・為替関連などのデリバティブ取引においてもノベーションは行なわれる。

3 この例のように、まず譲渡人が譲受人にノベーションを前提に価格の提示を求めるのが自然な流れと考えられるが、実務においては、譲渡人はあたかも新しく取引を行なうかのように譲受人に価格の提示を求めて、価格に折合いがついた段階で、この取引は自分との間の新しい取引として締結するのではなく、自分が別のカウンターパーティー(=残留当事者)と過去に行なった取引のノベーションとして締結するように譲受人にリクエストするケースも多い。

4 ノベーションはノベーションの合意が成立した日の翌日に効力が発生し、直前の利払日から効力発生日までのプレミアム(経過利子)とノベーション手数料は、ノベーションの合意が成立した日の3営業日後に支払われるのが一般的である。

5 もちろん、完全に一対一対応でポジションを手仕舞うのではなく、相場観やリスク許容度、価格の割安・割高、流動性などに応じて、一部金額だけに対応する反対取引を行ったり、残存4年半の売りポジションが存在するところに5年の買い取引を行なうこともある。

6 定期的な値洗い、リスク量や損益の計算、プレミアムの決済、取引の各種レポート、クレジットイベントが発生した場合の決済など、取引を管理する事務作業は多岐にわたる。

7 例えば、期間5年のプロテクションを30bpsで売却した取引を1年経過した段階で早期解約する場合、早期解約時の4年の市場スプレッドが20bpsに縮小していれば、差の10bpsの4年分の現在価値を受け取り、逆に市場スプレッドが50bpsに拡大していれば、差の20bpsの4年分の現在価値を支払うことになる。早期解約手数料の計算においては、ブルームバーグの「CDSW」という機能を用いることが多い。

コンファメーション処理の遅れ

こうした高い利便性がある一方で、ノベーション取引を記録するコンファメーションの調印が滞りがちになるという問題点が指摘されるようになった。

クレジット・デリバティブ市場が拡大する中で、参加者の事務処理能力の向上が市場の拡大に追いつかず、ノベーションに限らず、取引のコンファメーションを作成して調印する作業に遅れが目立つようになった⁸。CDSのコンファメーションの標準化が進んだ現在、コンファメーションの記載内容で意見の対立が生じることはごくまれである。また、マスター・コンファメーション⁹が締結されているカウンターパーティーとの取引においては、各取引のコンファメーションは1ページ程度の短い内容となり、作成すること自体にかかる時間は極めて短いものである。にもかかわらず、取引を行なってからコンファメーションの調印が完了するまで、業界の平均で20日以上の間コンファメーションが未調印のままバックログとして残るといった現実が、2002年には存在した(図2参照)¹⁰。

図2 バックログの期間の推移

	2002年	2003年	2004年	2005年
All respondents	21.1日	17.8日	13.3日	12.9日
Large firms	25.6日	25.0日	23.5日	16.2日
Medium firms	18.0日	14.8日	7.8日	12.7日
Small firms	16.9日	12.6日	5.3日	8.2日

(数字はクレジット・デリバティブ取引のコンファメーションが未調印である営業日数日の平均値。原典では調査を行なった年を表記しているが、図2表においては調査の対象となる年に修正を行なっている)

出典：ISDA 2006 Operations Benchmarking Survey

規制当局は、コンファメーションが未調印の状態では参照組織や取引当事者が破綻した場合に、当事者間で契約済みの取引についての認識に齟齬が生まれて、市場に大きな混乱が生じかねないとして懸念を表明、2005年9月にはニューヨーク連銀や英国のFSAを中心とする規制当局がクレジット・デリバティブの主要ディーラー14行を招集して、コンファメーションのバックログの問題解決に力を入れ

るように異例の要求を行なった¹¹。特にノベーションについては、バックログを増やす大きな要因であるとして、その商慣行の見直しが求められた。

ノベーションは3者間の契約であるため、通常の2者間の取引に比べて当事者の数が多い分、そもそもコンファメーションの調印作業に時間がかかる傾向がある。また、主にヘッジファンドを譲渡人とする取引において、過去に行なったどの取引についてノベーションを行なうのかを譲渡人が明示しない、さらには、そもそも残留当事者の事前の合意なしにノベーションを行なう、といった望ましくない市場慣行が一部で見られ、コンファメーションの調印実務をより煩雑なものとしていた¹²。

⁸ より正確には、市場の規模が現在よりずっと小さかった頃にも、コンファメーションの調印が遅れるという問題は存在していた。当時はコンファメーションの標準化が過渡期であったため、取引が終了した後も契約書の内容をめぐって当事者間で議論が行なわれることが珍しくなかったのである。

⁹ マスター・コンファメーションとは、個別取引に共通する決めごとをあらかじめ括りだして合意しておく契約書であり、契約当事者の任意で取り交わされる。

¹⁰ バックログが世界的に問題になっている中で、日系の市場参加者は例外的に“優等生”的な存在であった。そもそもCDSの取引量やヘッジファンドが絡む取引量が欧米に比べて少ないこともあるが、日系金融機関の事務処理能力や求めるサービスの水準は世界的にも極めて高く、取引から数日以内にはコンファメーションの調印が完了するケースが大多数であると思われる。

¹¹ この事態は日本の金融メディアでも大きく取り上げられたが、「コンファメーション処理の遅れ」を「決済の遅れ」と誤って解釈し、プレミアムの支払いといった資金の決済が滞っていると事実誤認を行なっている記事も多く見受けられた。

¹² 極端なケースでは、ヘッジファンドがディーラーに電話で価格の提示を求め、「Done」と言った後で、「これ、X銀行からのノベーションでよろしく」といった程度の情報しか伝えないということもあったという。また、ディーラーである金融機関の内部でも、どの取引をどこへノベーションしたという手続きに必要な情報を、フロントオフィスの人間がバックオフィスへ正確に伝えずに混乱が起きるといった事態も存在した。

さらに、ノベーションに関する実務と ISDA マスター・アグリーメントにおけるデリバティブ取引の譲渡に関する規定との整合性についての問題も指摘された。マスター・アグリーメントのセクション7には、デリバティブ取引を第三者に譲渡する場合において、元々の取引相手の承諾を事前に書面で取得することを義務付けているが¹³、実務では書面を用いずに電話やEメールといった手段で譲渡の合意を取るケースも多く見られたのである。

ノベーション・プロトコルの導入

コンファメーションのバックログの問題に対して、クレジット・デリバティブ業界はバックログ削減の具体的な数値目標を掲げて、事務処理のオートメーションや取引の電子化を推進した。この結果、2006年6月までに70%バックログを削減する、といった数値目標は概ね達成され、前掲の図2に見られるように、近年ではコンファメーション未処理の期間は徐々に短縮されている。

これに加えて、ノベーションを原因とするバックログの発生への対応策として、2005年11月には ISDA からノベーション・プロトコル¹⁴(2005 Novation Protocol)が発表された¹⁵。ノベーション・プロトコルにおいては、図3にまとめたように、残留当事者・譲渡人・譲受人各当事者のノベーション取引における役割と責務が明確にされるとともに、このプロトコルに批准した当事者は、前述の ISDA マスター・アグリーメントのセクション7の規定によらずに、電子媒体やEメールなどの手段によってノベーションの成立に必要な残留当事者の承諾を取得できるとの取決めが盛り込まれた。

図3 ノベーション・プロトコルの概要

各当事者の責務

< 譲渡人 >

- ・ノベーションしようとする取引の詳細および譲受人の名称を残留当事者に伝え、同じ情報を譲受人にも伝達する(メールであれば cc (carbon copy)する)

- ・残留当事者の合意を譲受人に伝える

< 譲受人 >

- ・残留当事者の合意が得られたら、速やかに残留当事者と取引の詳細を確認する

< 残留当事者 >

- ・ノベーションのリクエストを受けた場合、その日中に合意するかしないかを返答する

通知・連絡の手段

電子媒体やEメール・ブルームバグ・メールを認める

合意が取得できない場合

譲受人の時間で午後6時までに残留当事者の合意が得られない場合、ノベーションのリクエストは無効となり、代わりに、譲渡人と譲受人の間で、ノベーションが行なわれていた場合の経済効果を実現する新しい取引を行なう。すなわち、残留当事者と譲渡人の既存の取引はそのまま存続し、新たに譲渡人と譲受人の間で、既存の取引と同内容の取引が譲渡人を既存取引における残留当事者の立場として締結される。結果として譲渡人はポジションの解消に成功し、後日ノベーションにかかる合意が取得された段階でノベーションを実行し、同時に新しい取引を解約することによって、ノベーションが完結する

ノベーション・プロトコルは、案が出た当初は取引の自由度が失われるとのヘッジファンド参加者からの反発もあり、また顧客としてのヘッジファンドの意向に配慮して参加に躊躇するディーラーもいたが、最終的にはクレジット・デリバティブ市場の発展のためには避けて通れない道であるとの共通の認識から、主要な参加者の大半が批准してその数は2000社に達した。また、当初のノベーション・プロトコルは批准する期限が設定されていたことから、新たに批准を希望する当事者のために、現在では申込み期限を設けないノベーション・プロトコル(通称エパーグリーン)が設定されている。

日本市場においては、前述のようにノベーション自体頻繁には行なわれず、日系の金融機関においてはコンファメーションのバックログの問題も大きなものではなかったことから、ノベーション・プロトコルへ参加する意味がどれだけあるのかという疑問の声が聞かれたが、最終的には、グローバルに平仄を合わせるとい意味合いもあり、大手金融機関を中心にプロトコルに批准した参加者も多く見られた。

市場参加者の積極的な取組み

以上のように、ノベーションに関する好ましくない商慣行やコンファメーション処理の遅れといった問題は、市場参加者の積極的な取組みによって、解決に向かいつつあると考えられる。規制当局からの強い指導によって業界は一枚岩となってバックログの問題に取り組んだ、というはおそらく事実であると思われるが、一方で、問題の解決において、市場参加者の高い問題意識や向上心が存在していたことも見逃せない。過去 10 数年にわたって、クレジット・デリバティブ市場は直面したいくつもの困難を市場参加者独自の力で解決してここまで大きくなった歴史が厳然として存在し、仮に規制当局からの直接の指導がなくても、問題が放置され続けることはなかったであろうと筆者は考える。

13 以下は ISDA Master Agreement の関連箇所から抜粋である（下線は筆者が付したもの）。“Section 7 Transfer “..... neither this Agreement nor any interest or obligation in or under this Agreement may be transferred by either party without the prior written consent of the other party”

14 プロトコル方式とは、相対で締結される ISDA マスター・アグリーメントなどの契約に関連して、多数の当事者が集まって採択することにより、採択した当事者全ての間の契約の一部を修正したり、追加的な同意を行ったりする方法のことを意味する。

15 ノベーション・プロトコルはクレジット・デリバティブ取引だけでなく、金利デリバティブ取引もその対象としている

TFJ の
好評ニュースレター

お蔭様で大好評！ 毎週金曜日配信です

< 世界の空気を読む >
TFJ 世界潮流アップデート

金融市場も国際情勢や欧米企業ファイト環境の情報収集なしには理解できない時代です。FT 紙やエコノミスト誌、本邦論壇誌などから海外情勢をピックアップ、TFJ 独自の観点から分析・論評いたします。

(年間購読料 税込 21,000 円)

BMA ご契約企業への割引斡旋を開始しました。詳細お問い合わせは t-fj@rptech.co.jp までご連絡下さい。

第 186 号 (3 月 30 日号) の目次です。

- A. 海外企業・市場のアップデート
 - 米サブプライム問題の行方
 - ブラックストーンからの「警告」
 - シティグループのリストラ
 - 白熱化する M&A と低下する企業収益
 - 低すぎる中国の金利水準
- B. 国際政治経済のアップデート
 - 中南米に新たな「国際銀行」構想
 - 50 周年を迎えた EU「ベルリン宣言」
 - 改革の進まぬインドの銀行制度
 - 「情報化戦略」首位から陥落した米国
- C. 論壇誌等より注目トピックス
 - 小さな政府は効率的なのか
 - 米国離れする欧州経済
 - 商品市場に懸念を示す英 FSA
 - 漸増する米株への警戒感
- D. ファンドビジネストピックス
- E. 円建て海外株式運用利回り比較 (2007 年)
- F. エマージング株式市場 (2007 年)
- G. ヘッジファンド収益率状況 (2007 年)

投資の燭光

気になる発行体

(TFJ クレジット・リサーチ部)

三井物産

日本の起債市場においては、ややもすると業界横並びといった感じで、同業の複数社が比較的近接したタイミングで社債の発行条件を決定することがある。当該業種に季節的な特性・要因があるため業績がアップダウンすることで、特定の時期に資金調達が集まるというのであれば、合理的に納得できるのであるが、同業他社が社債で資金調達するというので、慌てて追随するというのであれば、愚かしい行為と言わざるを得ない。

投資家は、各戸別の企業に対して与信枠を設けていることは勿論、業種に応じた投資枠を持っていることも多く、枠といった厳格なものでもなくとも、業種ごとの分散を意識することから、追随した社債の購入については抑制的になる可能性が高い。したがって、同業の中でトップバッターとして登場しなければ、追随の社債発行は、市場での消化において不利となるリスクが高まるのである。

新年に入ってようやくスタートした起債市場であるが、現状では四半期定例の銀行社債の登場や、一部メーカーの起債準備が言われている他に、複数の総合商社が起債を準備しているようだ。なにもこのタイミングで、大手総合商社が立て続けに起債しなくても良いのでは、と思うのだが、双日や伊藤忠商事といった最近格付けが回復してきた会社にとっては、今が絶好の起債タイミングに映るのである。ところが、今回取り上げる三井物産が、同時期に社債発行を検討している必要性がなかなか見当たらない。

実は、今回の三井物産の起債準備は、秋のリベンジなのである。即ち、10月下旬にも条件決定を行うと言われていた野村証券・みずほ証券・三菱UFJ証券を共同主幹事とする10年債案件が、11月初めに起債見送りとなっており、今回、再登場しようとしているのである。発行金額としては、300億円程度と噂されている。

日銀による再利上げの実施が必至と言われる中では、すぐにとりよりも、金融政策決定会合の結果を待ってというタイミングになる可能性も高い。昨年の振替債への移行によ

って条件決定から払込までの期間は、従来よりも若干短縮することが可能になっている。

むしろ三井物産の10年債を条件決定するには、金融政策以外の面では、絶好のタイミングかもしれない。特に、他の高格付け債の動きが、一部の財投機関債を除いて見えない中では、投資家の購入意欲の高まりが期待される。同じ総合商社といっても、双日や伊藤忠商事とは、財務内容も含め安定感が異なることも追い風であろう。ただし、低格付け債が、開き直ってスプレッドを付すと、社債の売行きは異なった結果となる可能性も否定できない。

(2007.1.15)

地銀の劣後債

年度末が近づくと、銀行セクターの劣後債や優先出資証券といった自己資本比率規制対応の動きが顕著になってくる。決して資金調達のための証券発行でなく、自己資本比率を上げるためのものであり、経済合理性の観点からは疑問に感じることも少なくない。特に、現在のような低金利下で限りなくゼロに近いコストの普通預金で調達したマネーが余っているのに、コストの高い劣後性や資本性を有する調達を行うのであるから、資金の有効活用が出来なければ、中期的には収益構造を悪化させるということを十分に理解しておく必要がある。

劣後債というのは、あくまでも普通社債等通常の社債に劣後特約が付いたものであり、劣後事由に該当することがない限り、通常の普通社債と同様に定期的な元利払いが行われる。同時に、地銀の発行する劣後債の多くについては、期限前償還条項が付されている。自己資本比率の分母にカウントするためには、10年以上の償還年限が必要であるが、5年経過以降の算入可能金額が減少するために、期限前償還条項を付す構造が一般的である。この場合は、5年経過後にクーポンが変動金利化してステップアップする。この構造は、監督官庁の定めたものであるが、決してメガバンクの劣後債のように、10年以上の固定金利とすることが否定されているものではない。

多くの市場参加者の理解は、銀行の劣後債について、金融システム維持の観点から破綻処理は適用されず、劣後事由が発動する事態は生じないというものである。これは、長銀・日債銀の処理、また、その後のりそな銀行や足利銀行に対する対応で、固まったものとみなされている。確かに、りそな銀行に対する政府の対応は、強い公的サポートの存在を意識させられ、劣後債のプレミアムが大幅にタイトニングする契機となった。また、足利銀行についても、メガバンクではない地銀の破綻に対するサポートの適用を強く印象付けた。

最近の地銀劣後債の起債状況及び予定を見ると、当該地域での預金比率・融資比率の低い第二地銀や地銀下位行といった起債も目に付く。ペイオフ解禁が実施されて、金融システムは安定し、金融セクターは低金利政策の恩恵で、高収益を享受している。この状態で存続する意義の低い地銀について、破綻処理・ペイオフの実施がされないという保証はどこにもないのではなからうか。劣後債の格付けは、決して高水準ではない。相次ぐ再編・統合は、明らかに危機感の表れなのである。今一度、信用分析を行った上でのクレジット投資という根本に立ち返る必要があるのではないか。

(2007.2.13)

高速道路会社

年間の財投機関債発行計画の中で、最後に残っていた高速道路各社の起債がはじまっている。小泉政権下の道路公団改革において、過去の負債は別途設立された日本高速道路保有・債務返済機構に負担してもらい(基本的にこちらは政府保証性が極めて強い)地域別に設立された高速道路の運営会社となっている。しかも、高速道路各社の新規高速道路建設資金として調達した債務については、新規の道路が完成するごとに、道路資産とともに日本高速道路保有・債務返済機構へ移管されるスキームとなっているのである。

したがって、各会社の財投機関債として発行されるものの、債務としてはいずれ日本高速道路保有・債務返済機構の負担となるのである。高速道路各社についてさえ、機能的に考えて政府のサポートが期待できるのに、日本高速道路保有・債務返済機構の債務となるのであるから、信用力は極めて高い。したがって、R&I が高速道路各社に付与している格付けは、当然のようにAAA格である。

既に予算の段階で公表されている財投機関債発行計画を見ると、財投機関債の発行を予定しているのは、本州四国連絡橋を除く、東日本・中日本・西日本・首都・阪神の5高速道路株式会社であり、金額としては、東日本・中日本・西日本の3社が各250億円、首都が100億円で、阪神が50億円となっている。このうち、既に東日本高速道路が3年債250億円を、また、中日本高速道路が7年債250億円を条件決定している。

今後登場する予定としては、阪神高速道路が6年債50億円、首都高速道路が5年債100億円、西日本高速道路が3年債200億となっている。年限が一致しないので国債対比のスプレッドは必ずしも参考になるとは限らないが、東日本高速道路3年債がT+13bps、中日本高速道路7年債がT+18bpsであった。格付けが同水準であることから、年限がもっともスプレッドに影響する要素となろう。阪神高速道路のスプレッドはT+17bps程度、首都高速道路のスプレッドはT+15ないし16bps、西日本高速道路のスプレッドは年限が同じ東日本高速道路と同じでT+13bps程度になるようである。

高速道路各社は、平成19年度についても財投機関債の発行を予定している。国会審議中の予算に含まれる財投機関債発行計画では、中日本高速道路が500億円と突出(第二東名!)し、東日本・西日本が各250億円、首都・阪神が各100億円となっている。H18年度の計画ベース900億円から見ると、総額で1,200億円と3割以上の増加となっている。日本高速道路保有・債務返済機構についても、H18年度計画と同額の5,300億円の財投機関債発行を予定しており、引続き道路関係の起債が財投機関債市場を賑わせそうだ。

(2007.3.12)

本稿はロイター上のサービス「CRAS」の日替わり情報として掲載された内容を一部変更して再掲載したものです。

超越論的
金融哲学再考

金融市場におけるリアリティーと新古典派経済学の科学性(3)

藤崎 達哉 (QUICK グローバルインフォメーション)

自然科学理論に潜む<力>の神秘性について

経験を重視する科学哲学者ポパーが提唱した<合理性原理>が、ポパー学派内部においても物議をかもししたのは、<合理性原理>が非現実的な仮説だったからである。自分の胸に手を当てて考えるまでもなく、社会生活において生身の人間は必ずしも合理的に行動しない。経験主義的傾向の強い者は、そのような非現実的な仮定に替えて、観察に基づいた現実的な前提から出発すべきだと主張しがちである。しかし、そのような主張は(科学理論としては)受容れがたいとポパーは云う。ポパーによれば、それは人間行動の原因を動機に還元する手法(心理主義)であり、恣意性を免れ得ないからである¹。

確かに、人間の行動は動機によって引き起こされる。しかし、動機が特定されたからといって、彼の行動が期待(=動機)通りの結果をもたらすとは限らない。ポパーは1948年に行われた講演「社会科学における予測と予言」²において、動機を原因とした理論形成の古くからの形態として、社会の陰謀理論³を例に挙げ、その方法を退ける。

「社会の陰謀理論に反対して私は、もちろん、陰謀が決して生じないなどと主張するものではない。しかし、わたくしは二つのことを主張する。第一に、陰謀はそう頻繁でなく、また社会生活の性格を変えるものでもない。陰謀がなくなったと仮定しても、われわれはこれまで絶えず直面してきたのと基本的に同じ問題に、われわれはいぜんとして直面するであろう。第二に、わたくしは、陰謀はごく稀にしか成功しない、と主張する。達成された諸結果は、めざされた結果とは、通常、非常に異なる。(ナチの陰謀を考えられたい。)」⁴

同じ動機が常に同じ結果を引き起こすならば(=科学理論に要請される再現性)心理法則は自然科学の運動法則に比肩できるような社会科学の原理となりうるであろう。しかし、心理法則の探求は幻想に過ぎない。社会科学の課題は心理法則の探求ではなく、「意図した人間的諸行為の意図せぬ社会的反響効果を明らかにすることである。」⁵とポパーは喝破したのである。

この講演で特記すべきは、マルクス主義への手厳しい批判者として登場したポパーが、マルクスの科学手法を称揚している点である(この講演自体がマルクス主義を科学哲学の立場から完膚なきまでに批判したものである)。

「これに関連して指摘されるべきは、ほかならぬマルクス自身が、これらの意図せぬ結果の、社会科学にとっての重要性を強調した最初の人の一

人であった、ということである。一段と円熟した発言においてマルクスは、われわれはすべて社会体制の網に捕らえられているのだ、と述べている。資本家は悪魔のような陰謀家ではなく、さまざまな事情によってかれがするように行動せざるをえないようにされている人間なのである。」⁶

1960年代にフランスで構造主義が流行する10数年以上も前に、ポパーは平易な文体で構造主義者としてのマルクスを描写している。マルクスもまたポパーと同じように、社会科学の方法において、社会を動かす原因を個人や人間集団の動機に求めてはならないという事を認識していたのである。しかしながら、マルクスは分析の起点を社会構造に定位(=方法論的全体主義)した点で、方法論的個人主義のポパーとは異なる。マルクスの視点が諸個人の動機から集団(民族や階級)へ移動するのに対して、ポパーはあくまで諸個人の行動に定位し<合理性原理>を打ち出すのである。

実のところ、ポパーの提唱した<合理性原理>は決して特異な方法論ではない。誰よりもまず、経済学の祖アダム・スミスが<神の見えざる手>と云うとき、その舞台裏には合理的に行動する諸個人が仮定されている。一層重要な親近性はマックス・ウエーバーの方法論である。ウエーバーは、現実には存在しない理想状態のモデルを仮設した上で、現実の社会構造との差異を分析する手法を理念型と呼んだ。ポパーの<合理性原理>はこの理念型の延長線上にあると考えられる。

1 ポパーの批判はスキナーに代表される行動主義心理学にあった。ポパーは終生、社会科学に心理法則を適用する方法を忌み嫌ったが、ポパーのこの頑なな態度には賛否両論がある。しかしながら、行動ファイナンスのように、新古典派経済学の不毛性を心理学理論で代替しようとする者は、一度はポパーの見解を考慮すべきだと考える。

2 1948年アムステルダムにおける国際哲学会での講演。(Karl R Popper "CONJECTURES AND REFUTATIONS ~ The Growth of Scientific Knowledge" 1963に所収。日本語訳はK・R・ポパー「推測と反駁 科学的知識の発展」法政大学出版局1980)

3 陰謀理論の代表格はユダヤ人陰謀説であろう。現在においても、国際金融市場は陰謀理論の見本市である。国際金融に関して拙い経験しかない者が、根拠薄弱で怪しげな陰謀理論による著作を出版し、それが一般に流布するケースも多い。

4 K・R・ポパー「推測と反駁 科学的知識の発展」法政大学出版局1980 p630

5 K・R・ポパー前掲書 p631

6 K・R・ポパー前掲書 p631

ポパーが異彩を放つのは、ウエーバーの理想型があくまで社会科学の方法論として提唱されているのに対して、ポパーは〈合理性原理〉を古典力学の〈第二法則〉に対応する基本法則であると主張していることである。ここに自然科学の歴史に該博な知識をもつポパーの真骨頂がある。ポパーの強みは〈物理学コンプレックスの不在〉である。繰り返しになるが、古典力学が量子力学や新古典派経済学にいまだにインパクトを与えているのは、古典力学の第二法則のおかげである。今日、古典力学はニュートンの名を冠して語られることが多いが、古典力学の形成期においては、ニュートンの功績は重力法則（第三法則）を発見し、具体的な計算式を発見した学者とみなされていたらしい。一方、第二法則とはいえば、ニュートン個人の功績ではなくガリレオの落体法則以来、知識人に暗黙のうちに共有された知識であったといわれている。山本義隆によれば・・・

「一言でいって大陸では、Newton は万有引力理論の創始者、およびそれにより太陽系の構造を説明した者とのみ、記憶され評価されてきたのである。

運動の基礎法則の提唱を Newton の功績に考えないこのような評価は、今から考えるととはなはだ公平を欠く観がしないわけではない。

～ 中略 ～

だいたいからして、18 世紀前半の大陸きっての Newton 主義者 Maupertis が Euler による運動方程式の定式化にたいして、「Euler はこれらの法則を、Galilei により発見され、今日、機械学や力学を扱うすべての人達によって受け入れられる原理から導いた。その原理とは、力にその力が作用する瞬間をかけたものが速度の増加を与えるというものである。」と 1756 年に語っているのである。⁷

オイラー (Euler) の運動方程式なるものを数式化してみよう。「力にその力が作用する瞬間をかけたもの」とはいわゆる力積であり、力を F、瞬間的時間変化を dt とすれば、Fdt となる。この力積が「速度の増加を与える」つまり瞬間的に速度 v を変化させるわけである。ここで瞬間的速度変化を dv とし、力積のインパクトに応答する速度変化の比を m (比例定数) とすれば、オイラーの運動方程式は・・・

$$mdv = Fdt$$

であり、変形すれば・・・

$$m \frac{dv}{dt} = F$$

古典力学の第二法則となる。古典力学では質量が力積と速度変化の比例定数と解釈されているのがわかる。オイラーの説明で興味深いのは、〈力〉が加速度に比例すると表現されているのではな

く、〈力〉があくまでもその瞬間的時間変化との積で考えられている点である。それでは〈力〉そのものとはいったいいかなる存在なのだろうか？〈力〉は物体の速度が変化することによってしか顕在化しない。〈力〉はそれ自体では意味をもたない観測不可能な概念なのである。ここでいう〈力〉とは、第二法則に現れる一般的な〈力〉である。科学史を紐解くとニュートンの重力法則（第三法則）は遠隔作用であったため、機械論的な直接作用を主張したデカルト主義者との論争があったとされるが、いずれの見解をとるにせよ〈力〉は神秘的な存在と考えられていたのである。

しかし今日の科学哲学では、〈力〉のような観測不可能な概念は、神秘的でも非科学的でもなく、科学理論の形成に不可欠なものだと考えられている。それ自体では意味がないが、何かと作用することによって意味をもつ概念。その一つの具定例をデリバティブ・プライシングの分野にも発見することができる。それはデフォルト・インテンシティ（強度）という概念である⁸。デフォルト・インテンシティはしばしばデフォルト・プロバビリティと混同されるが同じではない。両者の関係は〈力〉と力積の関係と同じである。インテンシティは時間が経過することによってはじめて顕在化するデフォルト率であり、それ自体では意味をもたない。このような観測不可能な概念は、連続的な時間変化を記述する場面においては不可欠な存在なのである。ポパーが〈合理性原理〉を経験的仮説ではなく反駁不能だと主張するとき、彼の念頭にあったのは〈力〉という概念であり、第二法則もまた偽ではあるが反駁すべきではない基本原理なのである。

以上整理すると、ポパーがなぜ〈合理性原理〉を提唱したかが理解できる。社会科学の課題は、古典力学の第二法則に比肩するような運動方程式を見出すことではない。なぜなら、第二法則は自然科学に限定されるような特殊状況を記述した法則ではないからである。この法則は経験的でもあるが同時に規範的でもあり、それゆえに科学の方法一般に適用可能である。したがって、社会科学という状況に限定した場合は、むしろニュートンの第三法則（重力法則）のように、第二法則に内在する抽象的・一般的な〈力〉に具体性を付与することに腐心すべきであると。このとき社会科学で第二法則の役割を担うのが〈合理性原理〉というわけである。

⁷ 山本義隆「古典力学の形成 - ニュートンからラグランジュへ」日本評論社 1997 p166

⁸ この概念はクレジット・デリバティブ・プライシングに限定されるものではなく、ポワソン分布に現れる強度と同じだと考えてよい。デフォルト・プロバビリティが連続確率密度における面積（高さ×幅）だとすれば、インテンシティは〈高さ〉に相当する。連続確率密度において〈高さ〉自体は意味をもたない。

マーケットの視点

会社の親子関係と社債

(TFJ シニア・リサーチャー 八須 賀雄)

「上場子会社」という概念は、実は、大きな相互矛盾を抱えている。上場とは、株式を公開することであり、広く株主を募集するためのものである。一方、子会社とは、出自が買収かスピノフか様々だが、別会社の経営支配権を握ることである。安定株主と低い浮動株比率、株主還元への軽視といった戦後の株式保有構造によって、ギリギリのバランスで維持されて来た形態が、新会社法の影響の下、崩壊に向かいつつある。

キープウェル・アグリーメントの信用力

まず、子会社（厳密な意味で連結対象であるかどうかは置いて、一定の株式を保有し、実質的な経営権を有し、人的関係もある関係会社をイメージして頂きたい）の発行する社債に対する親会社の信用サポートに関連する議論からはじめよう。

かつてのユーロ債市場において、良く見られた社債に、国内法人の海外ファイナンス子会社による社債で、親会社のキープウェル・アグリーメントの付されたものがある。近年では、国内の社債市場においても、特に自動車メーカーの国内金融子会社が、同様または類似のスキームで社債を発行している例がある。一般に、親会社のキープウェル・アグリーメントが付された社債の格付けは、親会社と同水準となっているものが多いが、親会社のサポートの強さが十分かどうかの吟味を怠ると、万一子会社が破綻した場合に、投資家が大きな痛手を蒙る可能性も否定できない。

親会社による完全な債務保証とキープウェル・アグリーメントの最大の相違点は、債務保証が親会社の財務諸表に載ることに対して、キープウェル・アグリーメントの場合には、オフバランスで済むことである。ファイナンス子会社については、一般的には、親会社との一体性を示すために、「親会社の社名+ファイナンス（もしくはファイナンスサービス）」といった社名になっていることが多い。しかし、こういった場合でも、実際の資本的関係や人的関係の強弱は確認すべきである。親会社の経営内容が健全で、万一の場合に子会社の経営悪化に対応する余力が十分にある場合は良いが、特に、親会社の財務体力が低下した場合に、必ずしもサポートが提供されるとは限らないのである。国内融資に置き換えて身近な例で言えば、キープウェル・アグリーメントとは、系列会社に対する融資に際しての、親会社（もしくはグループ中心会社）による「指導念書」に過ぎなくなる可能性があるのである。

企業経営において、財務統計・会計面での合理性よりも、場合によって企業としての体面を大事にすることの多い、日本の企業の場合には、自社

の名前を冠する系列会社に対しては、資金的なサポートを提供してくれるものと期待しがちである（三菱自動車がリコール隠し等で経営困難に陥った際に、メインバンクである東京三菱銀行と元の母体である三菱重工業が金融支援を強行したロジックとしては、「スリーダイヤモンドを冠した企業は破綻させられない」といった論理があったとされる）。

ところが、どんな親会社であっても、自らの背に腹を換えられない状況に陥った場合には、自社を捨ててまで系列会社をサポートするとは考え難い。特に、ファイナンス子会社の財務内容が悪化する状況というのは、一般的には子会社のファイナンス業務が親会社の業務と密接に連携していることが多いことから、親会社の財務内容の劣化も始まっている状況であることが多いだろう。例えば、自動車金融会社でローンが伸びず、返済も滞りがちで、固定費負担等が高んで経営を圧迫しているという状況を考えると、それは、不十分な審査・与信判断を行っていない限り、親会社の本業である自動車の売れ行きが悪い場合であることが、容易に想像されるのである（バブル経済の拡大・崩壊期においては、親会社のビジネスと関係ない領域の業務に手を染めて、大きく財務諸表を痛めたファイナンス子会社もあったが）。

キープウェル・アグリーメント付き社債に投資する場合には、親会社の格付け・経営状況だけに注目するのではなく、親会社と子会社との関係が、人的・資金的に緊密なものであるのか、親会社と子会社との双方が同水準かつ一定水準以上の格付けを取得しているかどうかを、慎重に判断すべきである。

持株会社の構造的劣後性

次に、持株会社の下に複数のグループ企業がぶら下がる形態について、例を挙げて考えてみたい。戦前の財閥が経済界を実効的に支配していた反省から、GHQは財閥の解体に取組んだ。朝鮮戦争の勃発によって途中で取組みは終わったものの、独占禁止法と公正取引委員会体制によって、持株会社については、存在が許されなかったのである。その後、規制緩和の動きの中で、金融セクターにおいては子会社方式による業務範囲の拡大が、また、事業会社等においては持株会社方式による経営統合、グループ機能の集約・効率化を認めることになり、持株会社が普通に見られるようになったのは、わずかこの10年程度の話なのである。

現在の阪急阪神ホールディングスは、村上ファンドによるTOB騒ぎの結果として、阪神電鉄と阪急ホールディングスの統合で成立したものであ

る。既に阪急については、2005年4月1日に、純粋持ち株会社として阪急電鉄から社名変更し、鉄道及び不動産事業を新しく設立した完全子会社に承継している。また、流通事業を営む阪急百貨店は、東証一部上場企業であり、ホールディングスによる持株比率はわずか3%（2006年9月末）となっている。

持株会社の主たる機能はグループ会社のファイナンスであり、従来の阪急電鉄（今では、鉄道事業を営む子会社が、「阪急電鉄」という名称であってややこしい）による既発の社債は、すべて阪急ホールディングスに継承されている。

持株会社化を実行した当時の阪急電鉄の格付けは、梅田等大阪北部の再開発で財務内容が極めて悪化していたことから、R&IでBB+格、JCRでBBB+格（財務制限条項のない社債の場合には、更に1ノッチずつ下）となっていた。ところが、純粋持ち株会社と事業子会社との間には、構造的劣後性が存在するとされ、純粋持ち株会社の格付けを低くする傾向にある。わかり易く言えば、事業を通じて収益を生む事業子会社の配当が主たる収益である持株会社については、事業子会社よりも低い格付けを付すというものである。

持株会社化当時、阪急ホールディングスについては、既存の社債を継承したものの、新しく設立された事業会社である阪急電鉄が、既存の債務について連帯保証を付すことで、構造的劣後性を回避し、既存の格付けを維持することに成功している。子会社である事業会社に債務保証をさせることによって、格付水準を維持し、既存社債の投資家を保護するという姿勢は大いに評価できるものであり、その後、同様のスキームを採用する持株会社が複数誕生したのである。

構造的劣後性を越えて

当初、事業子会社による債務保証によって、持株会社の構造的劣後性を回避することが一般的であったが、最近になって別途の対応を行う持株会社も登場するようになってきている。以下では、帝人による取組みをその例として挙げよう。

帝人は残存するすべての社債に関して、2006年10月27日に社債権者集会を開催した。付議された議案は、当該社債について子会社5社の連帯保証を免除する件となっている。即ち、2003年に帝人が持株会社に移行する際に、持株会社の構造的劣後性に対応するため、子会社5社の連帯保証としていたが、グループ企業の一体性が高まり、資金調達の持株会社集中によって、構造的劣後性が低下しているという認識である。また、持株会社の社債に付した連帯保証に伴って必要とされる子会社5社の事業内容開示が、事務的にも負担となっているとしている。

帝人の既発債に格付けを付しているR&I・S&P・ムーディーズは、社債権者集会の召集が発表され議題が開示された時点で、いずれも社債権者集会において議案が承認されても、格付けを据置く方針であることを公表していた。即ち、持株会社の構造的劣後性については、子会社と持株会社の関係が、どういう状況にあるかによって、必ずしも格付けの差を生じない可能性があるということである。

日本で持株会社が容認されるようになったこの数年間で、ようやく複数の事実関係が蓄積され、プロフィットセンターである子会社との一体的な関係が認定される場合には、法的に明示された債務の連帯保証がなくても、十分に同水準の格付けが付与されるようになってきているのである。このことは、メーカーとファイナンス子会社との間で、法的な保証関係がなくても、一体の関係が認定される場合に、子会社の債務について親会社と同一の格付けが付与されている、キープウェル・アグリーメントと同様の考え方である。

実際に開催された社債権者集会は、社債の回号ごとに開催する必要から、4つの社債権者集会が別個に開催された。付議された議案については、社債権者にとって連帯保証の免除が大きく信用力に影響があるとは考えられないことから、問題なく可決されている。

ただし、持株会社である帝人の財務状況の開示にあたって、子会社の財務状況に関する開示は、連帯保証の有無に関わらず必要であると考えられるのではなかろうか。帝人の意図した開示負担の軽減は、法的に義務を免除されても、実質的には一定程度の開示が投資・保有の判断に際して必要不可欠であることから、必ずしも満額の実現ができるとも思えないが、強制的な大量の開示と任意の開示とでは、重みが違うということだろう。

帝人の社債権者集会の議決と社債の格付けが据置かれることによって確認されたのは、持株会社の構造的劣後性の喪失ではなく、持株会社と子会社との一体性の認定による格付け差の消失である。しかも、詳細な格付けのリーズニングを見ると、理論的には信用力の差が存在しても、格付けの1ノッチ差には至らないということなのである。格付けの記号が同じであっても、信用力が同一であるということではないことの再確認である。

アナリストの座標軸

タウラの裏読み # 4

(田浦 哲哉 フィスコ 資本市場アナリスト)

市場と監督が生む「総量規制」?

『バブルへ Go!』ではないが、日本の不動産バブルの盛期に導入された悪名高い「総量規制」を憶えている、あるいは聞いたことがある市場参加者はそれなりにいるだろう。その罪についてはあちこちで論じられているが、本稿は、米国で市場発の蛇口の締めりは、似たような効果を生むだろう、という小文となる。

2006年12月分のS&P/Case-Shiller指数という全米の不動産価格指数が公表されている。内訳指数のうち、代表的な「10大都市指数」は1996年3月以来初めてとなる、前年比変わらずの伸びとなった。チャートをお見せできないが、2005年からのその下落のペースは、1990年時を上回るほどである。「市場は自動調整する」というおとぎ話を信じるなら、目下の下げで、バーゲン・ハンティングは出てきて、市況は徐々に落ち着いていくだろう、ということになるだろう。しかし、相場参加者であれば、住宅価格もまた(ソロスがいったところの)reflexiveなプロセスを免れることはできないという経験則をこそ信じるべきだろう。

そして、今回はこのreflexiveなプロセスは強まる要素がある。不動産は、多くの個人にとって、借入を伴わないと買えない資産である。そこで、バーゲン・ハンティングが出るには貸出供給が十分円滑に行われる必要がある。日本の総量規制は、バブル崩壊の過程での、その(国内)リスク・テイカーへの資金供給を無用に長期にシャットアウトした点に大きな罪があったのは、今や衆目の一致するところである。

さて、米国では、最大商戦の春の住宅購入シーズンが始まる矢先に、サブプライム問題が不運にも起こり、政治問題化している。銀行監督当局も動き出している。昨日の議会での証言で、ブラウンスタインFRB局長は、「我々の(規制監督への)行動は・・・意図せざる結果を招かないようにする必要がある。責任あるサブプライム貸出を制限するのではなく、促進したいのである」と発言しているが、そのよき意図は、「何とかしろ」という世論と民主党議会に抗しうるのか、従来ほどはつきりとしめない。官僚機構のメンタリティから考えて、相応の生贄が差し出される可能性もあるだろう。

サブプライム業界では、投資家・資金供給者発の「自律的」戦死者が続々と出る一方、自分たちの審査基準の厳格化に加え、規制・監視強化による事業リスクを抱えた状態で貸出供給が絞らざるをえず、それなりの「総量規制」となるだろう。行き過ぎた貸出のせいで生じた需要とはいえ、「買い手は買い手」だったので、その泡沫需要に対応

して投資してきた不動産・建設業界は、<正常な>需要下でも厳しい局面に直面しよう。

ただでさえ今次最高の在庫月数に示される過剰な在庫を事業者が抱えた状態で、買い手が買い時を待つかローンを断られるか、その双方が加わるのであるから、市況も全体としての価格も、著しい下方圧力を受け続けるであろう。

サブプライムの問題が波及するかどうかについては議論が色々あって、楽観論は、「サブプライム問題は、その全体のモーゲージ貸出に占める比率が10-20%で」や、「サブプライム貸出に限定されて、全体に伝染しない」という議論をそれなりに多く見かける。それは、貸出行動の厳格化・市況の軟化のreflexiveなプロセスを軽視しているように思える。

より広い文脈では、サブプライム問題は、「利回り追求」の投資行動(証券化商品購入行動)が遅すぎる時点まで自浄作用を持たなかった動きの一環としても位置付けることができ、かかる投資行動(の過熱)が可能にした歴史的に低いクレジット・スプレッドの上昇圧力としてより広汎に波及していくことだろう。そこに、マクロ経済が下方屈折してきた場合、例えばバイアウト・ファンドは買収した企業のキャッシュ・フローの不安定化に直面する。そういう買収の期待もあって支えられた株価は、少なくとも一つの支柱を失ってしまう。

しかも、ヘッジ・ファンド、バイアウト・ファンドがレバレッジを多用していることが事態を複雑にしている。レバレッジは、いうまでもなく諸刃の件で、上昇局面では利益を何倍にも増やすが、下降局面では損失を増やす。Fedが早いうちにこの局面の打開に乗り出さなければ、金融市場のもう一段の波乱は避けられないであろう。Fedが運行指標であるインフレ指数へのこだわりを早くに捨てられるか、がカギである。

クレジット証券化と銀行のリスク

MBS、CDOに代表される証券化商品や、CDSといったクレジット・リスク移転商品が銀行セクターのリスクにどう影響するか、については好意的なコメントが多く聞かれる一方、様々なリスクを<本当に>減殺するかについては、疑問も呈されている。本稿では、Fedのこの点に関するコメントを紹介しつつ、若干の考察を行いたい。

まず、証券化商品の功罪については、Fedから古典的なコメントを紹介するなら、グリーンズパン前議長が、2005年9月27日に「(証券化商品は)

銀行のクレジット・リスクを・・・レバレッジの少ない金融機関に転嫁することを可能にしている。(これらの金融商品は)はるかに柔軟で効率的、かつ強靱な金融システムの発展につながった」と述べ、後段で幾つか警告もしているが、市場原理の称賛という論文の文脈の中ではあるが、一つの典型的定式化となっている。

NY 連銀のガイトナー総裁は、先週 23 日、この問題にかなりフォーカスを当てているのだが、サブプライム問題の噴出後、その問題が最近の証券化などの「失敗」と批判されている中でもあり、擁護的なトーンが強い。

曰く、「銀行の非金融部門への貸出へのエクスポージャーは、20 年前の半分、15%程度である・・・クレジットがより市場ベースになり、銀行システム外のレバレッジした金融機関の手中にあるとき、資産価格のボラティリティの急上昇とそれに伴う流動性の減少は、大きなマイナスの影響を持つ可能性がある。だが、これはシステムがより不安定になることを意味せず、異なるものになるだけだ・・・ショックはより吸収されやすくトラウマも少ない・・・銀行のモラル・ハザードによる歪みからも解放される・・・リスク評価などの複雑さは古典的なエージェンシー問題を悪化させる可能性もある・・・これらの発展により、大きな危機は恐らく可能性が低い、危機に伴う損失はより大きく、より解消が難しい金融システムとなったのかも知れない。しかし、イノベーションの時計を戻すことはできない・・・政策当局者は、金融システムの中核におけるショック緩衝装置を改良することに注力すべきである」

両者は、これらのリスク移転商品に米国当局者ならでは、好意的なスタンスが総じてよく現われている。ただ、全体としてみれば、これらの革新が Great Moderation の時期と同時期に盛んになり、(発生するかどうか分からないが)深刻なクレジット・サイクルの下降局面の試練を受けていないことは、政策当局者もそれなりに気にしている。

世界全体として過剰貯蓄なのか金融資産不足なのか、米国が自国の貯蓄不足を他国から輸入せざるを得ない中、長期的な引き受け能力への信頼性への撥ね返りを十分に考慮せずに(上記のエージェンシー問題)(例えば)米国のモーゲージ市場のリスクが凝縮された証券化商品やそのリパッケージ商品を、(例えば)あまり洗練されていないかもしれない海外の投資家につかませている危険性は、それなりにあると思われる。

そのような商品の組成が特定アセットや特定投資スキームの浮き沈みとリンクしてきた歴史があることからすると、今回問題となりうるアセットが居住用不動産であり、住宅ローンという国民経済的に深甚な影響をもつ金融が市場ベースの資金調達構造に移っていることは、万一投資家の深いヤケドを伴った場合、従来ならば考えられないよ

うな資金調達の攪乱を招きうるのではないかとはいえるだろう。

市場ベースのファイナンスは、確かに銀行セクターへのクレジット・リスクの集中を散らし、過去に繰り返しそのセクター発のシステムック・リスクの温床となってきた事態を緩和したことは否定できない。ガイトナー総裁の議論は「金融システムの中核」、つまりは信用創造という特権をになうセクターさえしっかりしていれば大丈夫、とも聞こえる。

しかし、これは別稿で論じるが、預金・貸出の構造的ミスマッチを抱えた銀行業を放置しておいていいのかという原理的疑問は考慮されていない。また、「価格次第」で行動する投資家が主流となるのは、その価格、つまり「歴史的に低い金利」を保証しない。

また、このような調達が、先に述べた、利回りを追いかけるを得ない投資家が十分に幸福な時代にワークしても、世界全体としてみれば限られた貯蓄の供給が絞られる時代にもワークするとは限らないだろう。何らかのデフレ・ショックが発生したとき、米国経済は主体を変えて更に一段のレバレッジをさせる傾向を助長したが、国内成長のキャッシュ・フロー生成能力に疑問符がついたとき、次はどの部門にレバレッジを促すことになるかが注目される。

この点、一つヘッジするなら、バーナンキ議長が、グリーンズパン前議長と同じ行動原理で行動するか、モワイルド・カードかもしれない。

現代金融批評

金融行政はアダム・スミスに還れ

倉都 康行 (RPテック 代表)

仕事を作り始めた金融庁

金融規制には相応の歴史がある。そしてそれに対する軸として金融規制緩和がある。日本の業態への規制としては銀行免許制や興長銀・為銀制度、銀証分離などはその例であったし、市場規制としては有名な社債適債基準もあった。さらに四畳半金利なんていう政策的規制もあった。また、株式市場のストップ高・ストップ安などのサーキット・ブレーカーも一つの規制である。

時代とともに意味が薄れて既に撤廃された規制も多いが、現在でも不思議な規制はゴロゴロころがっている。例えば、政府が「投資の時代の到来」などと吹聴する割には、個人向けの投資一任業務などは一切認可されない。騙される人が気の毒なのは解るが、騙されぬように躡けることを何もやっていない方が問題である。

結局、悪人と無知の存在を大前提として制度を作ることになるため、ビジネスの発展が妨げられることもある。日本の金融力など、所詮はその程度のものだと諦観する人が多いのは、こうした規制の哲学が欠如しているからでもある。

さらにここ数年、世論を御旗に立てた金融庁の検査方法が度を越している、という声が強まっている。何時の時代でもお上の検査は嫌なものである。筆者も邦銀時代、米銀時代それぞれに嫌な思いをした。だが少なくとも会話は成立し、当局の人々は当方の主張を受容するしないは別として、書き留めてくれていた。だが最近はどうやら風向きが変わってしまったようだ。会話どころか、まるで職員を頭から犯罪者扱いするような検査官が増えていると聞く。

固有名詞を出す訳にも行かないが、ほぼすべての大手金融機関経営層や中堅職員から同じような愚痴を聞いているので、多分間違いはないだろう。聞いた中でも一番ひどかったのは、ある職員に「正直に非を認めないと君の社会的人生を終わらせるなど簡単なことだよ」などと検査官が迫ったケースである。これには流石に驚いたが、ある外資系の古い仲間にこの話をしたら、似たような話は少なくないことが解った。

さらに金融界が一様に指摘するのは、検査官のクオリティの低さである。金融庁の検査体制も充分でない為、急仕立ての職員を派遣することも多いのだろう。プライドだけ高く基礎知識に乏しい検査官に遭遇した時の悲惨さは、不運と嘆くだけでは済まない。延々と金融版の「イジメ」が続き、生産性は落ちて、酷い場合はポストを外される、などということもあるようだ。

金融市場と経済社会には、自由競争が必要だが同時に規制も検査も必要である。だが何の為に規制があって、何のために検査をするのか、そうし

た基礎理念の説明が末端職員にまでどこまで浸透しているのか、大きな疑問符が付く。或いは金融庁幹部自らが規制と検査を「成果主義」として理解しているのだろうか。或いは、金融改革プログラムの終了にあたってマーフィーの法則よろしく新しい仕事作りに着手したのだろうか。大臣はそれを承知の上で金融センター構築などと騒いでいるのだろうか。

アダム・スミスに戻る

規制という概念は、社会思想の欠片である。つまり市場社会や資本主義社会というシステムが効率的に、そして公平に働くために必要な手段として規制が導入される。直感的には、「見えざる手」による自由主義的思想をもたらしたアダム・スミス流の経済観に対抗する管理社会的な思想の下に規制という考え方が生まれたようにも思えるが、事実はそうではない。反対に、アダム・スミスは自由主義確立のためには規制が必要だと考えていたのである。

既にどこかで書いたが、アダム・スミスはもともと経済学者ではなく倫理学者、つまり道徳の先生のような人である。その「国富論」は、当時の重商主義的な統制主義に対して自由主義を主張したものと理解されている為、アダム・スミスをいわば「規制撤廃論者」のように位置付けている人も多いかもしれない。

彼の著作は「国富論」が有名だが、その論旨の根底を成しているのは「道徳感情論」であることは良く知られている。倫理学者としてのアダム・スミスは、人間の利己心に注目し、利己的であることが人間の自然本性であると説いた。但し、同様の出発点から「万人の万人による闘い」を想定したホッブズと違って、アダム・スミスは利己心こそが人間が幸福となるべく神から付与されたものだと考える。

利己心とは現代風に言えば「ジコチュー」みたいなものであるが、それが他人をも触発して社会全体を活性化させる、というのがアダム・スミスの思想である。そこで重要な役割を果たすのが「公平な観察者」である。利己的活動を野放しにせず、他人との相互調和を通じて様々な活動が生まれるには、そうした社会構築に共感する第三者によって、行動の適正さがチェックされなければならない。アダム・スミスはそう考えたのである。

「見えざる手」が誇張されて伝えられた為、彼の自由主義思想はすべてが勝手気ままに行動する結果として最高の社会的利益が生まれるといった内容に勘違いされ、現代の妄想的市場主義を下支えしているが、それは誤った解釈である。アダム・スミスの理想は、市場社会を理解する第三者が公平に観察することを通じ、企業家たちの利己的な

活動が調和して結果として勤勉や節約、賢慮といった徳性を生み出すことであった。

もっとも、経済学史的に言えばアダム・スミスの功績は「国富論」における「富の概念」の発見に重点が置かれ、その国富を増大させる為の社会的分業の重要性の指摘が重視されることになり、思想的出発点となった「利己心と観察者」の構造論はそれほど注目を浴びなくなる。いわば経済学は、社会思想的な色彩を薄めてモラル・サイエンスから距離を置き、社会のあるべき姿を問う姿勢を失っていく。

それは、ある意味で現代的な経済や金融が、一般社会との視点を徐々に失っていった事象とも深い関係にあるように思える。メンデルスゾーンがバッハを再評価したように、20世紀にアダム・スミスを「復活」させたのはハイエクであるが、それは「計画経済」に対抗する概念としての「市場経済」を訴えるための議論であったため、市場力学を中心とする自主的秩序の重要性を強調するあまりに、本来アダム・スミスが抱いていた「公平な観察者」の必要性という部分を切り落としてしまったのであろう。

こうしたやや偏狭な自由主義論と、それに対抗する管理社会論という対立構図は現代にも受け継がれていく。その中で、規制や検査といった役割も歪められていく。金融庁の検査姿勢は、まさに保守回帰の流れに沿った「自由主義いじめ」として、メディアの支援にも助けられて増長しているのではない。

規制は何の為に

金融も経済も、何らかの社会思想の堆積上に築かれるものである。欧米型の経済や金融システムは、極端に言えばギリシア時代の思想から連なる現代思想を経て生まれたものといっても良い。50周年を迎えたEUのような共同体指向やユーロのような共通通貨の選択も、欧州が国家をどう考えてきたか、という思想的蓄積の補助線上にある事象である。

その意味では、実は米国の経済・金融は、工業国としての勢いに任せて発展しただけに、上記のような偏狭な自由主義的思考に染まっていると見ることも出来る。従って、エンロンなどの事件が発生して以降、それに敢然と対抗する反動が生まれ、SOX法などむしろ米国の金融力を殺ぐような法律が簡単に出来たりしたのであろう。勿論、現在の「反SOX法運動」などは、米国特有の自浄作用として客観的に評価する必要もある。

最近のヘッジファンドやPEファンドへの規制に関して、欧州と米国とで対応が大きく違ってきたのも、この思想的蓄積の違いと見ることも可能ではないだろうか。流石に米国はその金融力低下に焦燥感を感じ始めている。だが日本の金融庁は、米国流思考の直輸入から抜け出せないままだ。だからこそ、前述したようなまるで魔女狩りのような検査が至る所で発生しているのだらうと推察する。

公平を期すために記すが、金融庁も例えば非営利法人のNPOバンクを自己資本の規制対象から外す、といった規制緩和の措置を検討していると伝えられる。昨年、貸金業登録に必要な純資産額の下限を500万円から5,000万円に引き上げることを決定、既存のNPOバンクや新規設営準備をしていた機関が稼動しなくなると指摘されていたが、金融庁は出資額を超える配当や残余財産の分配をしない、役職員の報酬が高額でない、といった条件付きで規制の対象から外すことを決めたようだ。

だがこれは金融庁が当初から描いていた形ではない。同庁は、例外は認めないという方針でNPOバンクも規制対象とする考えであった。それが一転したのは、昨年の「グラミン銀行ノーベル賞受賞」というニュースであったと聞く。マイクロファイナンスの重要性を、こともあろうに海外における評価で漸く認識するというお粗末ぶりであったのだ。

先週、預金保険機構が衝撃的な公表を行ったことをご存知の方も多かろう。同機構は「預金保険機構が実施する預金保険法に基づく金融機関への立入検査において、不適切な業務処理があったとの情報から、内部調査を行ったところ、明らかに不適切と認められる行為が行われたことが判明致しました。」と述べた。

同機構は「機構の信用を著しく失墜させるような威圧行為や、機構の実施している名寄せ検査に必要な範囲を過度に超える作業を被検査金融機関の職員に強いるなどの不適切な行為を行い、当該被検査金融機関の職員に心身ともに大きな苦痛を与え、当該職員が著しく体調を崩し、緊急に通院・加療を余儀なくされる事態を招いたことが判明した」と謝罪している。

また同時に「原則禁止とされている検査会場外への検査資料の持ち出しや、倫理規程違反につながりかねない行動等の不適切な業務処理が行われていた事実も判明いたしました」とも公表している。恐らくこれは氷山の一角であらう。こうしたお上の検査姿勢が、金融庁を中心に全国に蔓延しているのはほぼ間違いのない。

一定の規制や検査がなければ、市場社会は機能しない。アダム・スミスの教えは、真理を突いている。そしてその観察者は「市場と共感できる者」でなければならない。この指摘も、アダム・スミスの死後200年以上経過した今でも正しい。金融行政はいま、その古典の精神に戻るべきであらう。

編集ノオト

新年度になって大学など教育施設の多い九段界隈では、新入生の姿が目につき始めた。飯田橋や千鳥が淵の桜はもうピークを過ぎてしまったが、対照的に学生たちの初々しさが春の風景に映える。毎年のことではあるが、人々は4月にまた格別な思いを抱く。

企業にも新入社員が入社する季節であり、またこれで一つ歳を取ったことを実感する。年配の人だけでなく、若手・中堅の社員達も新世代が入ってくることで、いろいろと刺激を受ける筈だ。私の銀行時代はまだ年功序列が確立していたので、幸か不幸か「下克上の恐怖感」はなかったが、最近はそうでもないかもしれない。

「後世畏るべし、焉んぞ来者の今に如かざるを知らんや」とは孔子の言葉だが、いま新世代が自力収集している情報の質量は無視できないな、と思った。というのは、今般就職するというある学生さんから先月こんなメールを貰ったからだ。以下、抜粋して概略をご紹介します。

「前略、TFJのデイリーと世界潮流をバイト代の自費で学生時代に3年間読み続け、今般銀行に入社することになりました。XXさんの意見には時々首を傾げることもありましたが、徹底的に読みこなすことで裏側の辛辣な意味も少し掴めるようになりました。その眼力で企業や先輩の力量を測りながら思い切り仕事したいと思います。」

さてこの「勢い」を若さの暴発と苦笑いして流すことも出来ようが、まあ私のニューズレターを学生が毎日毎週読み続けるというのもそれほど容易な事では無い筈だ。一般メディアの水準に満足しない若い知性が、様々な洞察を日々模索していることの一例であると考えられる。このメールは、恐らくそうした流れのほんの一部に過ぎないだろう。つまり世間にはそんな輩がゴマンと居て、皆さんの職場に入ってくる時代になったのだ。

金融情報は新聞で、という時代はもう時代遅れになった。現代には上質な情報が溢れるように溢れている。その選択能力こそが金融人としての成否の鍵を握る。本誌も、常にそんな対象として批評され評価され続けることを目標にしたい。(Q)

ディスクレームー（ご購読に際してのお断り）

TFJ Bi-Weekly Monetary AffairsはRP テック株式会社（以下「弊社」）との購読契約に基づいて配布しております。

無断複製禁止 有償、無償を問わず他人への譲渡、複製の作成を禁じます。

無断転載禁止 本レポートに掲載されている情報、データなどの著作権は弊社に帰属します。無断転載はお断りいたします。

本レポートは、情報提供のみを目的として作成されており、金融商品の売買勧誘を目的とするものではありません。弊社は、本レポートの法律上、監査上、税務上及び会計上の側面に関していかなる助言もしないことにご留意ください。

本レポートの情報は、弊社が信頼に値すると判断した情報源に基づくものですが、当該情報は独立に確認されてはならず、弊社は、当該情報が正確であること若しくは完全であることについても、過失その他の理由により本資料に含まれるかもしれないいかなる誤りについても、また理由の如何を問わず本レポートの全部又は一部に依拠した者が被った如何なる損失についても、一切の責任を負わないことをご了承ください。

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(t-fj@rptech.co.jp)または電話(03-5212-8747)にてお願いいたします。

TFJ Bi-Weekly Monetary Affairs

バイウィークリー・マネタリー・アフェアーズ
隔週金曜日発行

編集 Tokyo Financial Journal

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 03-5212-8747
E-mail t-fj@rptech.co.jp