

今週のワールド・ウォッチ

米国経済への不透明感が高まっている。Bernanke 議長は Sub Prime 問題の波及に警戒感を示しながらもインフレ懸念を前面に打ち出し、市場の利下げ思惑を打ち消すが、景気減速への見方は根強いままだ。一方でイランによる英軍兵士拘束問題を契機に原油価格が上昇基調を示しており、インフレと景気悪化という最悪シナリオを読む向きもある。株価は世界的に底値確認とはいいつつも、地域色の強い展開になりそうだ。為替市場では Carry 取引再開で円は引き続き売り通貨に。

今週のアップデート

A	海外企業・市場のアップデート	1
	米サブプライム問題の行方	1
	ブラックストーンからの「警告」	2
	シティグループのリストラ	3
	白熱化する M&A と低下する企業収益	4
	低すぎる中国の金利水準	5
B	国際政治経済のアップデート	6
	中南米に新たな「国際銀行」構想	6
	50 周年を迎えた EU「ベルリン宣言」	7
	改革の進まぬインドの銀行制度	8
	「情報化戦略」首位から陥落した米国	9
C	論壇誌等より注目トピックス	10
	小さな政府は効率的なのか	10
	米国離れする欧州経済	11
	商品市場に懸念を示す英 FSA	12
	漸増する米株への警戒感	13
D	ファンド・ビジネス・トピックス	14
E	円建て海外株式運用利回り比較 (2007 年)	15
F	エマージング株式市場 (2007 年)	15
G	ヘッジファンド収益率状況 (2007 年)	15

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】

米国の Sub Prime Lending の動揺はどこまで波及するのか、見方は真二つに分かれたままである。金融市場は、慎重な姿勢を取りながらもこの問題が米国経済を揺るがすほどの深刻な事態に発展する可能性はまだ大きくないと見ているが、借入れ金利の更改などによる返済不能の増加はむしろこれから本番だとの指摘も増えつつある。住宅問題は、2000年のドッドコム・バブル崩壊に続く新たな危険因子となるのだろうか。

本年に入って約 30 社の Sub Prime Lender が看板を外した。Mortgage Bankers Association に拠れば、Sub Prime Borrowers の 13% が返済不能に陥っている。だが巨大な米国金融の規模から比べれば、Sub Prime というのは極めて限界的な存在でしかない。6,500 億ドルと言われる変動金利の Sub Prime Loan 市場の 2-3 割程度が焦げ付いても、40 兆ドルにのぼる米国金融市場から見れば、たいした数字ではないとも言える。

但し Sub Prime 問題が米国経済に与える影響のルートは様々であり、それらを丹念に観察しなければ判断を誤る可能性もある、と英 Economist 誌は述べている。米国の住宅ローン市場は約 10 兆ドルでそのうち 75% が証券化されているが、ここ 10 年間で Sub Prime ベースが全体の 10% にまで拡大しており、現在では新規借入れの 20% が Sub Prime となっている。そしてその多くは、なんと預金も所得申告も不要な “No-Documents Loan” であるという。

同誌は、不動産市況が反転した為に昨年末時点で全米の住宅保有者の 7% が Negative Equity に転落し、2006 年に借入れた人の場合はその比率が 18% に上るとの First American CoreLogic の分析を紹介している。これに金利更改によるコスト増が加われば、ひとたまりもない。本年から始まる返済不能は 2008 年にピークとなり、約 3,260 億ドルが焦げ付く可能性もあるという。これに失業や離婚といった他の仮定条件を加えれば、デフォルト予想は更に増加する。

どんなに局部的であっても融資の失敗が Credit Crunch を呼ぶのが金融の習慣である。Sub Prime Lender はもとより、他の金融機関の融資姿勢も慎重になるだろう。そして政治がこれを加速する。既に民主党は Bush 政権や FRB の対応を批判し始めており、大統領選も意識して Populist 的に融資規制強化の政策を推し進める可能性がある。Economist 誌は指摘する。実はそれが景気後退を呼び込む要因として、最も注目すべきリスクなのかもしれない。

【ブラックストーンからの「警告」】

Blackstone が正式に IPO を決定した。株式公開によって 40 億ドルの新規調達を行うにあたり、SEC に提出した資料から幾つかの興味深い事実が読み取れる。新株発行に際しては、既存株主が保有する議決権には影響がないように工夫されているほか、先週述べた通り創業者の 1 人である Peterson 氏が来年末で引退することも仄めかされており、今回の決定の一つの理由が同氏の「出資出口」であることを示唆している。

大手 PE Fund として初の米国市場公開だけに、注目度は否応無しに高まっていく。中でも、Partners への「特権」として許された、公開直前に持ち株を会社に売却する“Midnight Payout”で彼等がどの程度の利益を手にするか、興味津々に見る向きもある。NY Times 紙は、数億ドル単位の「給料日」を迎える Partners も多いだろうと報じている。だがそれよりも注目されるのは、Blackstone の収益実績である。

SEC への提出資料に拠れば、同社の 2003 年以降の年間投資収益は 34 億ドル、62 億ドル、51 億ドル、そして昨年が 76 億ドルと安定した高水準を維持している。その投資実績をカテゴリー別で見ると、株式部門では 1987 年のスタート以降年率平均が 22.8% で、不動産部門は 1991 年以降年率平均 29.2% と高いリターンを上げている。1990 年から開始した Hedge Fund 部門では、年率平均が 11.9% となっている。

比較的最近開始した投資部門では、1999 年以降の Mezzanine 投資が年率平均で 9.3%、2005 年以降の Distress 投資が年率平均 7.9%、Equity Hedge 投資が同じく 8.9% となっている。これらも新規投資分野として成功していると言って良いだろうが、やはり Blackstone の看板と言え Buy-Out を通じた株式投資であり、今回の新規公開へ応募する投資家もその果実を追う。だが、Blackstone はそんな投資家に一つの警告を発している。

FT 紙に拠れば、同社は最近流行している複数の Fund による買収スタイルは投資効率を損なうリスクがあると指摘している。先般の史上最大規模の Equity Office 買収は Blackstone の単独案件であったが、Home Depot 買収などは他社との共同案件である。共同買収は重要な意思決定においてマイナスに作用する可能性があり、今後の展開次第では失敗する買収も有り得よう。景気後退への懸念も高まる。過去のリターンが将来を保証してくれないのは PE Fund とて同じである。

【シティグループのリストラ】

昨年、Citigroup の 4.3% を保有するサウジの Alwaleed bin Talal 王子は、CEO の Prince 氏に対してコスト管理が甘過ぎると厳しい注文を突き付けた。米国内のみならず日本や欧州での不祥事もあって株価は低迷、大株主の不満が爆発したとしても不思議ではない。それ以降、Citigroup は本格的なリストラ策の検討を重ね、全従業員の約 5% にあたる 15,000 人の人員削減に踏みきる模様だ。

NY Times 紙に拠れば、正式な公表は 4 月中旬となる見込みだが、全世界に抱える 325,000 人の従業員のうち New York、London、香港など主要拠点の高コストのスタッフを含めた大規模な人員カットを行うことを内々に決めたようだ。中でも消費者金融部門が最も影響を受けるだろうと同紙は報じている。さらに、企業金融や投資銀行部門でも数千人規模のリストラが実行されそうだと観測も上がっている。

この人員削減報道が、丁度 Prince 氏のインド出張の時期と重なったのが興味深い。人員増強の過程にあるインドは、まさに削減される人員の Replacement 先であるとも言える。Citigroup は既にインドにおいて Business Processing のアウトソースに 12,000 人、個人金融、企業金融、投資銀行、資産運用などの部門で 10,000 人、合計 22,000 人の大所帯を擁しているが、この地はリストラどころかまだ拡大する拠点である。

Prince 氏はその Staff Meeting で、今後は米国外の 2-3 拠点での高い成長に焦点を当てると述べて、その一つがインドであることを強調した。これが必ずしも Lip Service でないことは、Citigroup の収益構造を見れば良く解る。昨年第 4 四半期におけるの海外からの利益は全体のほぼ 40% に達しており、とりわけ企業金融と投資銀行部門の revenue では海外が 65% となっており、欧州とアジアに依存した構造が明確になっている。

FT 紙に拠れば、今回の人員削減で決算上は 10 億ドルの費用計上となるが、結果として約 20 億ドル以上の経費節減が見込まれるという。一方日本では日興コーディアル・グループの買収計画が進んでいるが、TOB 価格の引き上げという計算違いや日興大株主の抵抗、そして様々な筋から「外資嫌い」の壁にも直面しているようだ。厳しいリストラを迫られる Prince 氏のバランス感覚の中で、日本はインドと同様に「成長」を期待される場となるのだろうか。

【白熱化する M&A と低下する企業収益】

PE Fundなどが主導する企業再編の嵐はまだ止みそうにない。昨年来、競うように買収額の記録が更新され、本年第1四半期のM&A総額は遂に1兆ドルを越える規模になった。その買収を支える債券発行額も1兆ドルを突破し、銀行ローンも前期比で50%増と急増、AdvisoryではGoldmanとMorgan Stanleyが首位を争っている。一方で、米国主要企業の収益性は、確実に下方を向き始めている。

Dealogicの統計に拠れば、第1四半期のM&A総額は前年同期比14%増の1兆1,300億ドルに拡大した。これをGlobalベースのGDPとの対比で見ると8.8%となっており、2000年のITバブル崩壊直前に記録した10.5%に迫っている。このうち、PE Fundなど資本スポンサーが仕掛けたM&Aは1,662億ドルで、前年同期比53%増加しており、またM&A全体のシェアで見れば15%と、前年同期の11%から着実に拡大している。

M&Aに絡むAdvisoryも熾烈な戦いになっているようだ。第1四半期では2,799億ドルの案件を纏めたGoldmanが首位をキープ、Morgan Stanleyが2,739億ドルで肉薄し、これをJP MorganとCitigroupが追い掛ける。5月には日本でも三角合併が解禁されるなど、世界中のM&Aブームはまだ継続しそうな勢いだが、米国の企業業績には翳りが見え始め、Credit Premiumにも警戒感が生まれている。市場の変調は近いと見る向きも増えている。

FT紙は、今週発表された2006年第4四半期の米国企業の収益率は前期比で0.3%低下となったと報じている。これは2005年第3四半期以来のマイナスであるが、当時の減少はHurricane Katrinaという特殊要因によるものであった。第4四半期GDPの改定値は2.5%へ上方修正されたが、住宅・設備投資などを見る限り下向きトレンド入りする可能性は否めない。2004年以降、3.9%、3.2%、3.3%と続いた米国の3%台成長も、本年ペースダウンするのはほぼ確実だ。

これまでの株価上昇やRisk Premiumの縮小を支えてきたのは、絶好調の米国企業利益であった。今回の業績低下を示す数字は、その前提が崩れ始めていることを示している。だがM&Aの勢いは止まるところを知らず、債券やローン・ビジネスも収益機会を求めて低格付け市場に殺到する。そのアンバランスを顕現化するのは何もSub Prime問題に限らない。イラン問題の拘れも原油価格を刺激し始めている。懸念材料は、徐々に増加していると見るべきだろう。

【低すぎる中国の金利水準】

一昔前まで低金利国の典型といえばスイスであったが、現在では日本を置いて他にあるまい。だが名目水準ではそうであっても、実質水準で低い国はアジアにゴロゴロしている。中でも二桁の高度成長を続ける一方で頑なに一桁の金利水準を維持している中国の金融政策はもっと注目されても良いだろう。政治的に金利を低めに設定していることが実は大きな社会コストになっていることは、現代日本も参考にすべきかもしれぬ。

中国は先般金利を 0.27% 引き上げたが、利上げは過去 3 年間で 4 回を数えるのみである。因みに米国はその間に 17 回の利上げを行った。経済成長率では米国の数倍のペースで走っているが、金利政策には殆ど手を付けていない状態だ。人民銀行はむしろ貸出窓口規制や預金準備率の引き上げなどの量的抑制策を主要な手段として利用している。そこには中国経済の金利官能度の弱さが露呈していると英 Economist 誌は分析する。

経済学の教科書には金利水準は資本の限界リターンに等しくなると書いてある。新興国におけるその代理変数は名目 GDP であるが、その説に従えば中国の金利は 13% 程度であってよい。然るに現実の貸出金利は 6.39% である。だがこれを引き上げても中国の経済活動にはあまり影響がない。中国経済の大半を占める非効率な国有企業においては、金利負担の増加が生産活動を抑制するという経営判断が生まれにくいからである。

不自然な低金利は、資本の非効率運用、銀行への過剰依存、銀行の不良債権増加、資本市場の発展阻害、そして株式や不動産への投機促進といった二次作用を生むのは 1990 年代の日本が学習した通りである。中国の場合は、それらに加えて為替レートの管理体制を敷いている為に利上げが人民元高を狙った投機資金を呼ぶというリスクを抱えており、大胆な利上げ判断に踏み切れないという事情もある。

IMF は、中国人民銀行も先進国の中銀と同様に短期金利をターゲットにおく柔軟な金利操作を政策の中心に据えるべきだと主張する Working Paper を公表している。同時に、国務院 (State Council) が中銀の金利変更を承認するという手続きも廃止すべきだと述べている。この辺は、日本の政治も漸く理解し始めたかに見えるが、今夏の参院選を控えてまた介入復活の気配も漂っている。日中の「低金利」はむしろアジアの構造問題として採り上げるべきなのかもしれない。

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】

ラテン・アメリカは日本から遙か遠くの地域だが、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”構想は非実現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して報じている。

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。

【50周年を迎えたEU「ベルリン宣言」】

1957年3月25日のローマ条約締結から半世紀を迎え、EUは特別首脳会議を開催して「ベルリン宣言」を採択した。二度にわたる悲惨な世界大戦を経て、EUが平和の実現や経済力の向上、福祉政策の拡充など多くの成果を上げてきたことを自賛するとともに、今後は「新たな共通の基礎」に基づいて温暖化やテロへの対策などで国際社会を主導する立場を目指す意思を表明している。だがEU内部には、まだ多くの対立点も残っている。

「四十にして惑わず、五十にして天命を知る」のが孔子流であるが、50周年を迎えたEUはまだこれからが勝負である。ユーロ導入の成功は確かに大きな実績だったが、ここ数年は憲法批准で躓くなどEU懐疑派の声も高まりつつある。単一市場化は経済成長に逆行し失業率を高めているといった批判は根強く、また英独仏など主要国の間でも地理的拡大や市場統合、企業買収など様々な面で不協和音も聞こえてくる。

EU支持派の中でも、実存主義派 (Existentialist) と器具主義派 (Instrumentalist) との対立が見えると英 Economist 誌は述べる。前者はまさにEUの基盤を作った思想だ。1980年代にドイツの Kohl 元首相はこれを“United States of Europe”と表現し、その流れはベルギーやルクセンブルグの現首相らに受け継がれている。まさに平和の理念から演繹された欧州の理想像だが、この勢力は徐々に影響力を失いつつある。

一方で、“A Result of Europe”を看板に掲げる Barroso 欧州委員長に代表される後者は、人々が共鳴することの出来る具体的政策、例えばエネルギー政策や環境問題、移民対策など一国では処理出来ない課題をEUとして採り上げるアプローチを採る。Economist 誌は、これはEU新規参入組の思いを表現するものだと指摘し、今回の「ベルリン宣言」に隠されたオリジナル国と新参国との溝の深さを示していると述べている。

その問題は、EU憲法制定や欧州軍の創設などの議論に凝縮されているとも言える。経済力の復活を誇る議長国ドイツの Merkel 首相は「歴史的な機会を逃してはならない」とEU憲法制定に向けた意欲を示しているが、英国などのように政治的統合に強い拒絶反応を示す国も少なくない。徐々に声を増すEU懐疑派に対して、二つに分裂したEU支持派がどのように歩み寄れるかが欧州の将来像を決める鍵になりそうだ。

【改革の進まぬインドの銀行制度】

途上国における経済成長に欠かせないのが金融機能の充実である。日本は高度成長期に銀行が大きな役割を果たしたことが過小評価されているが、銀行システムの貢献度は現在の中国経済を見れば歴然としている。国内金融制度改革を第一義として経済振興を図る中国の選択は正しいが、同じように高成長路線を求めるインドではこの意識が薄いと指摘される。インドの銀行機能の乏しさが、経済成長を抑制するリスクも見え始めている。

中国の国有銀行による株式公開は全世界の注目を浴びた。Banker 誌の資産順位でも、世界のトップ 35 行の中に中国の 4 大銀行がランクインしている。一方で、NY Times 紙に抛ればインドの銀行は最大規模の State Bank of India の 83 位が最高である。資産高だけで銀行の優劣を測れないのは自明であるが、資金需要の強い新興国においては銀行の融資能力は重要な尺度である。海外での買収などを進めるインド企業にとっても、銀行融資は不可欠の資金源だ。

だがインドの国内銀行はこうした時代の波に乗れないでいる。国営銀行の体質が強く残り、労働組合の力も強いままで、銀行経営の効率化が図れないからだ。政府が指導する銀行合併なども組合の反対でなかなか実現しない。同紙は、非効率さの典型として State Bank of India の社内オンラインが全店舗の半数以下にしか行渡っていないことを挙げている。ある支店に預金を持つ人が他の支店でお金を下ろすのに 10 日以上もかかるのだという。

現在インドにおける銀行ビジネスの約 2/3 が支店全体の 5% に満たない拠点で行われており、全国に配置された支店の殆どが機能不全の状態にあることを示している。またインド国民の 70% は銀行と接点を持っていない。目覚ましい経済発展の影に、官僚主義と非効率さによって侵食された金融制度の姿が浮かび上がる。McKinsey は、金融改革によってインドは中国と同等の成長が達成可能だと指摘するが、改革は一朝一夕には期待できない。

国家運営の銀行制度の下で、国民貯蓄の約 70% が政府や国有企業の財政へと吸い上げられている。財政赤字はインドのアキレス腱であるが、これが非効率な金融によって守られていると見ることも出来る。資金需要の強い民間企業や資産運用を求める富裕層は、古めかしいインド国内の銀行ではなく海外の金融機関に向かう。金融機能は経済成長の要である。こうした国内制度にメスが入らなければ、インド経済に警戒信号が点滅する日がくるかもしれない。

【 「情報化戦略」首位から陥落した米国】

日本で一般に IT (Information Technology) と呼ばれるものは、海外では ICT (Information and Communication Technology) と表現される。情報と対話を混同する日本がコミュニケーションを不得意とするのは当然かもしれないが、その ICT への取組みを国別で毎年評価している世界経済フォーラム (WEF) の最新の報告に拠れば、昨年首位を堅持していた米国が大きくランキングを下げて 7 位にまで低落している。

Davos 会議でお馴染みの WEF は、例年 Insead Business School との共同作業で ICT への取組み状況を評価している。調査は大まかに三つのカテゴリーに分類されており、ビジネス動向や当局規制の現況、ICT インフラ整備度などの環境面、個人やビジネスそして政府が ICT から得る便益度、及び実際の ICT の利用度という観点から採点される。今回、米国に代わってトップに立ったのはデンマークであった。

122 か国を対象とする中で、同国をはじめとする北欧諸国の健闘が目立っている。2 位のスウェーデン、4 位のフィンランド、8 位のアイスランド、10 位のノルウェーなど、すべての国が上位 10 傑にランクインしている。因みに 3 位は昨年 2 位のシンガポールであり、他のアジア勢では日本が 16 位から 14 位にやや浮上した程度で、評価はいま一つだ。経済力で世界を刺激するインドや中国もこの面ではそれぞれ 44 位、59 位と振るわない。

さて首位陥落の米国は、政治的環境や規制問題などで大きく評価を下げている。技術革新の側面では、大学など研究機関と ICT 産業との密接な関係を維持する米国が引き続き首位の座にあるのは疑いないが、WEF はその運用面で政治動向が障害になっていると判断したようだ。昨今、金融ビジネスに対する同国の規制動向を疑問視する声が強まっているが、似たような問題が ICT に関しても生まれているということだろう。

さて北欧諸国の取組みがここまで評価されているのは何故か。WEF は、まずその教育制度の卓越性を挙げ、それが技術革新を生む文化の基礎となっていると指摘する。更に民間事業へ好意的に機能する公的機関、最新技術への社会の適応性なども優位にあると分析している。北欧諸国は 1990 年代の深刻な金融危機を乗り切り、ICT 先進国として生まれ変わった。同じように金融危機を経た日本は、新しい社会作りの座標を確定していると言えるだろうか。

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】

官から民へという新自由主義の言い分は、政府は何もすべきでないという反政府主義者の主張に似ていなくもない。日本でも小泉前政権時代にそうした風潮が顕著となったが、その思考は簡単に言えば財政支出が増えるような政策には反対で、一定の所得格差は必然であるという立場である。だが現代社会では、真に効率的な政策を遂行するにはそうした主張が逆に邪魔になることも多いという指摘もある。

NY Times 紙は、米国では経済の効率性の追求という意味で反政府主義を唱える人々が増えているという。彼等が主張する「小さな政府」は Reagan 時代からの遺産であり、それが経済の効率化をもたらすと信じる人は欧米ならずとも日本でも多い。だが、小さな政府はむしろ貧困を増大するリスクもある。同紙は、実は経済的な効率化はしばしば政府の介入によって達成されるのだ、という逆説的な論説を紹介している。

Cornell 大学の Robert Frank 教授は、その近著 “The Economic Naturalist” において、財政問題と所得再分配の二つの視座からの矛盾という切り口を通じて、政治家は往々にして効率的な「小さな政府」を目指すことによって社会全体のコストが上昇するような政策を取ることも少なくないと述べる。すべての人が成長果実に預かれなくなった現代、「小さな政府」への主張が逆に成長を阻害する障害物になっているという訳だ。

教授はまず環境問題を俎上に上げる。例えばガス排出量規制には社会コストがかかる。実際の排気量は低所得層が持つ古い車によるものが殆どであるのに、「小さな政府」は金持ちが購入する新車に厳しい規制を設けるコスト高の政策を選択する。むしろ富裕層に対する税率を上げればその歳入で低所得層に買い替えを勧める Voucher を配布出来る。その方が、よほど社会コストの総計は安くなるはずだと教授は指摘する。

先般可決された最低賃金引き上げは財政支出に繋がらず、低所得層への減税よりは良い政策に見えるが、雇用抑制や物価上昇という面で社会総体のコストは実は上昇しているのだ。ガソリン税も引き上げた方が脱石油や排気ガス抑制に余程貢献するが、それは国民の意思に反するのでやりにくい。「小さな政府」への主張と幻想が、結局社会コストを増大していることもある。何でも「民が良い」とは限らない。

【米国離れする欧州経済】

昨今、貿易統計といえば米中間など不均衡状態を表す尺度として Journalistic に語られることも多いが、本来は地域間における経済状態の相対性や構造的な変化を表徴するものとして、極めて貴重な数字である。それが世界経済の大きな潮流変化を暗示することも少なくない。欧州と中国との貿易量の増加は、欧州の景気動向が必ずしも米国経済の行方に左右されなくなってきたことを示す好例であろう。

先週 Eurostat が発表した貿易統計に拠れば、2006年のEUにおける総輸入額のうち中国からの輸入が前年比21%増加して1,915億ユーロとなり、前年比8%増の米国からの輸入額1,762億ユーロを抜いて中国がEUにおける最大の輸入相手国となった。ユーロ圏に限定すれば、中国は既に昨年央の時点で首位に立っている。一方で、ユーロ圏からの輸出に関しても対中国は前年比23%増の533億ユーロと急増している。

為替市場でのユーロ高に、輸出産業を主体に経済回復を遂げてきたユーロ圏はかなり神経質になっているが、現時点で見ればそれほどマイナス材料になっている訳ではない。対ドルでは再び1.33台を回復してきたが、2004年末に付けた1.36台には及ばない。対円では160円に向けたじり高推移が続いているが、ユーロ圏からの対日輸出額は344億ユーロに過ぎず、主要相手国である英米中露4か国向けを合計した5,228億ユーロの約6.5%でしかない。

ユーロ圏の地域別輸出入の増加割合で見ると、対英米取引は分母が大きいこともあるが総じて6-8%程度の増加に止まったのに対して、中国やロシア、ポーランドやチェコなどとの貿易割合が軒並み20%以上の増加を示しているのがわかる。BarclaysのエコノミストであるCallow氏は、ユーロ圏の貿易相手国としてのトップの座を占有してきた英国に、2008年か2009年には中国が取って替わる可能性が高いと推測している。

その中国との取引では貿易赤字が897億ユーロとこちらも前年比で約20%拡大しており、欧州における伝統産業の競争力問題に暗い影を落とし始めている。FT紙は、中国からの輸入品は繊維製品などから付加価値の高い工業製品にまで裾野が広がっていると指摘する。その一方で、ドイツ、オランダ、ベルギー、スウェーデンなどの輸出競争力の向上は好材料だ。欧州にとっては、今や米国経済よりも中国経済の方が気掛かりな存在なのかもしれない。

【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 に関する融資を考査の重点的对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さを漂わせている。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。

FT 紙に拠れば、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。

【漸増する米株への警戒感】

昨年 5 月の世界的な株式下落と同様に、本年 2 月末からの世界同時株安も何とか 1 か月程度のブレで終わりそうな気配である。どちらの過程も Re-Pricing Process といった言葉で説明がなされるなど現象面では確かに似ているが、その背景には微妙な違いもある。従って、調整局面の後の市場シナリオも昨年と同様だと単純に考えるのは問題だ。既に米国市場では防衛的な運用への切り替えを薦める声も強まっている。

2006 年 5 月から急落した米 Dow30 種平均は 9 月にはその水準を回復、その後本年 2 月まで一本調子に上昇を続けていった。急落の契機となったのは当時のインフレ懸念である。FRB による引き締め過ぎが警戒された時期でもあったが、Bernanke 議長は 8 月に利上げ停止を決断、米国経済への信頼感も回復し企業業績は 13 四半期連続の二桁増益となるなど、株式市場には追い風が吹いていた。

さて今回の株価急落は、中国市場の急変を契機としながらも米国経済の底辺に潜む先行きへの警戒感が滲み出てきたものとも読むことが出来る。現在、Sub Prime Lending 問題が俄かに脚光を浴びているが、それ以前に企業利益増加率の一桁への減退予想や GDP 成長率の鈍化見通しなど既に先行きへの懸念が鬱積していたのは事実である。Greenspan 前議長の声を聞くまでもなく、年後半の米国経済ペースダウンを読むのはさほど突飛なことではない。

利下げを期待して株価上昇を見込むというのも一つの戦術ではあるが、企業業績が低下するのを無視する訳にもいかない。昨年の Dow は 6 月の底値から約 8 か月で 20% 上昇したが、今回はそうした期待を抱くのは厳しそうだ。FRB の Bernanke 議長は上下院合同委員会で行った証言でインフレ重視の姿勢を変えず、Sub Prime の悪影響を先取りしながら利下げ思惑を強めてきた市場に冷水を浴びせている。

NY Times 紙は、より防衛的な運用にシフトすべき時期が来たとする専門家の意見を紹介している。そこでは景気サイクル好循環で成果を上げてきた小型株を警戒する声、景気動向にあまり敏感でない Healthcare や Household 関連などの株式を奨励するアナリスト、小型株から優良大型株への転換を薦める投資顧問など、一様に米国経済の鈍化傾向を踏まえた上での投資指南となっている。米国株式市場は正念場を迎えつつある。

D. ファンド・ビジネス・トピックス

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同社は述べている。

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同社は述べている。

Blackstone が上場の際して 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 の巨額借り入れや 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ば法的手段に訴える、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。

E. 円建て海外株式運用利回り比較 (2007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	1.00	Nikkei	17,263.94	-155.26	-0.52%	-0.52%
米	USD/JPY	117.97	117.97	SP500	1,422.53	-12.01	0.42%	-0.25%
EU	EUR/USD	1.3334	157.30	DAX	6,897.08	40.12	3.23%	2.95%
英	GBP/USD	1.9631	231.59	FTSE	6,324.20	6.20	0.21%	-1.01%
豪	AUD/USD	0.8070	95.20	SP300	5,973.30	6.70	5.58%	6.14%
中	USD/RMB	7.7281	15.27	ShanghaiA	3,360.82	133.80	17.61%	18.12%
印	USD/INR	43.7480	2.70	SENSEX	12,979.66	-328.37	-6.97%	-6.37%
露	USD/RUB	26.0090	4.54	RTS	1,940.47	80.85	7.89%	7.17%
伯	USD/BRL	2.0413	57.79	Bovespa	45,355.13	-69.05	-0.06%	3.64%

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

F. エマージング株式市場 (2007年)

	2007/3/29	2007/1/2	収益率A
韓国	1,450.95	1,409.35	2.95%
台湾	7,848.33	7,917.30	-0.87%
インドネシア	1,817.72	1,832.25	-0.79%
マレーシア	1,235.89	1,112.33	11.11%
タイ	671.62	657.72	2.11%
ベトナム	1,068.71	741.27	44.17%
トルコ	43,666.17	39,006.27	11.95%
エストニア	890.47	857.11	3.89%
チェコ	1,703.20	1,618.30	5.25%
サウジアラビア	7,889.74	7,969.18	-1.00%
アルゼンチン	2,099.09	2,139.14	-1.87%
メキシコ	28,704.24	26,664.45	7.65%

G. ヘッジファンド収益率状況 (2007年)

	HFR	CS/T	MSCI	平均値	2006年
総合指数	1.46%	1.85%	1.43%	1.58%	9.37%
CB裁定型	1.94%	2.29%	1.48%	1.90%	9.95%
ディストレス	3.08%			3.08%	11.28%
イベントドリブン	3.65%	5.86%	4.73%	4.75%	9.65%
ロングショート	3.94%	3.18%	2.03%	3.05%	5.40%
マクロ型	-4.63%	2.30%	1.59%	-0.25%	3.86%
債券型		0.67%	1.66%	1.17%	12.11%
エマージング		0.45%		0.45%	27.10%

- 姉妹紙「マネタリー・アフェアーズ」のご紹介 -

TFJ では、2001 年 6 月より隔週で「Bi-Weekly Monetary Affairs」(旧: Credit Research & Pricing) を発行しております。

日本の銀行問題、社債市場、派生商品市場、金融政策、金融制度などを対象に、実務界で活躍する人々が、それぞれの視点から独自の分析や意見を寄稿するユニークな金融論壇誌です。金融行政機関、内外金融機関、シンクタンク、メディアなど幅広いお客様からご好評を頂いております。

「世界潮流アップデート」と併せ、是非ともご参照ください。

(企業購読、個人購読、年間購読、個別購読いずれも可能です。

TFJ のホームページ <http://www.t-fj.co.jp/> をご参照ください。)

第 143 号 <3 月 23 日号> の目次

投資家から見る債券市場	八須 賀雄
国内企業ニュースダイジェスト	TFJ 編集部
JGB 関連トピックス	久保田 博幸
社債・CDS 市場の動向	TFJ 編集部
J-REIT 市場・株式市場	TFJ 編集部
商品市況と新興国市場	TFJ 編集部
国際金融 世界潮流	TFJ 編集部
ヘッジファンド・トピックス	TFJ 編集部
最近のクレジット市場周辺トピックス	田中 雅史 (FISCO 記者)
BBA のクレデリ・レポート抄訳	TFJ クレジット・リサーチ部
マイクロ・クレジット#1	杜羅 三郎 (証券アナリスト)
低地地帯の金融史#4	平山 賢一 (アセット・アロケーター)
金融商品取引法と社債	八須 賀雄 (TFJ シニア・リサーチャー)
タウラの裏読み#3	田浦 哲哉 (FISCO 資本市場アナリスト)
ポスト新自由主義への道	倉部 康行 (RP テック 代表)

発行 RP テック株式会社
編集 Tokyo Financial Journal
編集人 倉部 康行

本情報誌には弊社及び情報提供者に著作権その他の財産権が帰属する情報が含まれておりますので、弊社の許可無き転送、転載、複写は固くお断りいたします。また情報は信頼出来るソースから入手したものです。正確で完全なものであるかどうかを弊社が保証するものではなく、情報又は情報の配信に起因する担保責任を弊社が負うものではありません。また金融資産の売買に関する助言、勧誘、推奨を行うものでもありません。