

# GCI Global View

2007年12月25日

## 【目次】

●スペシャルレポート	
韓国経済は本当にヤバイのか? ~ 後篇 ~	P.1
●HF ウォッチ	
米 GS の新ヘッジファンド、最大 100 億ドルの資産規模になる見通し など	P.4
●Global Markets	
1. オーバービュー	P.5
2. 資金市場	P.7
3. 株式市場	P.8

## 【連絡先】

株式会社 GCI アセット・マネジメント

住所: 〒101 - 0065 東京都千代田区西神田 3 - 8 - 1 登録番号 関東財務局長(金商)第 436 号

電話番号: 03 - 3556 - 5540 (代表)

日本証券投資顧問業協会 第 011 - 00963 号

電子メール: administration@gci.jp

## ●スペシャルレポート

### 韓国経済は本当にヤバイのか？

前週まで、韓国経済に関しかなりNEGATIVEなトーンで説明してきた。お読みいただいている方の中には「素朴な疑問」として、2007年の韓国株式市場はそのような環境にも関わらず、後半はサブプライムの影響を受け軟調に推移しているものの、少なくとも前半については好調だったし、全般的に日本より良かったのは確実と思われるのに、一体なぜ？という気持ちになると思う。

報道等を調べても、「外人は売り」「個人も売り」というものしか出てこない。では、一体誰が買っているのか？

下表は韓国株式市場が発表するセクター別売買動向のサマリーである。2006年9月からのデータだが、直近2007年10月までを考えても、個人・外人ともに売りである。機関投資家は若干の買い越しであるが、なんといっても、最も買い越ししているセクターは事業法人である。

	Other Corp	Institutional Investors	Individual Investors	Foreign Investors
2006/9/30	16,505	81,738	-114,957	16,713
2006/10/31	20,727	140,129	-19,272	-141,583
2006/11/30	33,434	-22,635	-109,817	99,017
2006/12/31	6,316	74,125	-55,646	-24,796
2007/1/31	41,787	-136,194	48,439	45,968
2007/2/28	98,937	-265,360	473,907	-307,485
2007/3/31	-27,977	-173,736	107,808	93,906
2007/4/30	342,910	-408,715	9,259	56,546
2007/5/31	33,795	228,135	-236,893	-25,039
2007/6/30	60,294	259,868	-211,837	-108,327
2007/7/31	82,598	-86,630	137,188	-133,155
2007/8/31	73,608	649,961	-499,887	-223,681
2007/9/30	23,096	-111,337	103,706	-15,464
2007/10/31	81,035	94,586	23,213	-198,833
合計	887,065	323,935	-344,789	-866,213

(単位:10億ウォン)

2007年の韓国企業の自社株買いは過去最高のペースで進んでいる。12月10日時点までの自社株買い推定金額は、Main Boardだけでも約5兆7000億ウォン(約62億米ドル相当)に上る。特に、上場企業の中でも時価総額上位企業に自社株買いが多く、これが株式インデックスに大きな影響を与えているのである。下表の通り、現代重工、サムソン電子、POSCOの影響は特に大きい(Bloombergより弊社作成)。

代表的韓国企業による自社株買い	実行日	実行日価格	買戻し比率	買戻し金額 (10億ウォン)
Hyundai Heavy Industries	1/15/2007	131,000	3.0%	1,712
Samsung Electronics Co Ltd	1/16/2007	611,473	1.9%	909
POSCO	2/10/2007	347,491	3.0%	299
GS Engineering & Construction	3/20/2007	80,500	0.4%	108
Samsung Fire & Marine Insurance Co Ltd	4/23/2007	170,000	3.1%	123
KT&G Corp	4/30/2007	68,000	2.7%	93
Samsung Corp	5/ 4/2007	40,450	2.0%	108
KT Corp	5/21/2007	45,200	0.7%	272
Samsung Heavy Industries Co Ltd	6/ 4/2007	46,950	5.2%	183
KT Corp	9/24/2007	45,700	0.9%	255
Hyundai Motor Co	10/ 1/2007	73,900	0.8%	125
KT&G Corp	10/23/2007	67,900	1.9%	561
SK Telecom Co Ltd	11/ 9/2007	229,500	0.6%	15

前週までの説明で、韓国は銀行セクターを中心に資金不足が生じていると説明したが、ではこういった自社株買いの資金はどこから来ているのか？ まず、12月10日時点における KOSPI INDEX の時価総額上位 30 社の財務内容の、過去 6 年間の推移をご覧頂きたい。(Bloomberg より弊社作成)

非金融23社平均	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Equity Ratio	35.84%	36.14%	37.74%	41.29%	42.91%	43.25%
Liquidity Ratio	98.10%	93.95%	102.33%	119.64%	133.36%	128.44%
ROA(Before Extra)	0.86%	2.66%	4.55%	7.61%	6.72%	6.17%
ROE(Before Extra)	-2.89%	4.42%	10.44%	16.83%	14.16%	11.91%
金融6社平均						
Equity Ratio	8.0%	8.8%	7.7%	9.1%	9.3%	9.1%
Liquidity Ratio						
ROA(Before Extra)	0.6%	1.0%	0.5%	0.7%	1.1%	1.2%
ROE(Before Extra)	8.8%	11.0%	3.2%	8.9%	12.9%	14.1%

上位 30 社のうち、SK Energy 社は今年の上場であるため、計算には含めていない。また、銀行は組織変更等のため過去の計数と連続性がないため、数値については最も古い年のものを代用し、単純平均にした。ちなみに、KOSPI INDEX において時価総額上位 30 社の WEIGHT は 57%になる(銘柄数 741 社)。

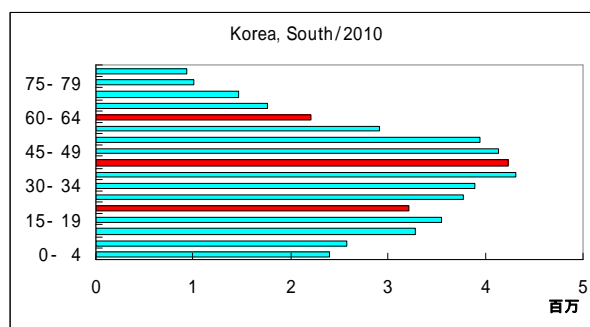
財務安全性を示す Equity Ratio(自己資本比率) / Liquidity Ratio(流動比率)双方とも、2001 年から比べても大幅に改善していることがお分かりいただけるであろう。また、財務安全性を重視すると、ともすれば悪化しがちな収益性指標についても改善しており、韓国企業の努力が伺われる。

つまりこうである。韓国企業の自社株買いは、過去からの財務体質改善により、殆どのケースは手元資金で賄っている。また、償却も少なく、金庫株で保有しているケースが多い模様である。韓国企業は 1997 年アジア通貨危機による IMF 管理を経て体質改善が進んでおり、その結果としての自社株買いを進めているのである。

最近、かの投資の神様バフェット氏が中国株の売りを行い、同時に韓国株の割安度を指摘した。下表の通り、他のアジアパシフィックの株式指数と比べても、韓国の株式は確かに安い(12月17日現在)。

	PER(予想)		PER(予想)
オーストラリア ASX 200 指数	15.3 倍	マレーシア クアラルンプール指数	16.3 倍
上海 A 株指数	39.1 倍	フィリピン 株式指数	17.5 倍
香港 ハンセン指数	18.2 倍	シンガポール ST 指数	15.3 倍
インド SENSEX 指数	24.0 倍	台湾 加権指数	12.9 倍
インドネシア ジャカルタ株式指数	19.8 倍	タイ SET 指数	13.2 倍
日本 日経平均	17.5 倍	<b>韓国 KOSPI</b>	<b>13.2 倍</b>

また、以前のレポートでもお伝えしたが、韓国は人口構成上も望ましい形になっており、他国と比べてもその影響が長く続く形になっている。現状ではその影響が、経済全般というより不動産価格に局地的に反映されている模様であり、ネガティブな面が目立つが、底支えとして期待は出来る。



3週にわたり説明してきたが、韓国の景気は必ずしも全面的に楽観視できるものではない。が、体質の改善は確実に進んできており、非常に面白いマーケットであるといえよう。(佐々木)

## ●HF ウォッチ

### 米ゴールドマンの新ヘッジファンド、最大100億ドルの資産規模になる見通し

12月17日付のブルームバーグによると、米ゴールドマン・サックス・グループが新たに設立する株式ヘッジファンドに、最大100億ドルの資金が集まる可能性が出て来た。仮に実現すれば、設立時の資産規模として業界最大になる。

新ファンドの「ゴールドマン・サックス・インベストメント・パートナーズ」は1月1日より運用を開始する予定で、数ヶ月前から資金集めが進められている。11月には、同社のロイド・ブラックフェイン CEO が、新ファンドは株式を中心に運用し、顧客に提供する自社ファンドの多角化に貢献できると投資家に説明していた。

新ファンドの設立は、有能なファンド・マネージャーの社外流出を防ぐ目的もあると専門家は指摘している。ゴールドマン・サックスの株式トレーディング・グループからは、すでに数十億ドル級のヘッジファンドが6本以上誕生し、リチャード・ペリー氏やダニエル・オク氏、エリック・ミンディッチ氏などの著名なファンド・マネージャーを輩出しているが、彼らはいずれも同社を退職し自分の運用会社を設立している。同社は、彼らの運用会社と良好な関係を構築、彼らのファンドへの投資やバックオフィス業務の提供を行っているが、今回の新ファンドでは、自社内にマネージャーを留めて運用する形をとる。

新ファンドの運用は、2003年から同社の主要戦略グループの責任者を務めるラーナン・アガス氏らが主導する。同社のマーケティング資料によると、新ファンドは資産の75%を株式のロング・ショート、10%を社債、10%をプライベート・エクイティやその他の資産、残りの5%を買収案件やイベント・ドリブンに割り当てるとしている。投資先地域は、2分の1から3分の1を米国に割り当てるが、10%から30%はアジアに集中させるとしている。ファンドの運用には、社内のトレーディング・グループから40名以上のプロフェッショナルを配置する。


### 来年は収益拡大が期待されるディストレスト戦略型ヘッジファンド

ディストレスト戦略型のヘッジファンドは、サブプライム住宅ローン問題に端を発した世界的な信用危機により市場が大きく混乱したにもかかわらず、パフォーマンスの大幅な伸びは見られなかった。

ヘッジファンド・リサーチ社が公表している「HFRI総合インデックス」では、ヘッジファンド全体のリターンが年初来でプラス9.65%となっているが、「ディストレスト証券」を対象としたインデックスはプラス6.07%とやや低い水準に留まっている(いずれも12月20日時点の推計値)。その一方で、2008年はディストレスト戦略型ヘッジファンドが勢いを増す年になるとの見方が業界関係者の中で強まっていると、12月18日付のロイターは報じている。信用危機の混乱が始まった今年の夏から、信用危機が再び顕在化した秋にかけて、ヘッジファンドの多くがディストレスト債権への投資に向かったが、結果的には収益の拡大に繋がらなかった。社債のデフォルト率が依然として低い水準で推移し、ディストレスト戦略の対象となる証券や社債がヘッジファンドに回ってこなかったのが原因と見られる。

ムーディーズがまとめた世界のジャンク債のデフォルト率は、11月に1.0%と過去26年間で最低水準となった。一方、SIVやABSなどによる多額の不良債権を持つ銀行は、大幅に値下がりがりした状態で債権を売るのを嫌い、手元に抱え込んでいるという。しかし、ムーディーズが12月8日に発表した来年の見通しでは、ジャンク債のデフォルト率が上昇を始め、2008年末には4.2%に達するとしている。また、米国がリセッションとなれば、2桁のレベルでデフォルト率が上昇する可能性も示唆している。あるヘッジファンド・マネージャーは、ロイターの取材に対して、銀行が手持ちの不良債権を売りに出すのはもはや時間の問題と指摘している。

銀行関係者によると、実際にいくつかの銀行で、すでに回収困難なローン債権の投げ売りが始まっているという。英大手ヘッジファンド、テムズ・リバー・キャピタルのキンゼー・クイック氏は、取材に対して「ディストレスト債権は、8月の信用危機から12ヵ月後、つまり来年の8月頃から多くの売りが現れるだろう。売り手がより多く現れる機会を常に注視している」と述べている。(武部)

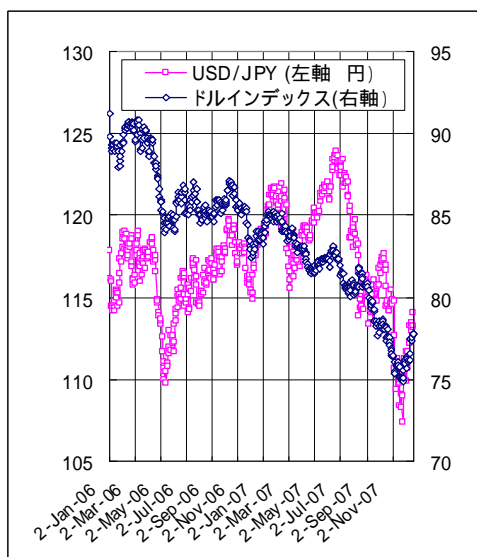
本欄でご紹介した記事は、株式会社 GCI キャピタル コンテンツ事業準備室が運営しているヘッジファンドクルーク  より抜粋、編集したものです。URL: <http://www.hf-klug.jp/>

## Global Market (12月17日～12月21日)

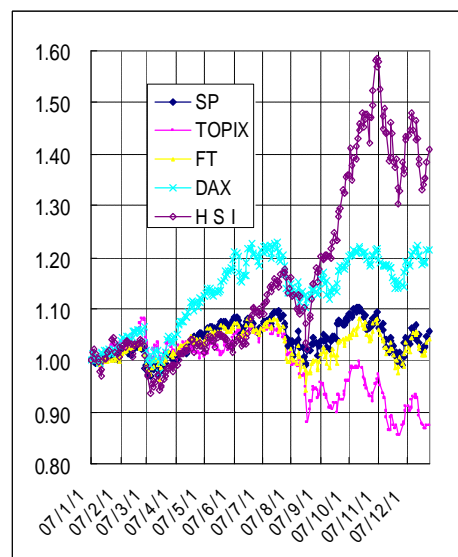
### 1. オーバービュー

欧米金融機関によるサブプライムに関連した追加損失の開示と併せて、中東、シンガポール、中国を中心とするSWFによる資本注入の発表が続く中、株式市場はリバウンド色を強めた。為替のドル買戻しは高金利通貨中心に一服となったが、対ポンドでは、英国の利下げ期待の高まりからドル高が続くとともに、対円でもドルが強含んだ。

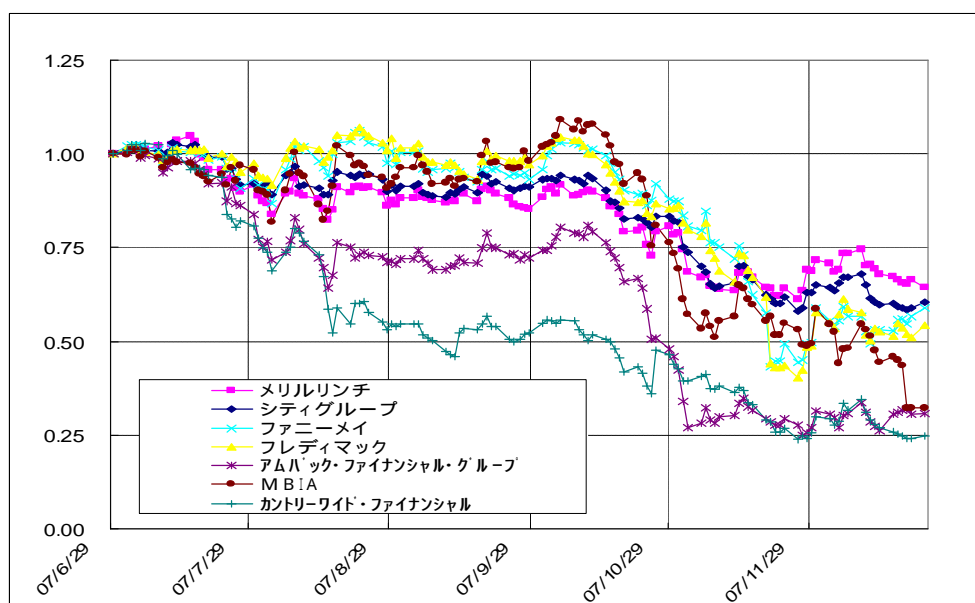
【ドル円とドルインデックスの推移】



【各国株価インデックス(年初からの変化率)】

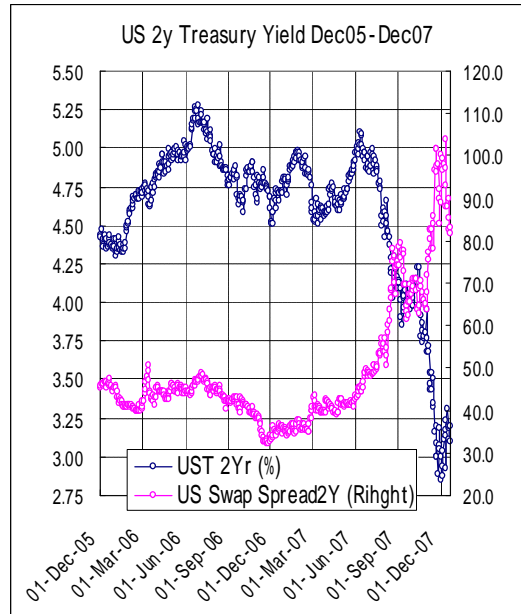


今回のサブプライムで影響を受けた、米国の大手金融機関(シティ、メリル)、GSE(政府保証会社:Fannie Mae、Freddie Mac)、モライン(アムパック、MBIA)、住宅ローンレンダー(カントリーワイド)それぞれの株価の6月末以降の騰落率を示した。GSEは落ち着きをみせているものの、モラインは厳しい状況を反映している。



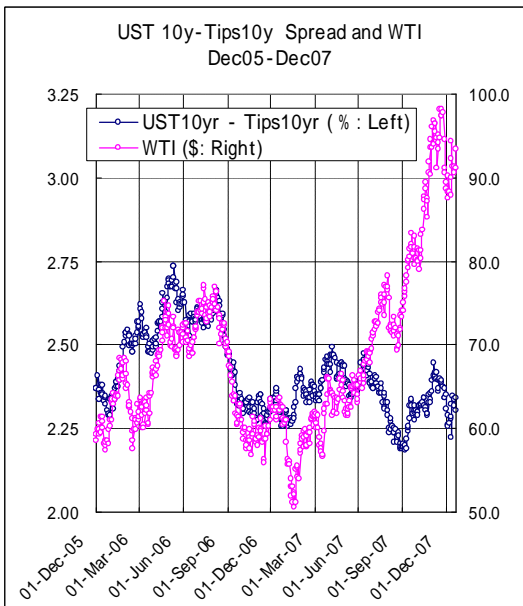
【米国 2 年債利回りと 2 年物スワップスプレッドの推移】

米国債券市場は、2 年債が4日間で 30bp 利回り低下後、2日で 20bp 上昇するといった極めてボラティルな展開に、3%は一つの壁になりつつある。金融機関の損失がさらなる広がりを見せる中、一方で資本増強策や当局の協調した取り組みなど、両方向の材料をにらみながら、しばらくはボラティルな展開が想定される。米国の足元の消費は底堅く推移しているものの、景況感は悪化している。今後については、やや増加傾向にある失業保険申請件数の動向を注視していきたい。

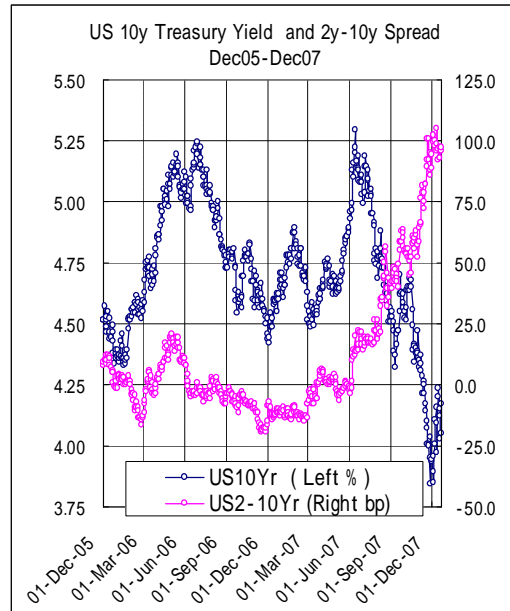


10 年米国債利回りも乱高下。米国 2 年債と 10 年債の利回り格差は 100bp を若干下回る水準での推移が続いた。スワップスプレッドはやや落ち着きを見せつつある。(未永)

【米 10 年国債とインフレ連動国債の格差と WTI の推移】



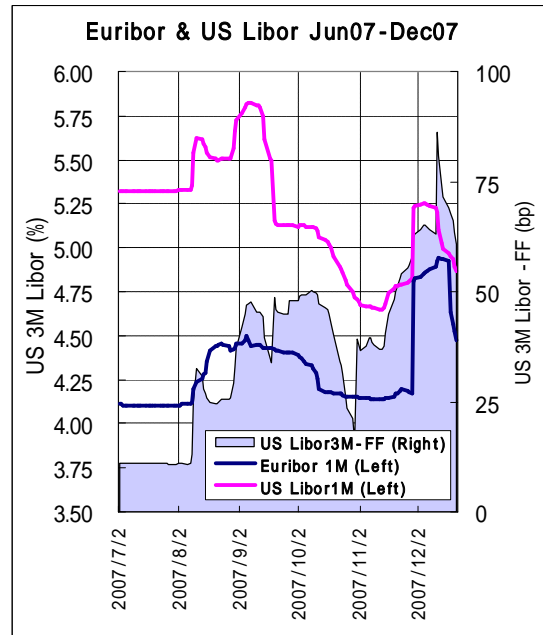
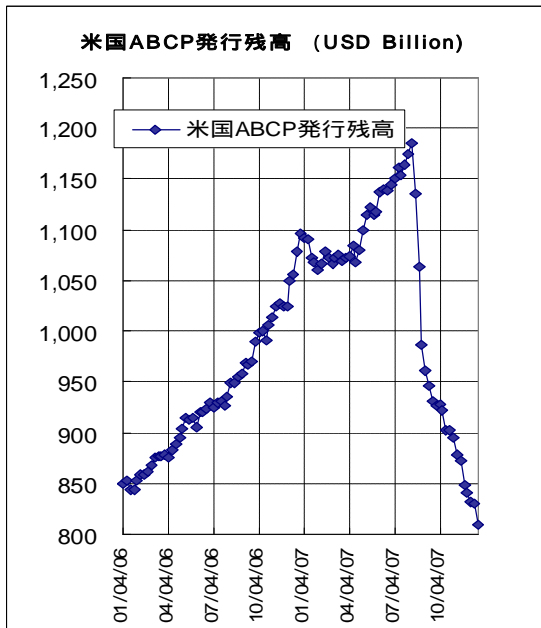
【米国 10 年債利回りと 2-10 年の利回り格差の推移】



## 2. 資金市場～年末越え金利低下

日本のメガバンクにもお鉢がまわってきた M-LEC も、金融機関による SIV の個別救済が広がる中、事実上その使命も希薄となり結局は見送りとなった。ABCP 残高は激減し、ほぼその役目を終えたといえる。

中央銀行による協調流動性対策は、ECB による 57 兆円にも相当する巨額の年末越え資金供給もあり、銀行間資金市場の指標金利は軒並み低下するなど、一定の効果を発揮している。(未永)



### 3. 株式市場

#### 【先週の日本株市場】

先々週 12 日から先週 19 日まで 6 営業日続落であったが、週後半は反発、割安感の台頭と米国ハイテク株高をうけた自立反発を期待した買いが入り、日経平均株価は 15,200 円台まで回復した。

ただ、全体的には現物ベースで売りが出ているというより、クリスマス休暇入りで市場参加者が少なく外人、国内ともに薄商いの中、先物主導で上下にブレやすく、一旦下げ始めるとだだ下げるといった展開であった。

#### 【今週の日本株市場】

今夏には日経平均株価が 18,000 円台まで上げていたが、米国サブプライム問題の影響などで後半の市場は大荒れし、株価は約 2 割弱も下げた。サブプライム問題の処理が長引き、米国景気の減速感や原油高などリスクが多くなり、実態経済にも波及し始め、現状の株式市場では不透明感が尾を引いている。

こうした中、今週は一年の取引の最終週となり 3 日半で取引が終わる。引き続き商いが細る中、日本株は先物主導で値が振れやすい局面も予想されるが、先週までに換金売りが落ち着いた模様、戻りを試す展開となるであろう。11 月住宅着工戸数、米国 11 月耐久財受注額などの経済指標が発表されるが、株式市場に織り込み済みとの見方もあることから、下値不安は低いといえる。(松枝)