

GCI Global View

2008年11月25日

【目次】

●スペシャルレポート

(仮説) サブプライムの背後にある構造変化
～ファンドの意義を改めて考える～ P.1

●Global Markets

1. オーバービュー P.3

2. 資金市場 P.6

【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

○電話番号： 03 - 3556 - 5540(代表)

○電子メール： administration@gci.jp

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第 436 号

日本証券投資顧問業協会 加入

当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

●スペシャルレポート

(仮説)サブプライムの背後にある構造変化

～ファンドの意義を改めて考える～

サブプライム危機の原因は何だったのだろうか？ それこそ山のような報道や出版物が出ている。投資銀行に代表される金融業界の「強欲」。過大なレバレッジ。新興国の成長、経常収支のインバランス、先進国の行き過ぎた金融緩和などから生まれた過剰流動性。複雑な金融商品。規制緩和。米国の過剰消費、借金体質。どれも正しいと思うし、何もそれに対して反論することが、本稿の目的ではない。特に過大なレバレッジと金融業界の「強欲」については批判が大変厳しい。しかしながら、投資銀行がとった過大なレバレッジと言うものを、単に「強欲」の産物として片付けてしまって良いのだろうか？ 彼らを擁護する気はないが、彼らがレバレッジに走らざるを得なかったもうひとつの構造変化について書きたい。

構造変化のもうひとつの主演は「ファンド」である。最近、ヘッジファンドの運用成績が過去最悪を記録する中、批判も大変厳しい。また、不動産ファンドやプライベート・エクイティーも調達環境の悪化からみな苦戦している。特にヘッジファンドは投資銀行とセットになり、投資銀行の別働隊であったと言うような文章も散見される。

ただ、こういった批判はあくまでも「ファンド」の「行為」に対する批判であり、会社組織でも同様のことをやっている。そもそもファンドとは一体なんであろうか？ 実はファンドと言う呼び名に明確な定義はない。元々はヘッジファンドが台頭する中で、ファンドと言うとジョージ・ソロスのような相場を力づくで動かすようなイメージが強いが、法律的にも定義はないし、またその中身や投資先もどんどん拡大しており、そういったもので区別することはできない。法律的に言えばファンドも「会社」と言った形態を持つものは多いが、しかしわれわれが考えている「会社」と「ファンド」は明らかに違う。

一般にファンドと言う場合には以下の二つの条件を満たしている(例外もいっぱいあるが)。

- ① 法人税を払わない(正確に言えば Tax Pass Through。つまりファンドの投資家が納税主体になるもの。)
- ② 経営者(及び従業員)と資産の分離

①の法人税を払わないと言うことに関しては、不動産ファンドと不動産会社を比較するのがわかりやすい。例えば100億円の価値があり、年間10億円の賃貸料(経費差し引き後)が入ってくる不動産があるとしよう。同じ不動産に不動産会社と不動産ファンドが投資した場合は、不動産会社は法人税差し引き後の6億円が配当可能であるが、不動産ファンドはそれ自体では課税主体にならないため、10億円がそのまま配当可能になる。投資家が「会社組織」=法人である場合は、この配当は非課税利益になるため、自己で同じ不動産に投資したのと同じ効果が生じるが、個人投資家の場合は、この配当金にも課税される。従い、同じ不動産に投資をするのであれば不動産ファンドに投資するほうが利回りは良いことになる。

そこまで差がつくのであれば、不動産会社などをやめて、不動産ファンドに全部変えるほうが良いように思える。そうならない理由はいくつか考えられる。会社組織は上記②でもあり、経営者(及び従業員)と資産の保有主体が分かれている(注:米国 REIT は一緒になっているが)。これによって投資家は、経営者や従業員の詐害行為(株主に勝手に資産処分代金等を着服するなど)からは安全であるが、反面、事業を拡大するには大きな制約を課される。例えば不動産会社はチャンスだと思えば、従業員の雇用を拡大することができるが、不動産ファンドは従業

員雇用の原資が、ファンドの管理報酬に限定されるため、思い切った拡大はできない。また資金の借り入れについても会社以上に厳しく制限されているし、もっと言うってしまえば、ファンドは投資目的を大きく制限されるため、例えば不動産ファンドの場合でも不動産賃貸以外(開発やショッピングモールの運営など)についても事業を拡大することについては会社ほど自由でない。もっとも、日本で不動産会社から不動産ファンドに変わらない理由は、単純に従業員が賛成しない(単純に雇用が減るのは目に見えるため)、と言う理由が大きいように思う。

かたや投資銀行に目を向けてみよう。投資銀行はヘッジファンドや PE、不動産ファンドに対してレバレッジを供給することで発展を遂げてきたともいえる。しかし、投資銀行の収益源は必ずしもこういったファンドとの協調関係だけによって生まれるものでもなく、特に今回大きな損失を出しているプロップデスク(自己投資勘定)は、ヘッジファンドと同様の取引によって収益を上げていた。つまりライバル関係にあったと言える。しかし近年では、優秀なトレーダーが独立してヘッジファンドとなるケースが非常に多く、投資銀行側もそれを容認し、むしろプライム・ブローカーと言う形でこういった卒業生から別の形で収益を上げていく方針に転じていた。投資銀行側で詳細な数値を開示しているわけではないため推測になるが、彼らの自己投資勘定での投資は、レバレッジの供給と同時に、顧客向け販売商品を組成するため、リスクを分割し「食べやすい」商品にした際に残ったものを自分で抱えていたものが多く、それ自体を必ずしも収益目的にしていなかった(無論、損をするつもりなど露ほどもなかったろうが)。

投資銀行をひとつの投資主体とし投資家から見た場合、その収益の源となる投資行為自身は、ファンドと言われているものとそれほど変わらない。しかし収益率で見た場合は法人税を引かれる分だけ、ファンドより不利であり、会社全体としてレバレッジをあげざるを得なかったともいえる。報道では投資銀行のレバレッジは 20 倍から 30 倍であるが、これはあくまでもオンバランスのレバレッジで、オフバランスを含む実際のレバレッジはもっと巨額であると推定される(公表されてないため不明)。

ではファンドと言うものがここまで隆盛を誇った理由は何であろうか? ヘッジファンドを含むオルタナティブの主要な投資家は、年金と財団などを運営する個人富裕層である。社会が発展する前段階では、貯蓄が十分でないため、個人は株式などの価格変動リスクに耐えられない。そのため銀行などの元本保証商品に投資を行い、銀行はそれを貸し出しと言う形で企業に還流し、経済成長に役立てる。これがある一定の水準に達すると、個人投資家のリスク対応力が増加することから、リスク性商品である株式に向かう。一般にオルタナティブ商品は株式に比べ価格変動リスクは低い、流動性が低いことが多いため、一層リスク対応力が求められる。特に 2010 年以降には欧米アジア各国では生産年齢人口がピークを迎え、高齢化してくる。従い一般に言われるベビーブーマー世代が老後のため貯蓄を活発化させて来ていることが、年金資産の拡大の大きな要因となっている。こういった資金は「会社組織」と違い、銀行や保険などと言った「課税組織」を通じた投資に節税などのメリットはない。無論、税金を払う払わないと言った観点から投資を選別する意識はないだろうが、利回りには差が歴然として出る。

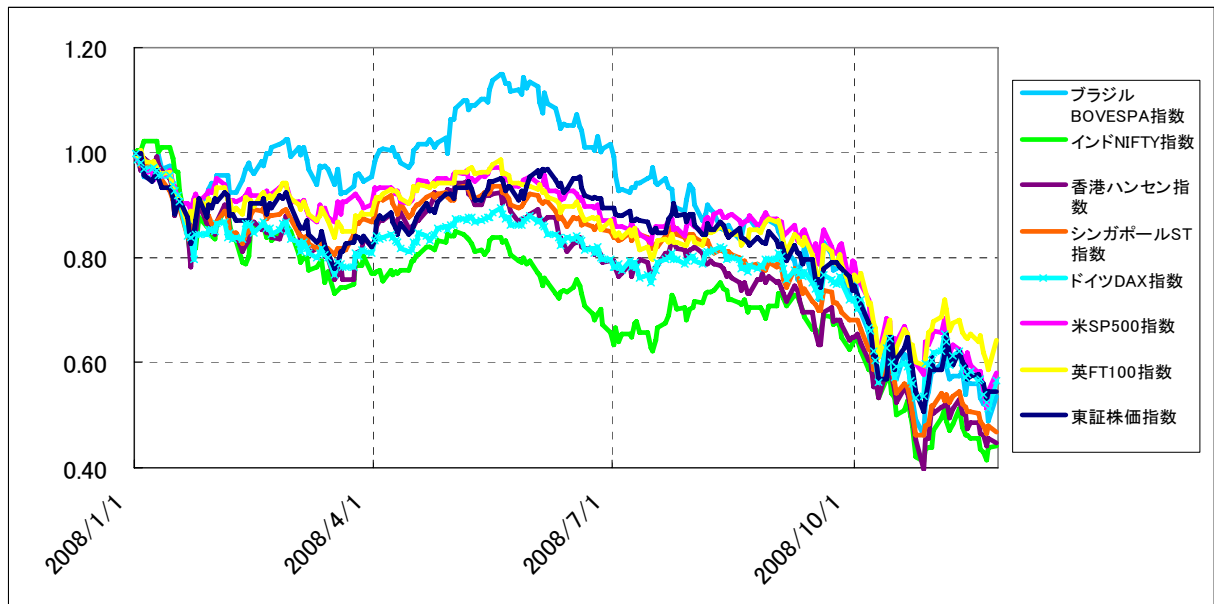
投資銀行は滅びた、自由主義経済は曲がり角とよく言われる。必ずしも否定するものではないが、ファンド化という底辺に流れる変化はなくなるだろうか? 冷静に考える必要はあるのかもしれない。(佐々木)

Global Markets (11月17日～11月24日)

1. オーバービュー

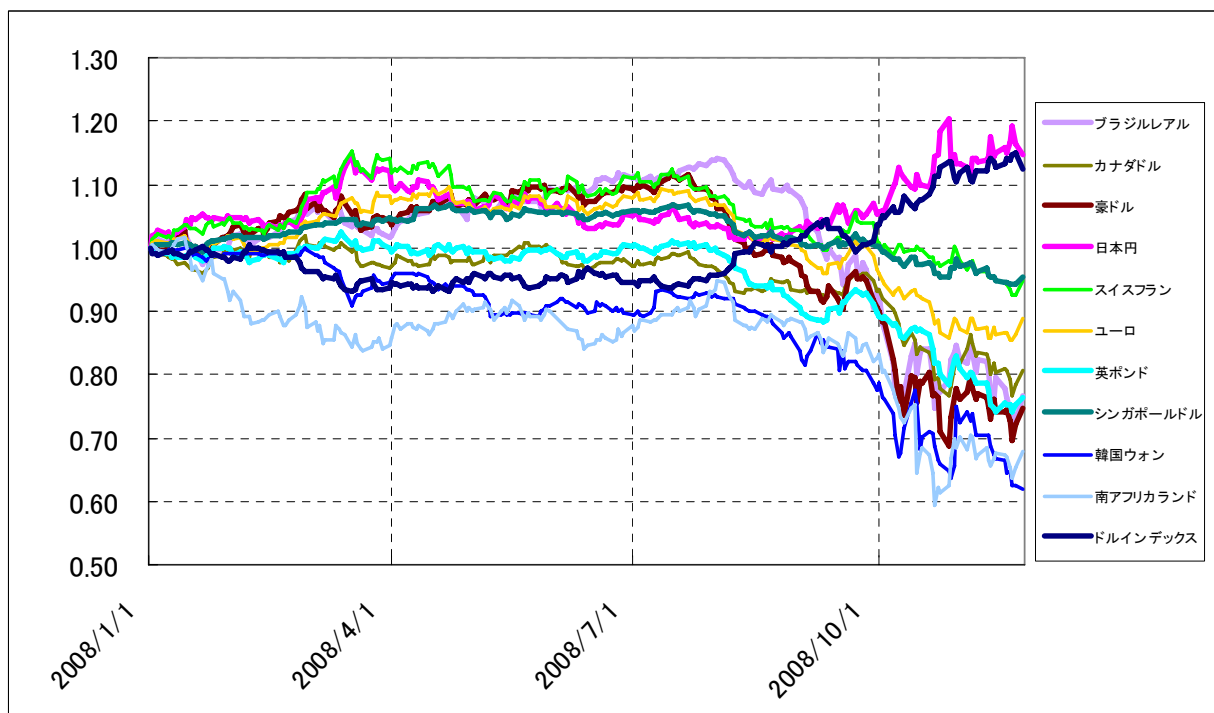
実体経済の悪化が進む中、商業用不動産証券化市場も急落、金融機関の資産の質の劣化がさらに広がるとの懸念は根強く、マクロ的にもグローバルなデフレシナリオが台頭してきた。シティの支援策が発表されるとともに、米次期政権の経済チームの概要が明らかとなり、市場は米国感謝祭前に一息ついた状況であるが、先行きに対する見通しは厳しさを増している。

【各国株価インデックスの年初からの変化率の推移】

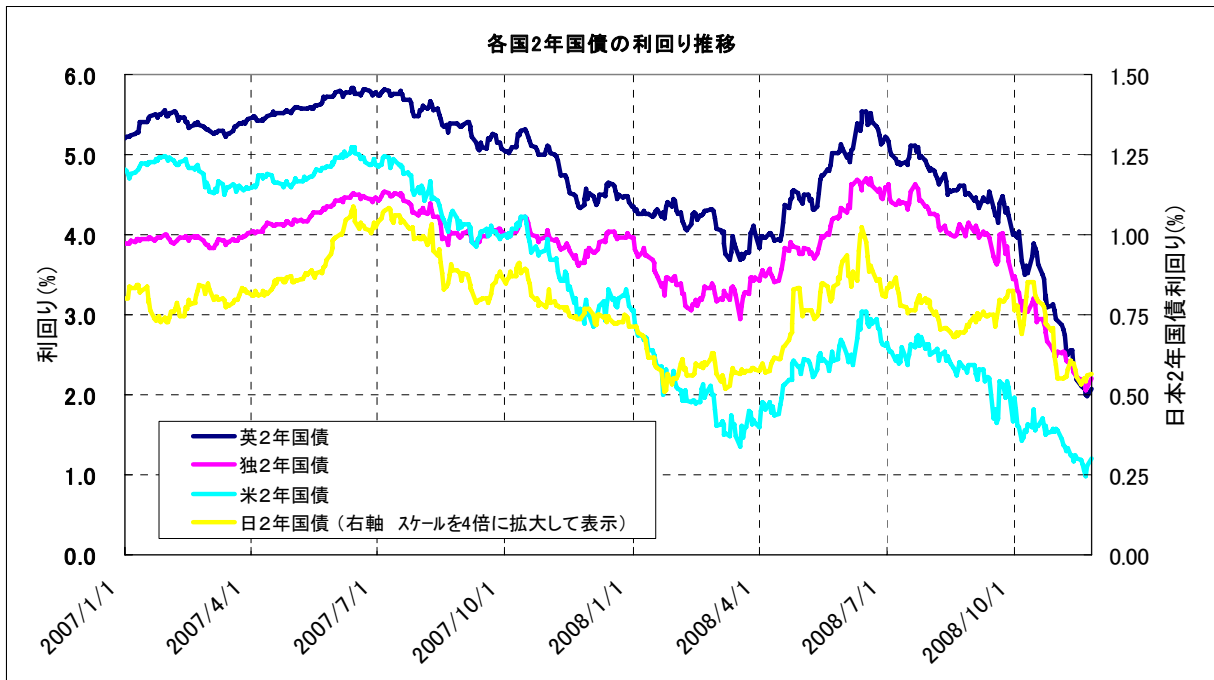


為替もシティの救済策を背景とした株式市場のリバウンドから欧州、新興国通貨の売りは一服となった。

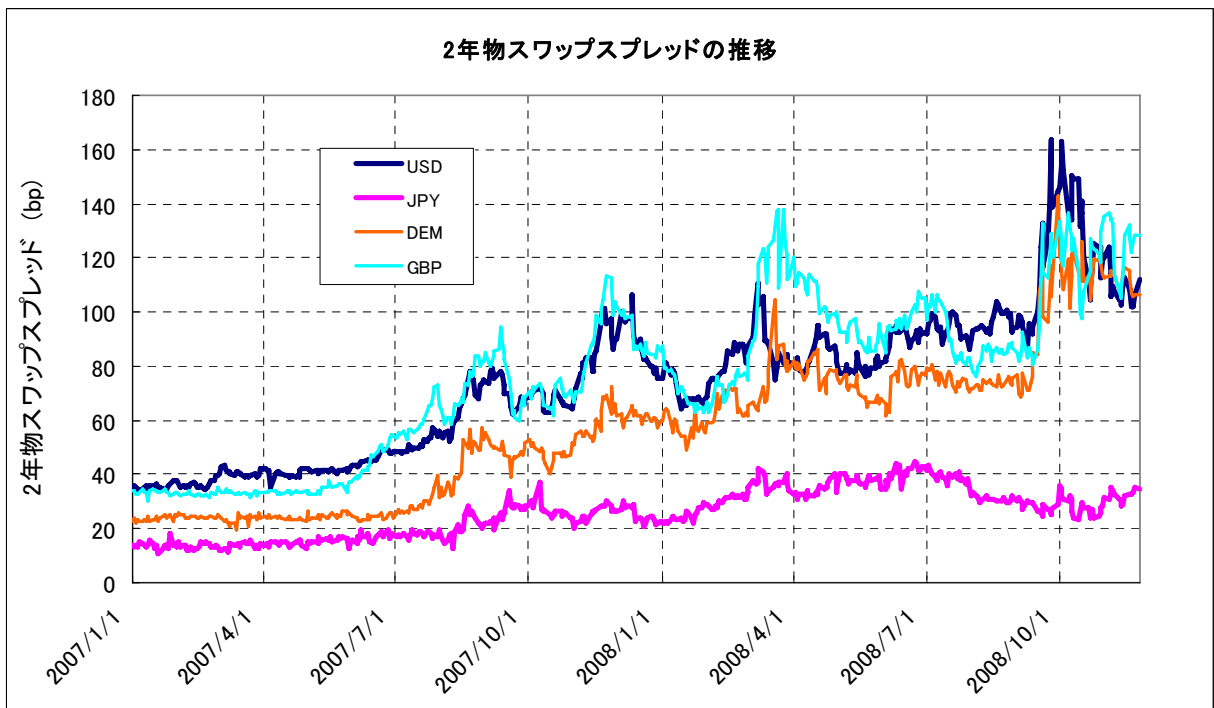
【各国通貨の年初からの対ドルでの変化率の推移】



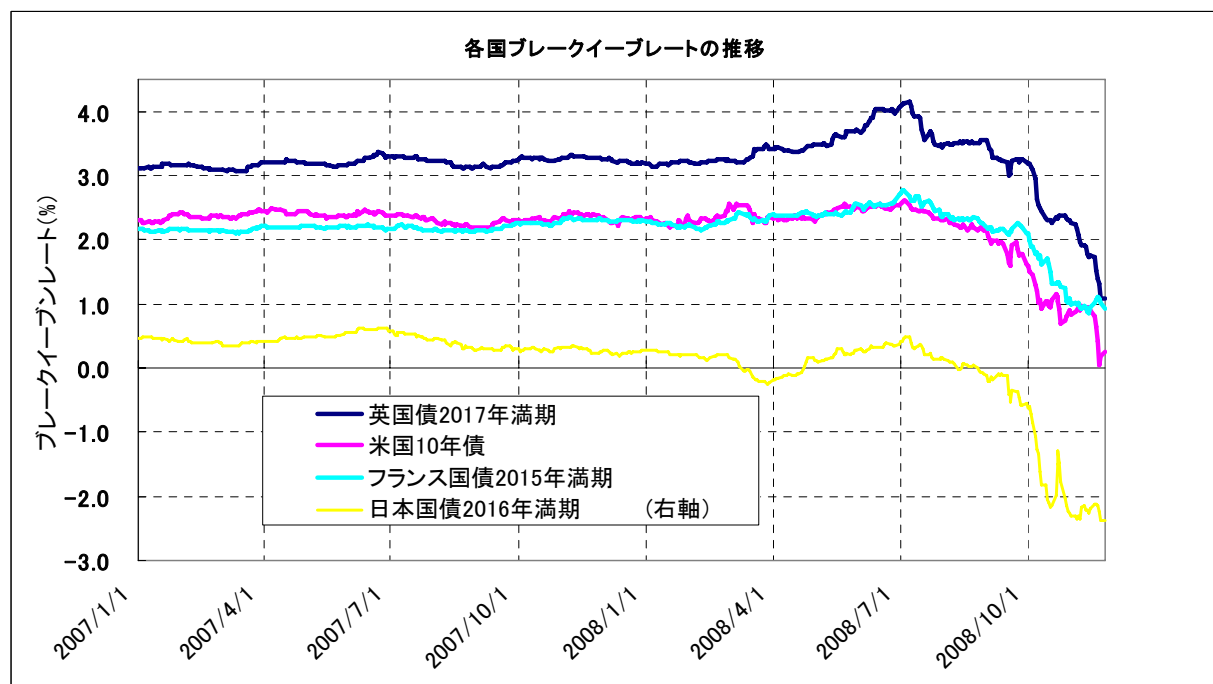
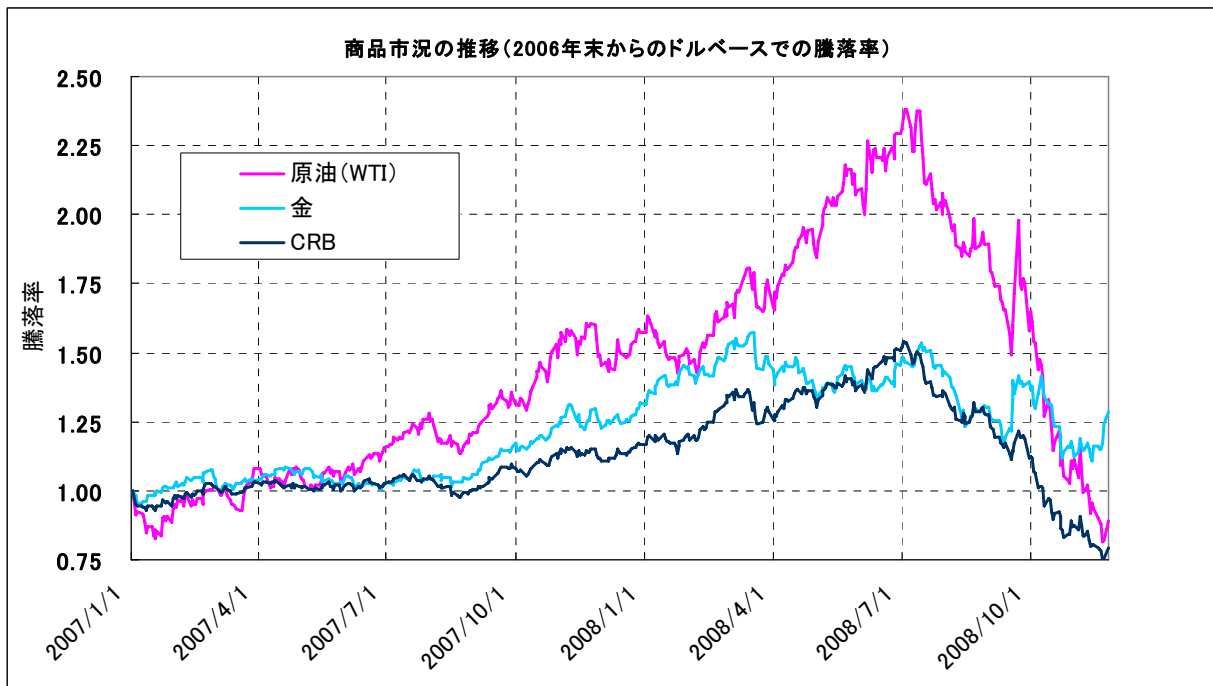
「デフレ」をテーマに長期債へ一気に投資資金が流れ込み、米国10年債は一時2日間で50bp利回りが低下し3%近辺に到達するなど、イールドカーブのフラットニングが急激に進んだ。急激な利回り低下に対する警戒感からその後は反発したものの、市場の利回り低下期待は根強い。



2年物のスワップスプレッドは、引き続きもみあい継続。



デフレシナリオ台頭によるグローバルな需要減退見通しから原油価格は一時 50 ドルを割り込んだが、週明けは反発。(末永)



2. 資金市場～ドルLIBORもみあい

3ヶ月物ドルLIBORは、金融機関の体力、年末越えの資金需要、当局の積極的な資金供給姿勢を睨みながらもみあいの推移となった、(末永)

