

GCI Global View

2009年1月19日

【目次】

● リスク再考	P.1
● Global Markets	
1.オーバービュー	P.4
2.資金市場	P.7

【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。

●巻頭レポート

リスク再考

イビチャ・オシム サッカー日本代表前監督が1月4日、日本サッカー協会とのアドバイザー契約満了により、オーストリアへと帰国しました。彼は日本代表監督時代に「リスクチャレンジのないところに、未来はない」と日本代表を叱咤し、「もっとリスクを取れ」と言い続けてきました。成田空港ではサポーター300人と報道陣、ゆかりのあった選手・スタッフに囲まれた中、約1時間立ちっぱなしで、彼が愛した日本にむけてコメントを残してくれました。その中で彼は「日本人がサッカー選手として成功しないのはハングリーさが足りないからではない。頭が良いからだ」とコメント、「日本は社会的にも安定し、経済的に発展している。誰もが高度な教育を受けられる。私はこれこそが原因と考えるのだ」「プロになるためには1日24時間、すべてをサッカーにささげて取り組まなければならない。これがいかに大変か(日本の)選手は頭が良いので分かってしまう。先を考え、苦勞が分かってしまうからだ」と、日本に対するリップサービスとある意味で辛辣な批判を、彼ならではのウイットを利かせて総括しました。最近では「誰もが高度な教育を受けられる」という件は、もはや事実ではないとの指摘もありそうですが、オシム氏の眼を通じた世界標準から見ると、やはり日本は今でも誰もが相応に高度な教育を受けられる恵まれた環境にあると言えるでしょう。

そのような安定志向の日本でも、投資やビジネスとなると事情はやや異なりました。バブル華やかなりし頃は、ある意味で安定志向の裏側と言えなくもないですが、「労せずして儲ける」ことに人々は殺到し、結果的に過剰なリスクが積みあがり、バブル崩壊に至りました。そのようなバブルに浮かれた世の中でも日本の家計は「先行き何があるか分からない中では慎重に」として一部のバブルに振り回された人たち以外はその当ても投資よりも貯蓄に励み、オシム氏が指摘する堅実を重視する国民性は今でも受け継がれています。バブル崩壊後はその教訓を活かして、企業も一部業種を除き借入れを減らし、現金を重視し、財務基盤を安定させる方向にシフトしてきました。

安全志向への転換は、バブルの痛みで懲りた日本の企業のみならず、90年代後半のアジア通貨危機で痛手を被ったアジアの企業や国家が外貨借入れを極力抑えて、二度と同じ轍を踏まないようにしてきたことだとか、2000年以降のITバブル崩壊後に米国の企業も借入れを減らし、貯蓄超過主体に転じるなど、尽くバブル後の痛みを教訓として、安全志向に転じています。

誰もがリスクを怖れて縮み志向に陥ると、「将来の成長はない」というのはオシム氏の言葉通りであり、縮み志向が蔓延する中で、それまでのバブルの影響が比較的軽微であった、米国の金融機関や当時から過剰消費が問題視されていたものの楽観的な姿勢を続けた米国の家計、そしてここがチャンスとばかりにリスクを拡大した東欧諸国やアイスランドの金融機関がレバレッジを拡大し、果敢にリスクを積み上げました。そこまではよかったです、それが過剰なあまりにまたしても同じことが繰り返され、結果としてバブルの崩壊に至ってしまいました。

ポールソン米財務長官が「今回の金融危機の原因の一部は、中国など新興市場国家の高い貯蓄率が世界経済の不均衡を呼び、米国にあふれた資金が米国の投資者に高いリスクの資産を買わせることにつながったことだ」との見方を示して中国からの不興を買っています。縮み志向が世の中に蔓延しているときに、果敢にリスクにチャレンジすることは、賞賛される行動だと思いますが、その結果過剰な自信とリスクテイクから失敗に至ったその責任の一部を、他人々が安定志向に陥ったことに帰着させるロジックは、到底受け入れられるものではないでしょう。

確かに先進国の長期債利回りは低下しており、これは表面的には期待インフレが低下してきた側面が大きいです、より長期のトレンドとして、経済の成熟化に伴う期待成長率の低下が反映しています。リスクを取ってビジネスを展開しても、リスク対比で高い成長が見込める余地が狭まり、資金需要そのものが低下してしまっています。その裏返しで、実物経済への投資からマネー経済への投資が拡大し、その資金が長期債市場に流れ込み利回り低下を

演じているのに加えて、さらに新興国の家計や先進国も含めた企業セクターの貯蓄が、政府や金融機関を通じて主として米国の債券市場に流れ込み、長期債利回り低下に拍車をかけました。

その一方で、肥大化した投資マネーは、長期債利回りでは物足りないとして、さらなる利回りを追求する姿勢が強まった結果、この10年間でみても、IT株、日本の新興市場株、各国不動産およびリート、BRICsを中心とする新興国株、資源や穀物などのコモディティ、そしてクレジットと、その時々で、成長に対する何らかの理由づけが可能な投資対象は、尽く資金の過剰な流入を招き、程度の差こそあれ、バブルの生成とその崩壊を繰り返しました。これらはレバレッジの拡大によりさらに肥大化した側面や、ITバブル以降については、ITバブル崩壊後の需要の落ち込みによる景気の下振れと雇用の悪化を防ぐためにグリーンスパン前FRB議長が実施した米国の金融緩和政策の長期化(加えて日本のゼロ金利政策の恒常化)が、過剰流動性を創出したことで助長されたとの批判もあります。

かつての日本のバブル後の対応については、財政政策、金融政策ともに後手に回りタイミングが遅れ、規模も足りず、また97年の消費税引き上げや、2001年のゼロ金利解除など、拙速な軌道修正が回復を遅らせたとの批判があります。グリーンスパン前議長も、ある程度景気の底打ちが確認され、再度腰折れるリスクが低下した中でも、超金融緩和下でも幸いにして一般物価が落ち着いていることから、ゆっくりとしたペースでの金利の引き上げを行うことができました。これはバブル崩壊後の日本の政策の失敗(拙速な緩和解除)を教訓としたところはあるかもしれませんが、残念ながら、一般物価の動向に目を奪われ引き締めが遅れ、バブルの生成の下地をつくってしまった80年代後半の日本の失敗を教訓とすることはできなかったようです。

それにしても、早めの緩和解除は拙速で回復の腰を折ったと批判を受け、遅めの対応では次なるバブルの種を蒔いたと批判され、どちらに振れても批判的となるのが中央銀行のトップでもあります。不確実な世の中では適切なタイミングをピンポイントで見出すことはほぼ不可能といっているいいでしょう。そういう意味では、そもそも完全無欠な将来予測と政策対応はあり得ないと割り切り、多少拙速ながらも動いて、もしダメなら再び軌道修正するというぐらいの対応のほうが、ひょっとしたら中長期的にみた安定を実現できるのかもしれない。そういう意味では、当時は絶賛されたグリーンスパン前議長の手綱さばきが今では批判の槍玉にあがっていますが、逆に日本のゼロ金利解除が拙速だったとの批判も何時の日かある程度リーズナブルな対応だったと見直される日が来るかもしれません。

まさにクレジットバブル崩壊に伴う現下の需要と雇用の収縮がもたらすデフレ圧力の強まりを回避すべくグローバルに金融政策は再び超緩和モードに突入しました。政策金利の引き下げに加えて米国ではFRBがリスク資産の買い取りを進めバランスシートの拡大に邁進し、今後長期国債の購入により利回りを低下させることも検討、かつて日本で導入された量的緩和政策についても昨年12月のFOMCでの検討状況が議事録要旨から明らかとなり、今後どこまで非伝統的政策を導入するのか、その成否の見通しなど、注目されますが、このあたりの議論はまた別の機会に譲るとして、これまでの参考事例を活かしながら、今回の新たな危機へ対応し、極めて積極的な政策により、極度のリスク回避志向を解きほぐしリスクテイクに向かわせつつ、適度なところで幕を引くことができるのかどうか、まだ先の話ではありますがその出口戦略についても興味深くフォローしていきたいと思えます。

ビジネスを興すというのは、資金を借り入れ、設備投資を行い人材も確保しようやく成り立つものであって、拡大も縮小も容易なことではありません。それに対してマネー投資は有価証券や不動産を購入するという行為に過ぎず、レバレッジも比較的簡単に拡大できてしまいます。このため実物投資に比してマネー投資は安易にリスクが取れることから、過剰なブームを起こしやすい性質があります。この実体経済とマネー経済の速度の違い、これは一般物価と資産価格の上昇するタイミングのずれともつながりますが、このあたりを今後掘り下げていく必要があるようにも思えます。

「リスクチャレンジのないところに、未来はない」—今は皆がリスクを圧縮する方向に向かっていますが、それは次なるチャンスに備えてということであり、まずはしっかりと自陣エリアで無駄なリスクを冒さず、守備に重きを置き、早めに

相手ゴールに近いエリアにボールを運びそこで果敢にチャレンジすべしというところでしょうか。

最後に、リスクとは直接関係ありませんが、オシム氏がかつて指揮をとったジェフユナイテッド市原・千葉のサポーター、クラブ関係者への帰国前の談話の中で以下の主旨のコメントを残しており、是非この場でご紹介しておきたいと思います。

「試合に訪れてくれるサポーターへの感謝、お互いが信頼し一つになって戦うこと、個々人の課題の認識と進化、一つ上をそれも急いで目指していく姿勢、これを忘れてはならない」

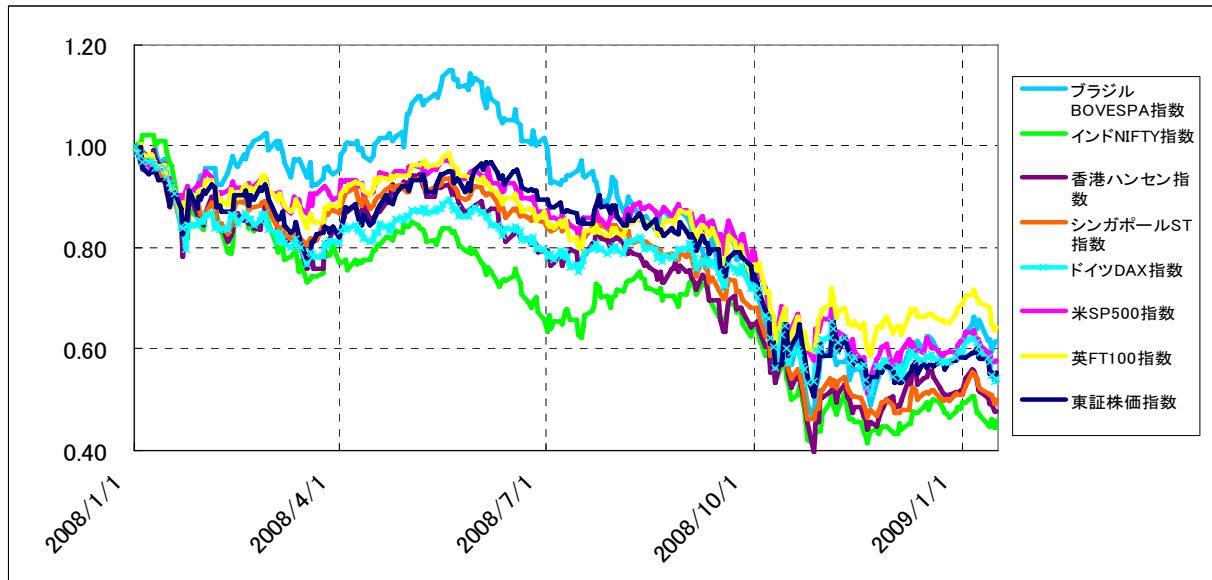
サッカー選手に限らず、お客様に専門的なサービスを提供する仕事に携わる人には、恐らく誰しもの胸に響く言葉だと思います。（末永）

Global Markets (1月13日～1月16日)

1. オーバービュー

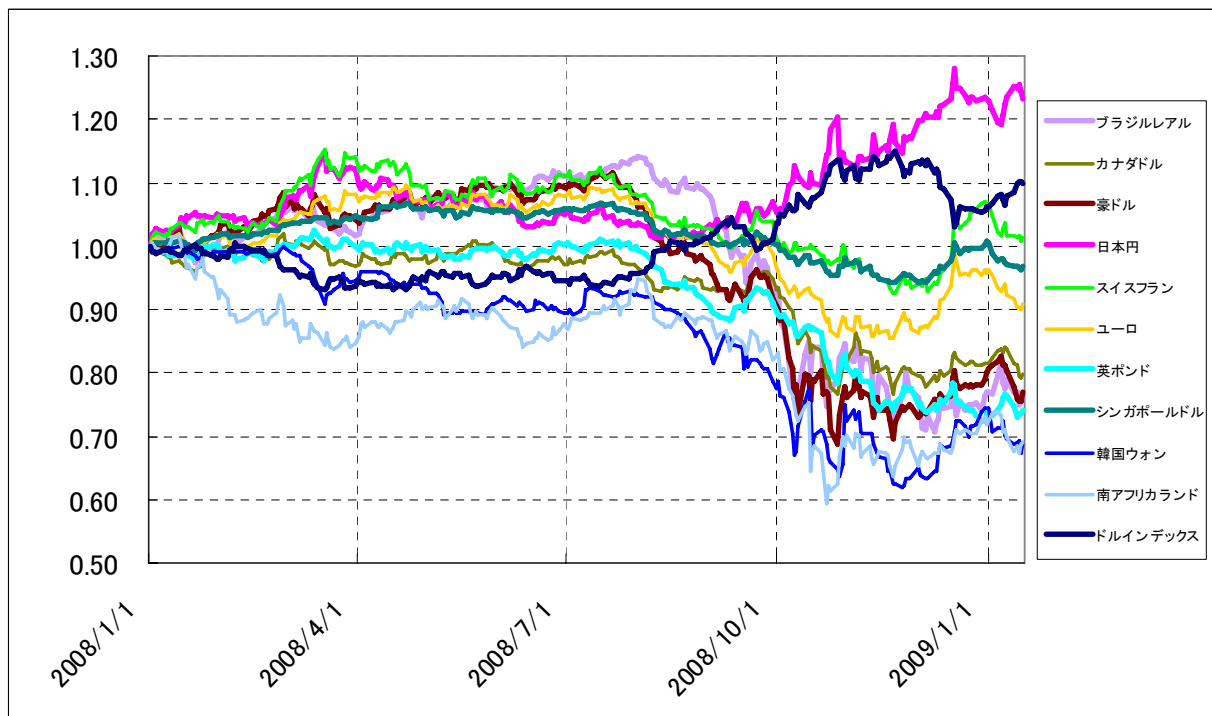
【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

過剰な期待は消失し、足元相次ぐマクロ及び個別企業業績の悪化と、オバマ新政権への期待が拮抗した状況となっている。米系金融機関の不良資産の重荷が再びクローズアップされ、株価は軟調な推移が続いているが、資金調達はある程度円滑に進んでおり、今のところ金融システム不安再燃には至らないとみている。

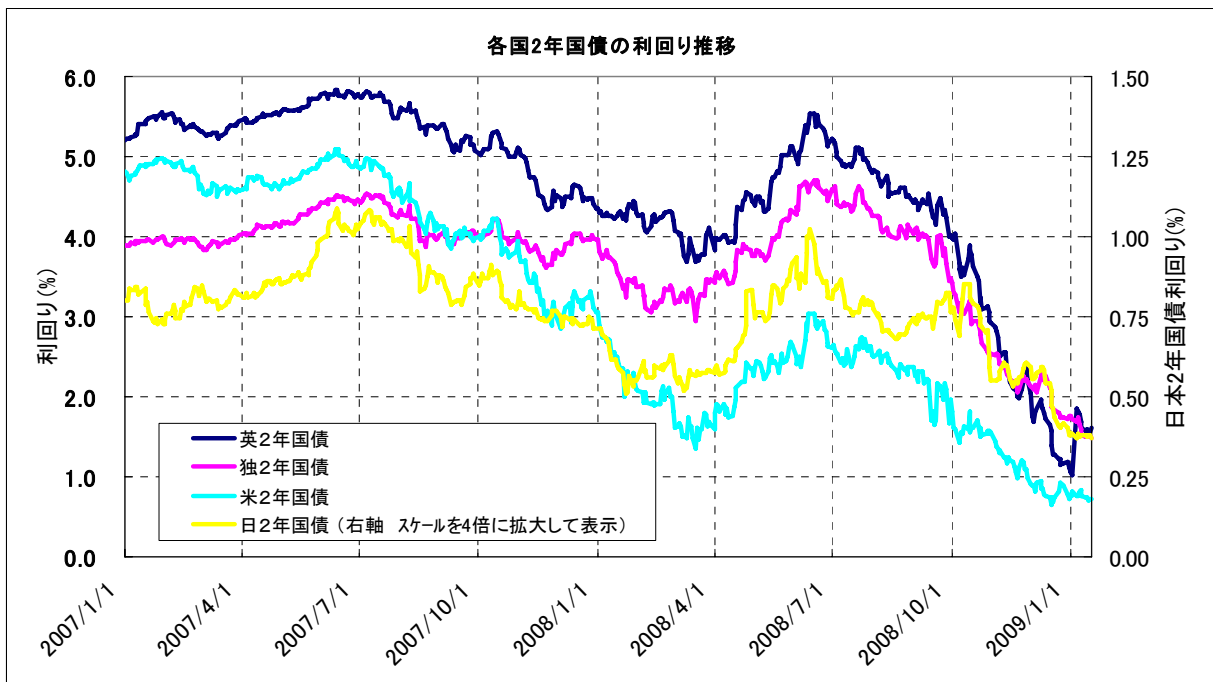


【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】

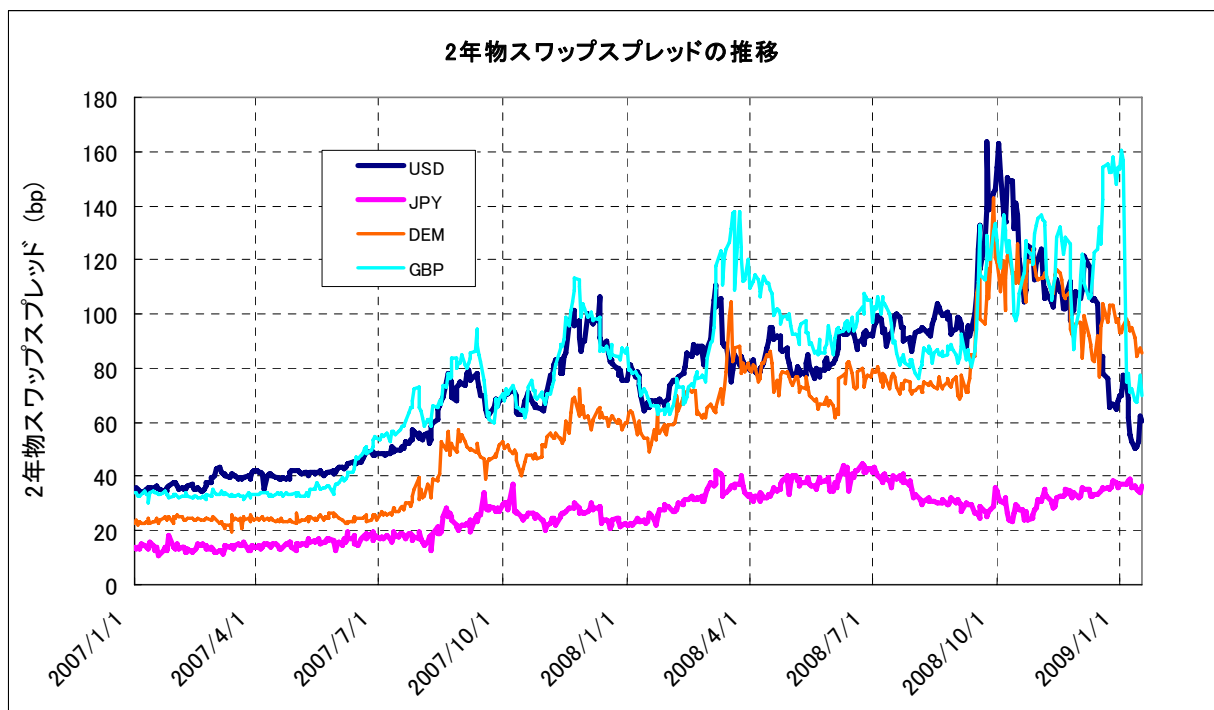
為替ではオバマ期待がやや優勢に。



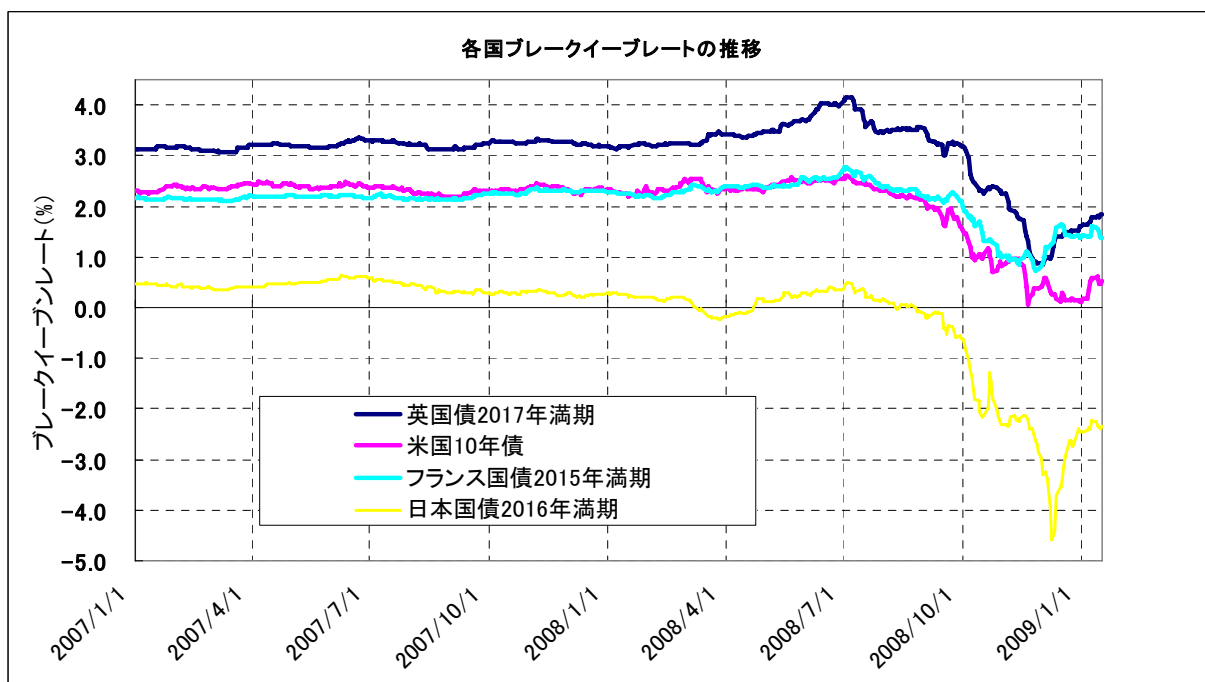
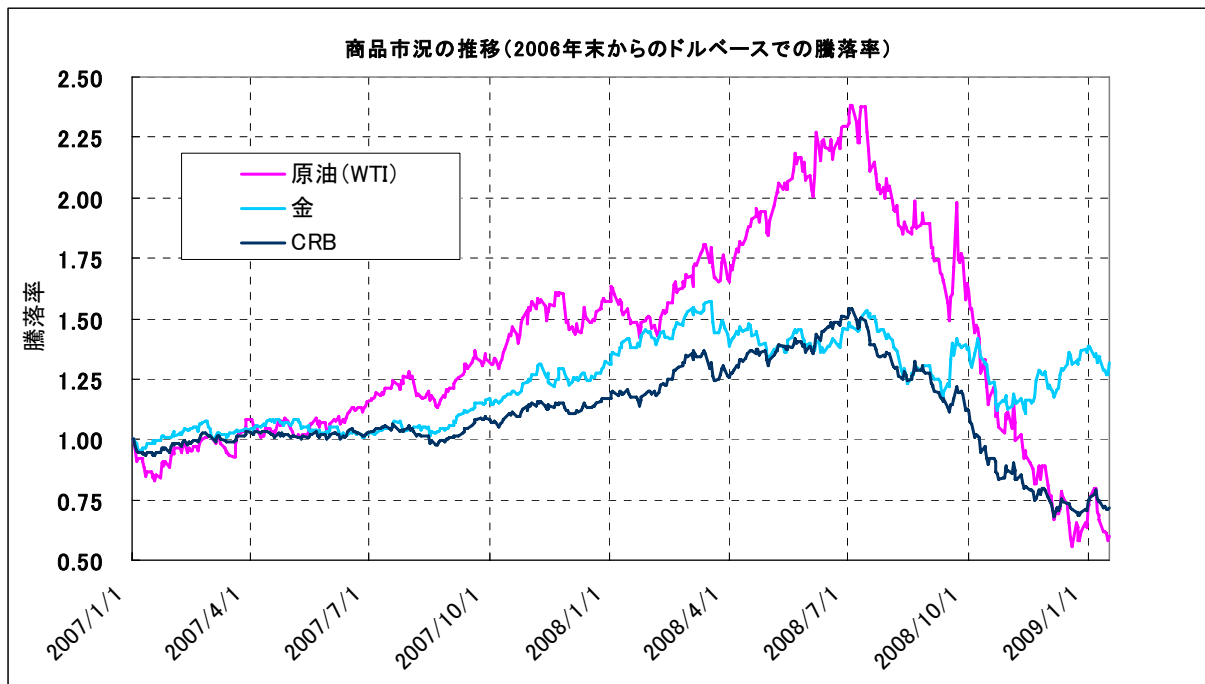
国債利回りは比較的小動きとなった。ECBは50bpの緩和を実施して政策金利を2%に引き下げた。トリシェECB総裁は物価安定のリスクはほぼ均衡しているとしてさらなる緩和期待を牽制したものの、さらなる緩和を強いられるとの市場の見方は根強い。



スワップスプレッドは小動き。



原油価格は需要の落ち込みがクローズアップされ直近安値トライに。(末永)



2. 資金市場～もみあい

米ドルのインターバンク資金市場金利は一旦低下後、米系金融機関の不良債権がクローズアップされる中、やや反発して週末を迎えた。(末永)

