

# GCI Global View

2010年2月8日

## 【目次】

● モラルハザード	P.1
● Global Markets	
1.オーバービュー	P.3

## 【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](mailto: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

### モラルハザード

1月21日に米国で表明されたいわゆる「ボルガールール」は、市場に大きな動揺をもたらしました。経済界には批判的な論調が目立ちますが、サルコジ仏大統領など従来から金融規制強化を唱えてきた欧州の当局筋からは賛意の声もあがっています。

このところ支持率の低下が著しいオバマ大統領が、マサチューセッツ州上院議員の補欠選挙で民主党が敗北し、議席を失った直後に打ち出したことから、「高額報酬を復活した銀行を叩くことにより支持率の回復を目指す大衆迎合的なもの」との批判や、その制限内容としてとりあげられた、「ヘッジファンドやプライベートエクイティの保有、投資、スポンサーになることや、自己勘定での取引は、今回の金融危機の直接の原因ではない」との批判もありますが、このたびの危機が示したように、金融機関が過大なリスクテイクにより破綻に至った際に社会全体に与えるダメージの甚大さと、それでも「大きすぎて潰せない」ことに起因するモラルハザードに対する強い問題意識の一つの表れと解釈したほうがよいでしょう。

一般的には、当局は規制や介入を極力排し、公平な市場のルールのもとに、民間企業の自由競争に委ねることが最も経済の効率性を高めるものであり、政府当局は原則として監視・監督に徹し、市場が仮に失敗したときのみ一時的に税金を投入して介入し市場の再生を促すべきというのが、市場経済の原則論として広く認識され、少なくともこの20年間、米国で推し進められてきた方針でしたが、このたびの危機をふまえて、金融機関、その中でも特に預金を取り扱う商業銀行については以下の特殊性に鑑み今一度見直すべきとの認識が広がりました。

- 1) 公共インフラとしての側面
- 2) 過大かつ安易なリスクテイクが生じやすい業態
- 3) 過大なリスクテイクを促しやすい報酬体系
- 4) 金融における市場の失敗が及ぼす影響の甚大さ

「この2年あまりの間に、米国で700万人を超す人々が職を追われ、失業率が10%前後の推移が続いている中で、そもそも危機を引き起こした金融機関は自らの報酬にばかり関心を払い、本来注力すべき雇用拡大を促進するビジネスへの資金供給を怠っている」という主張をオバマ政権は強めています。ヘッジファンドはとにかくプライベートエクイティ投資はまさに起業の支援や、事業を再生するためのリスクマネーを供給し、ひいては雇用の拡大に資するものとして位置づけられますが、預金をテコに投資するにはリスクが高すぎるということでしょう。

ヘッジファンドを過大なリスクテイクとして看做していることについては、ヘッジファンドの本質と実態を捉えていない表層的な主張であるといえますが、もともと富裕層向けのビジネスとして成り立ち、自由度の確保と機動的なレバレッジの利用をその特色とする運用形態として、金融資本主義を象徴するかのよう存在として仕立て上げられている側面はあるかもしれません。

オバマ政権は当面は雇用の拡大に資する施策を重視してくることが予想されますが、「ボルガールール」が金融市場さらにはヘッジファンド業界に与える影響は、現時点では不透明です。もう一つのモラルハザードを象徴する存在であり、実質的な破綻に陥ったファニーメイやフレディマックもそのあり方を見直されることになりそうですが、今後もモラルハザードにまつわる議論の成り行きを注視していく必要があります。

米国でも銀行の貸し出しは伸び悩んでおり、これは銀行が貸し出しに慎重になっている姿勢を反映しているともいえますが、バランスシート調整圧力の強まりから資金需要そのものも縮小している側面も見逃せません。日本でもバブル崩壊以降のバランスシート調整の中で、民間需要が落ち込み、借り入れニーズが縮小する中、大規模な財政出動による公共事業のばら撒きは、総需要の落ち込みを食い止め、デフレのスパイラル化を阻止したとして一定の評価はなされているものの、国の債務残高の膨張というかたちで負の遺産も残しました。特に日本では国内の銀行セクターが貸し出しに回りきらない流動性を保有し、その資金の大半が国債の保有に振り向けられています。足元で南欧諸国中心にソブリンリスクが意識され国債利回りの上昇とCDSスプレッドの拡大が続いていますが、日本国内でも税収の落ち込みと社会保障費の増大が将来の財政拡張懸念を強めつつも、国内資金がこれまで日本の国債を安定的に消化、保有してきたことから、目立った国債利回りの上昇は今のところ起きていません。国債の低利回りは足元の国債利払い費の増大を招かず財政面ではプラスに働いているものの、それが故に政府の危機意識が強まりにくく、消費税の増税を排除しない本腰を入れた財政再建策への取り組みが進みにくいという構造にあります。

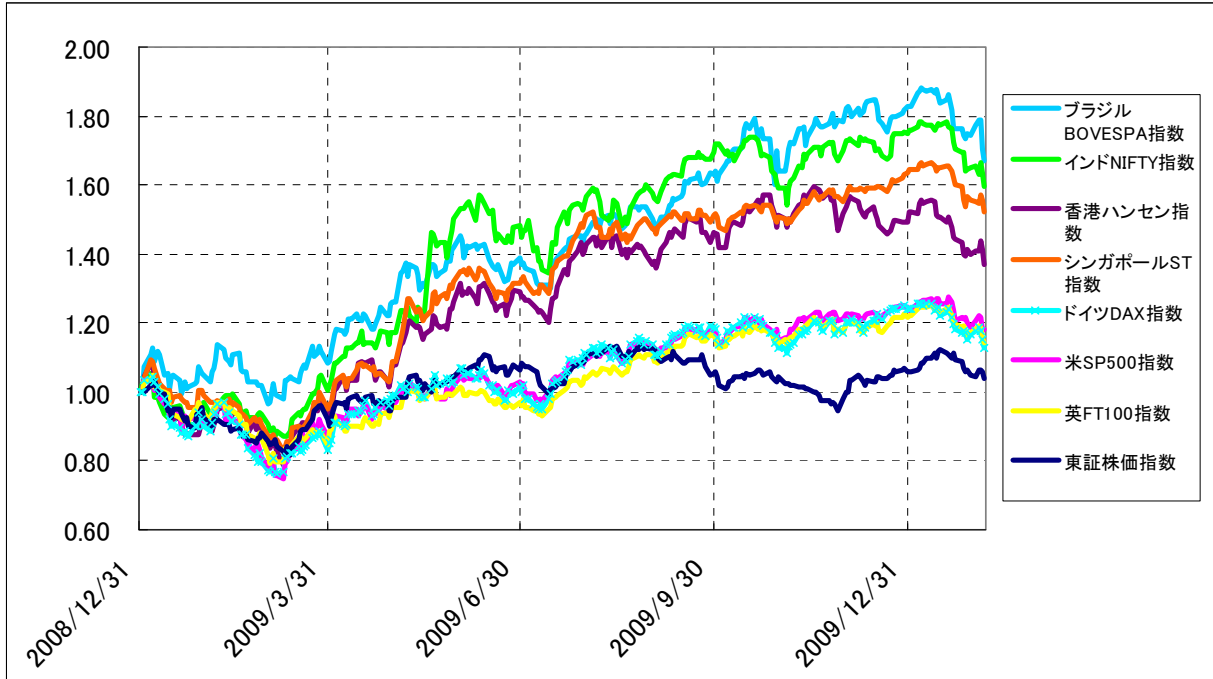
これもある意味モラルハザードではありますが、金融機関のリスクテイクを過度に縛り、その結果として国債投資に偏重し過ぎると、これは別のかたちのモラルハザードを助長する可能性があるということも念頭に置いておきたいところです。(末永)

## Global Markets (2月1日～2月5日)

### 1. オーバービュー

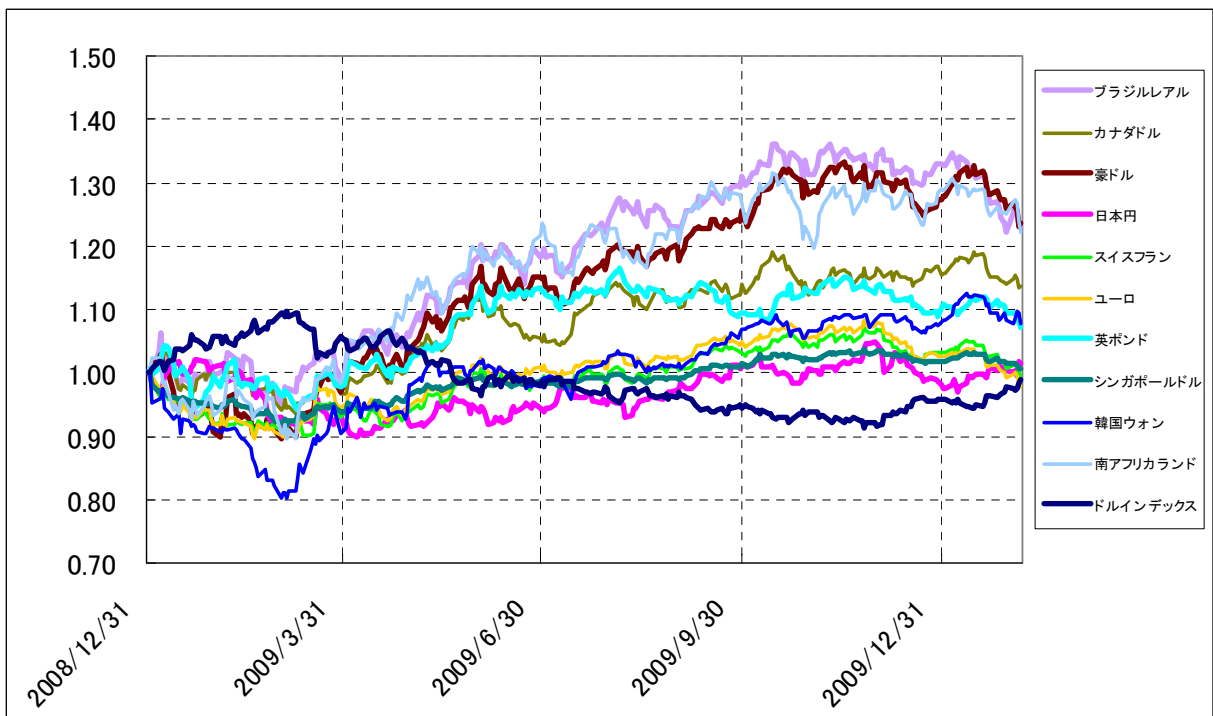
欧州ではギリシャのみならず南欧諸国中心にソブリンリスクが一層クローズアップされ、一方米国でも雇用に対する不安が強まり、週後半にかけてリスク回避モードが市場を覆う中、株式市場は欧州諸国中心に調整色を強めた。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

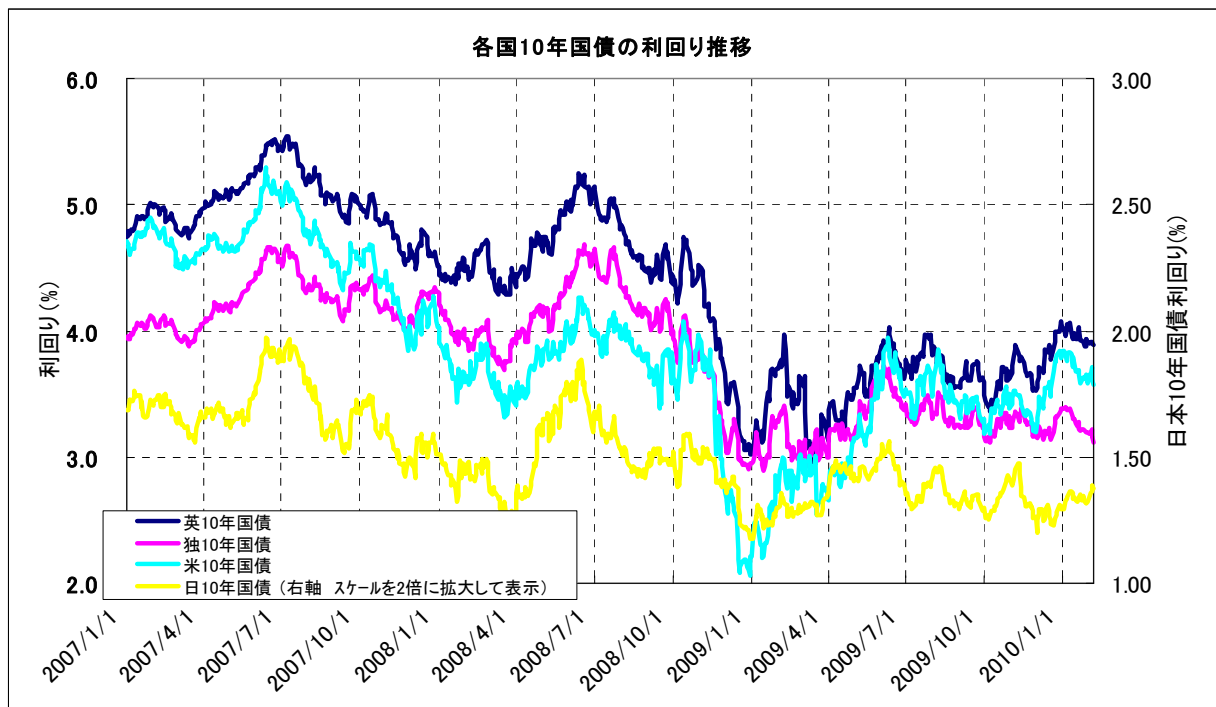


リスク回避の動きが続き、ドルの反発も継続。資源国通貨、欧州通貨が弱い。

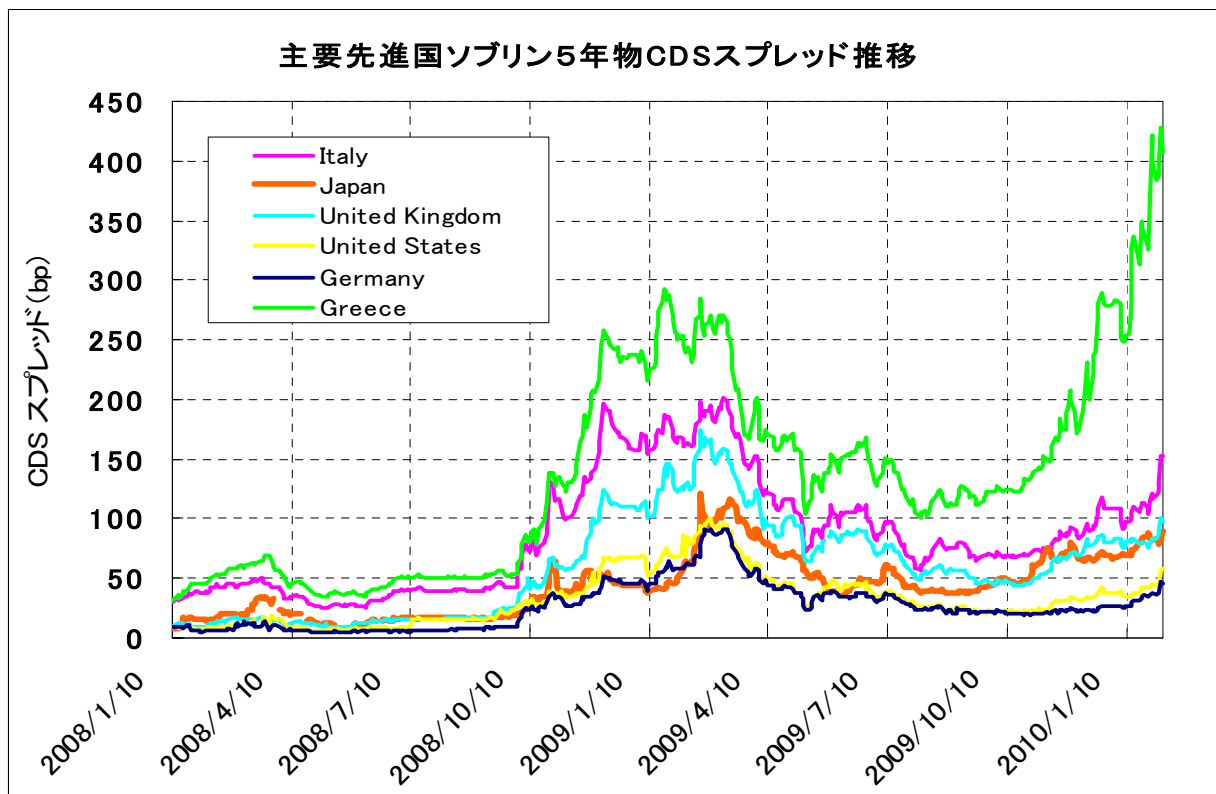
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



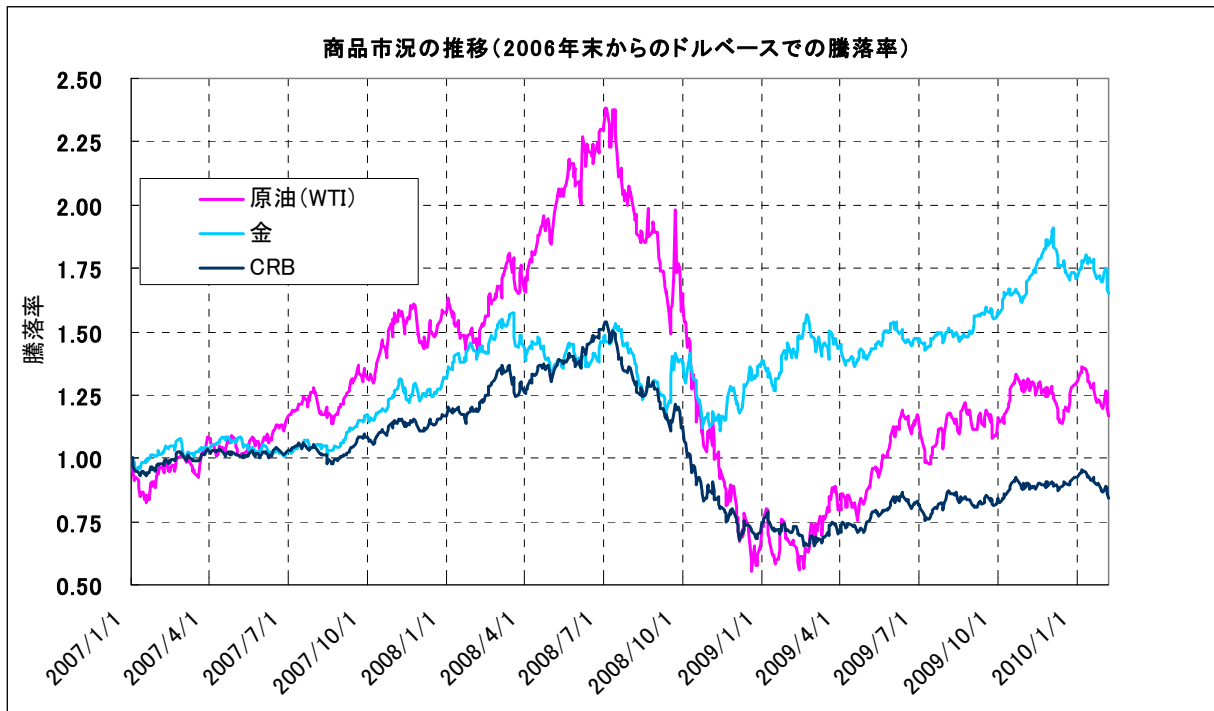
ソブリンリスクに対する意識の強まりを反映した市場のリスク回避モードは緩和長期化期待を強め、短中期の国債利回りを押し下げた。長期債は財政懸念が意識されやや出遅れ感があるものの、概ね底堅い推移が続いている。ECB、BOEの政策会合では金利は据え置かれ市場の予想通りの結果に。



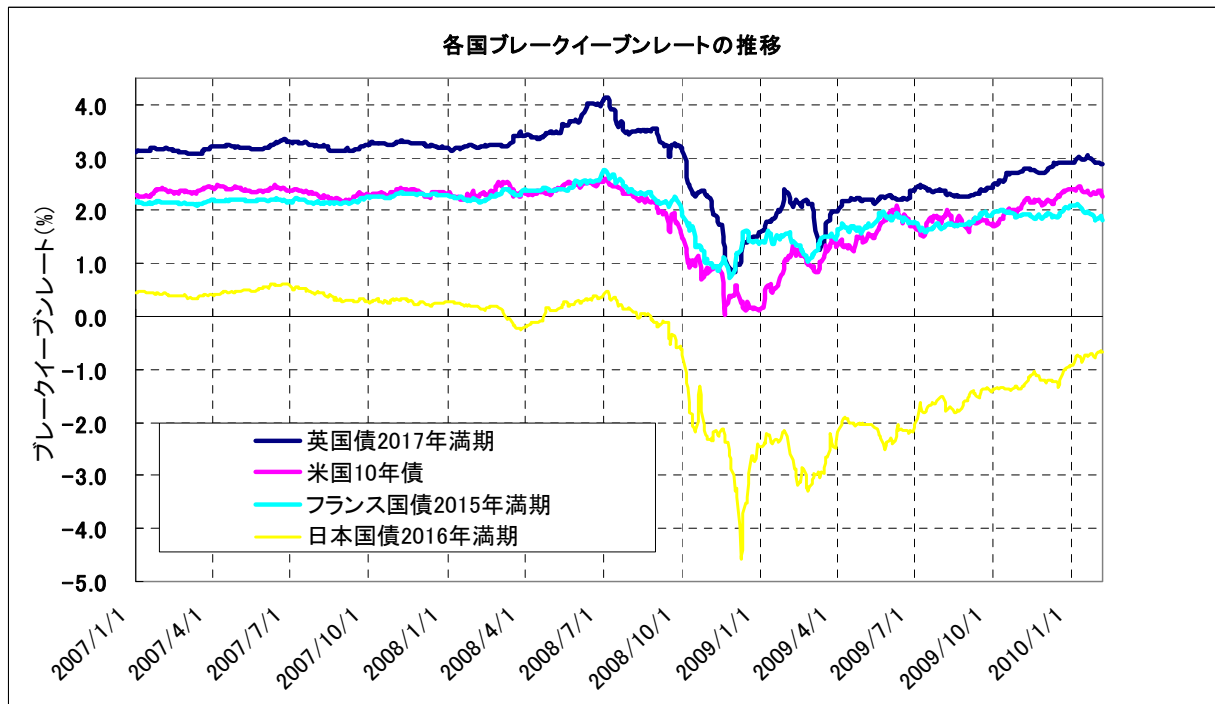
ギリシャのみならず、イタリア、スペインなど南欧諸国のスプレッドも大幅に拡大。



ドルの買い戻しと、リスク回避の動きと連動した商品市況の調整は継続。



ブレイクイーブンレートは大きな変化なし。



(末永)