

GCI Global View

2010年6月7日

【目次】

● デフレとインフレ	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

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

デフレとインフレ

GCI ファウンダーの山内です。いつも大変お世話になっております。久しぶりに、本稿の筆をとることになりました。今後も、折に触れて担当させていただきますので、どうぞよろしくお願いいたします。

すでにお読みになった方も少なくないと思いますが、久しぶりに **The Economist** 最新号の表紙に日の丸が踊りました。が、真ん中の'Rising sun'がズルっとずり落ちて、ぽっかり穴が空いてしまった日の丸です。

同誌は、欧米中心の'Japan passing'論かまびすしい間も、世界第2位の経済大国であり、グローバル経済が成長するために欠かせない資本の輸出国でもあり、かつては世界中から羨望を集めてきた日本経済の復活の可能性をたびたび取り上げ、期待を表明してきた'良識派'メディアだと思いますが、とうとう、'ここまで落ちてしまった以上、サプライズはよい方向にしか起こり得ないという意味では、今回こそ期待できるかもしれない'とまで言わしめてしまいました。

あえて一人の国民という立場から個人的な感想を述べるなら、第2次大戦後、予め敷かれたレールの上を一気に走り抜けるがごとき'右肩上がりの成長'を前提として構築された様々な枠組みを根本的に見直さねばならない、という凡庸な評論家的な表現に尽きてしまうのですが、とにかく硬直化したものを柔軟にし、逆に不安定なものを安定化させる、ことが必要なのではないかと強く感じます。

たとえば、不安定の筆頭格が政権ですが、短命に終わってしまう責任を政権当事者や与党のみに負わせるのも酷だと多くの人を感じているのではないのでしょうか。国民総中流で、大多数が満足していた右肩上がりの状況では、自民党一党支配が機能しました。プラスマイナス両面ありますが、シンガポールが典型的な例です。拡大するパイの恩恵に何らかの形でありつけるからです。ところが、マクロ環境が大きく変わった今、日本はメディアの影響を強く受けた大衆迎合的な色彩が濃くなり、なにか硬直化した問題点を修正しようとする都度、各論反対の声があちこちから上がって、トップダウン型の政策遂行が困難に陥りがちです。

どうも日本は、社会としてなのか、構成員である私たちの個性の問題なのかはよくわかりませんが、「チクッとした痛み」に対してとても脆弱になってしまったのかもしれない。痛みを伴わない各論政策パッケージをだれも用意できない限り、'軌道修正'そのものが不可能となり、いままでの延長線上を走り続けることになります。

冒頭から脱線してしまいましたが、本稿で取り上げたかった **The Economist** 最新号の話題は、'The deflation dilemma'という別の論説です。要するに、「次はインフレか、デフレか」というものです。インフレを示唆する金価格の上昇と、デフレを示唆する金利低下が同時に起こっている現状を分析した興味深い内容です。

資産運用への影響という点では、実質的な購買力（というか貨幣価値）が維持されている（マーケットについていっている）限りはどちらも中立という見方もありますが、一方、ポートフォリオの裏側に債務が存在するとなると、話は違います。デフレでマイナス成長となっても負債元本は減少しない以上、名目資産価値がマーケットに追随するのはプット・オプションをショートしているようなペイオフになって、確実にバランスシートは劣化します。

GCI は、2000 年の創業来、「デイスインフレは長期化する」というビッグ・ピクチャーを描き、市場リスクとの相関を抑えたオルタナティブ投資にフォーカスしてきました。「インフレ時代だった 21 世紀」の終焉とともに、インフレ＝右肩上がり前提として精緻に構築された経済理論や資産運用理論も一皮剥ける必要があるのではないのでしょうか。

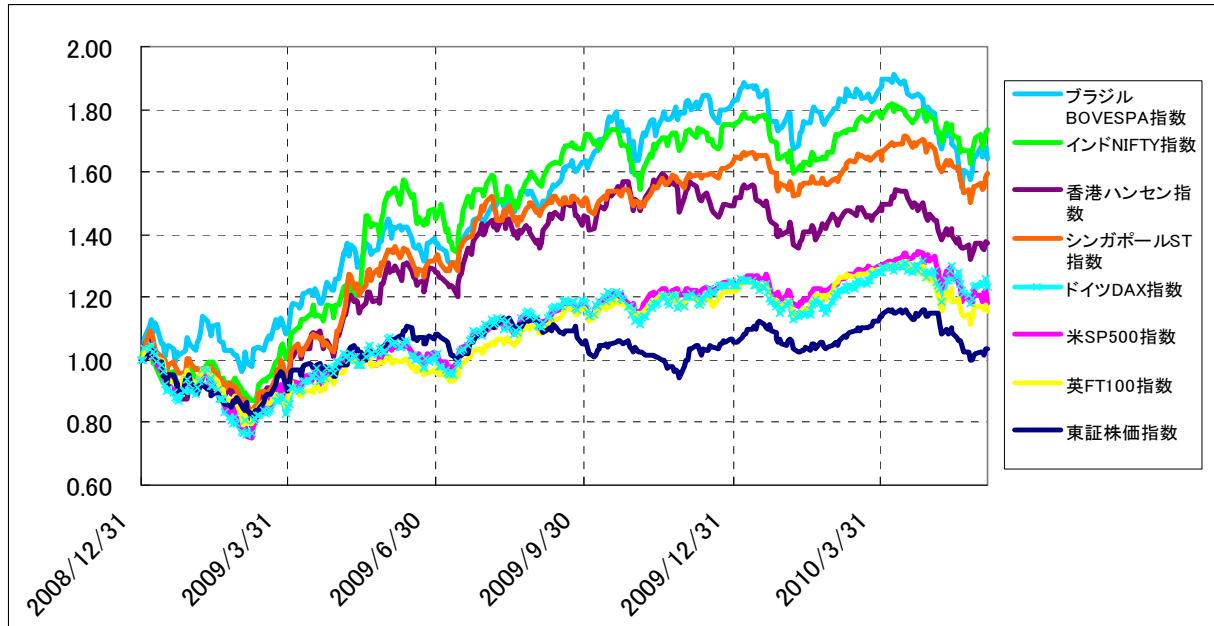
資産運用事業者としては、目標とするリスク・リターン・プロファイルを長期的に達成し、なおかつ投資家の皆様にとっての満足度の高いサービスをご提供することを今後もひたすら目指してまいります。加えて、皆さまとビッグ・ピクチャーについてのさまざまな議論を深めることで、相互にプラス α を得られるようなパートナーシップに努めてまいります。（文責：山内英貴、ファウンダー）

Global Markets (5月31日～6月4日)

1. オーバービュー

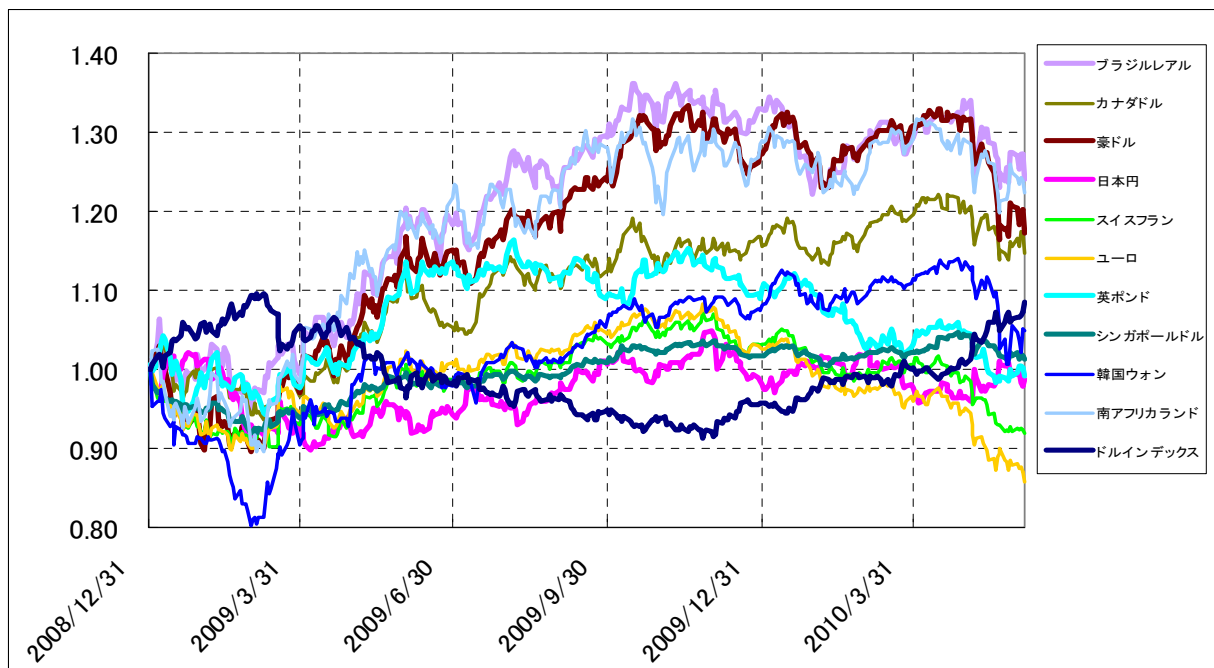
ギリシャの財政破綻懸念に端を発した5月初旬からの市場のリスク回避的な動きはようやく一服となったものの、金曜日の米国雇用統計では、民間雇用の増加が限定的なものにとどまり市場の予想を下回る結果となった。加えて新たにハンガリーの財政懸念がクローズアップされ、あらためてソブリンリスクに対する意識を高めることとなり株式市場の底入れムードに水を差す展開となった。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

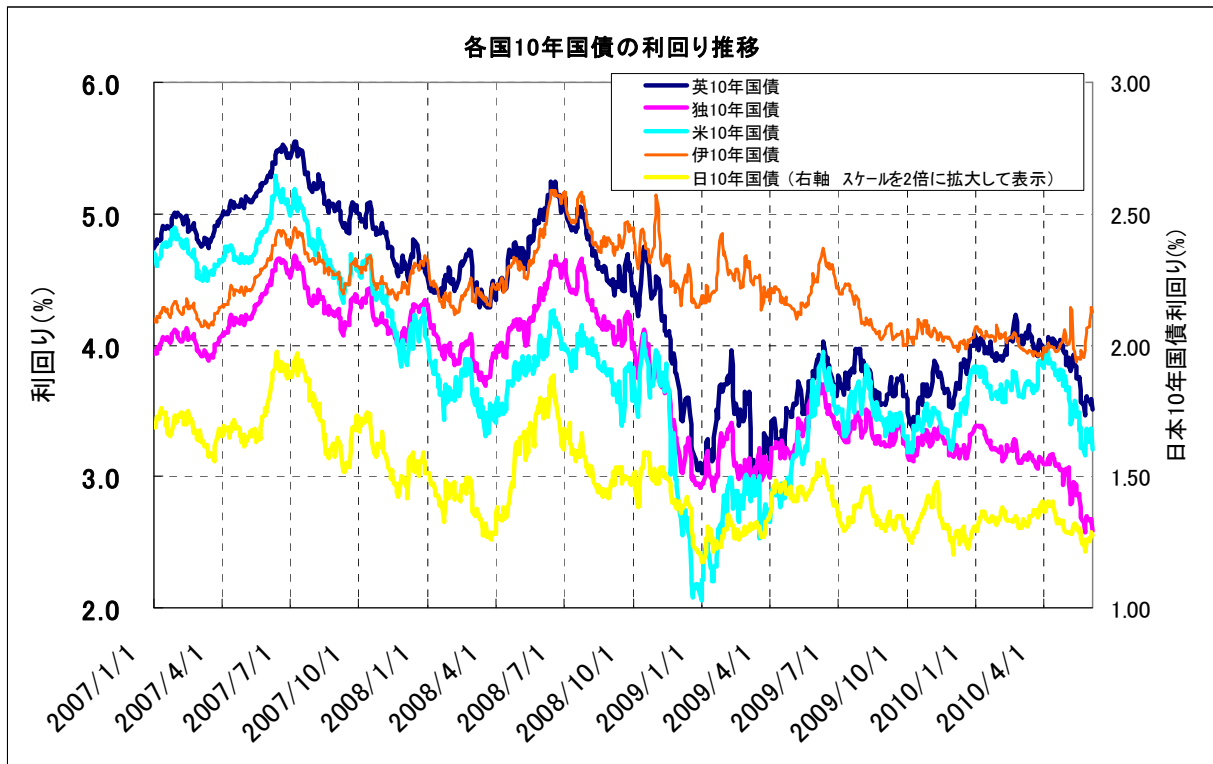


新たにハンガリーの財政懸念がクローズアップされ欧州通貨全般に対ドルで下落。円は菅新政権での円安期待が高まったものの、弱めの米国雇用統計を材料に円買い圧力が強まる展開に。

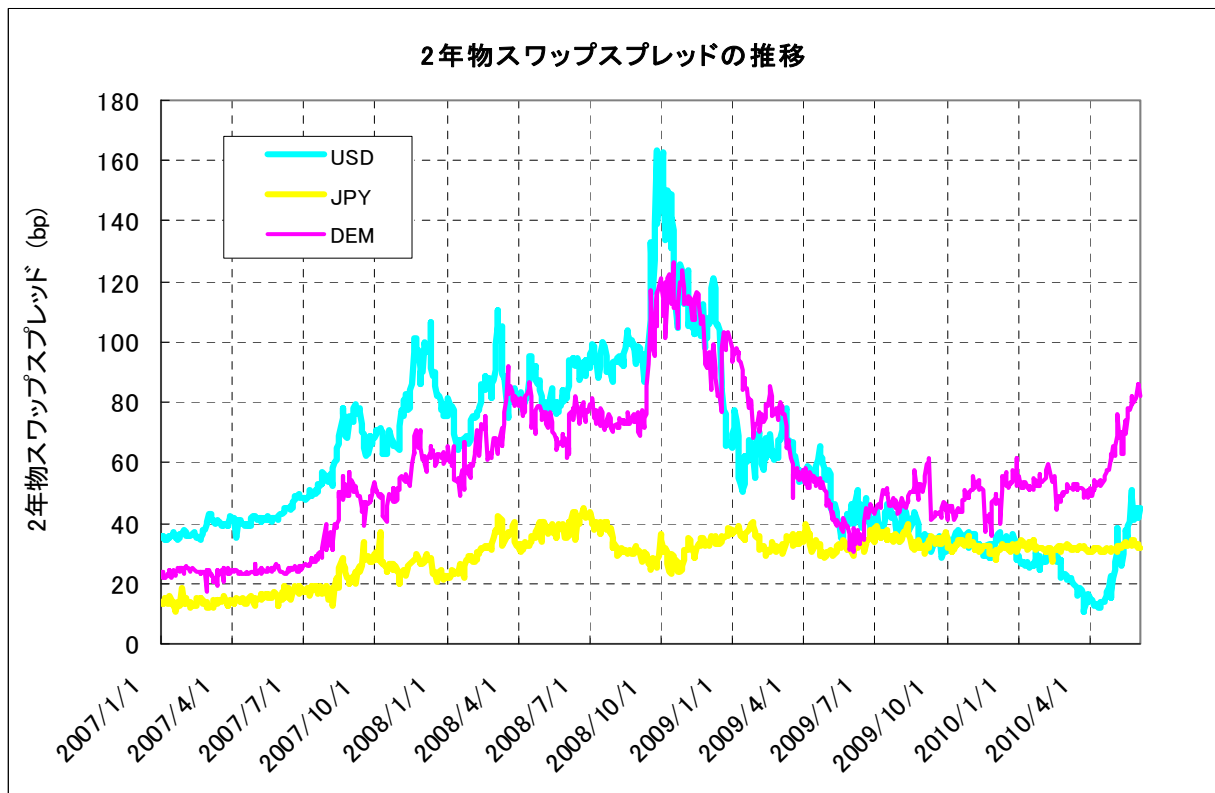
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



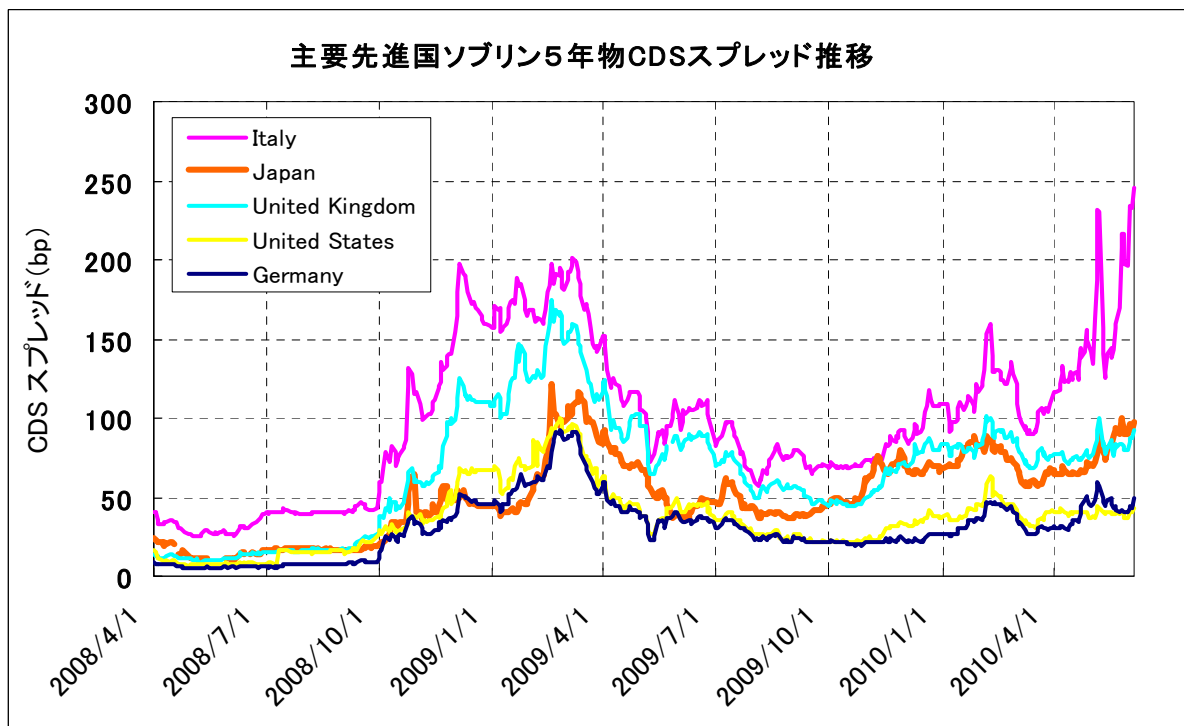
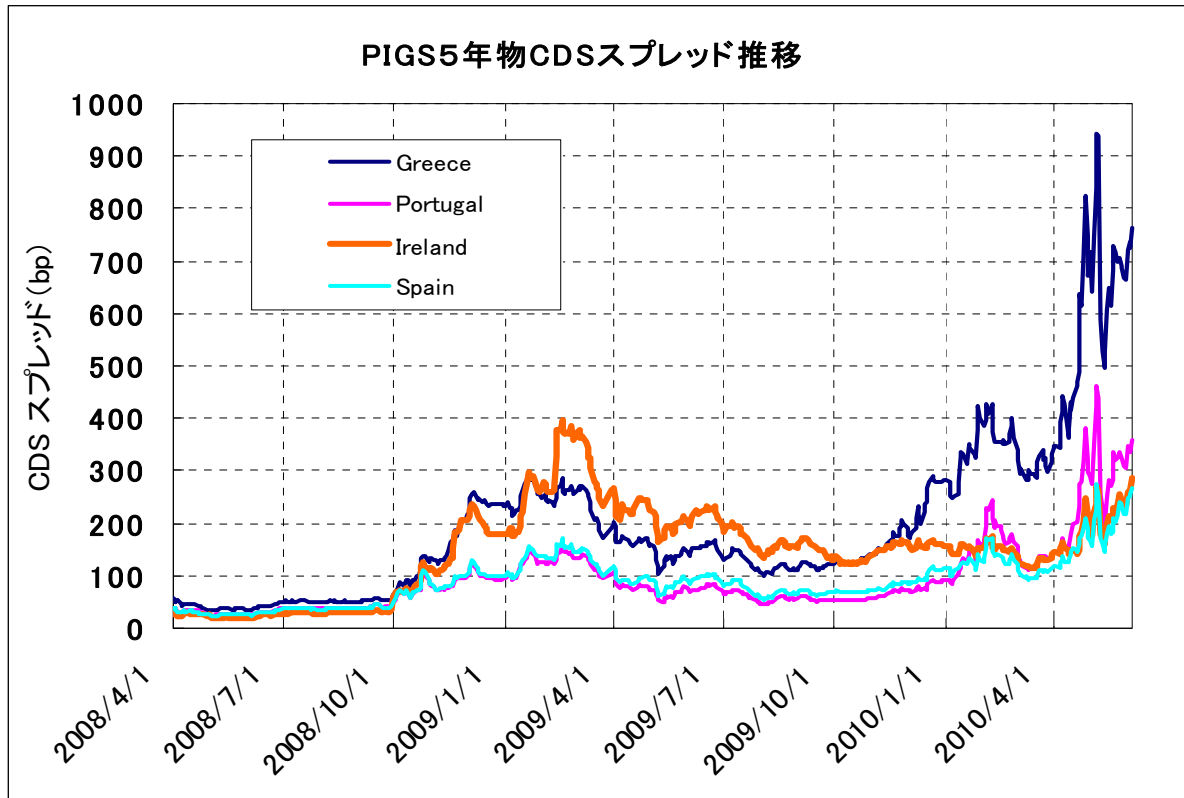
弱めの米国雇用統計を材料に米国債利回りは大幅低下。欧州周辺国の対ドイツ国債スプレッドは拡大。



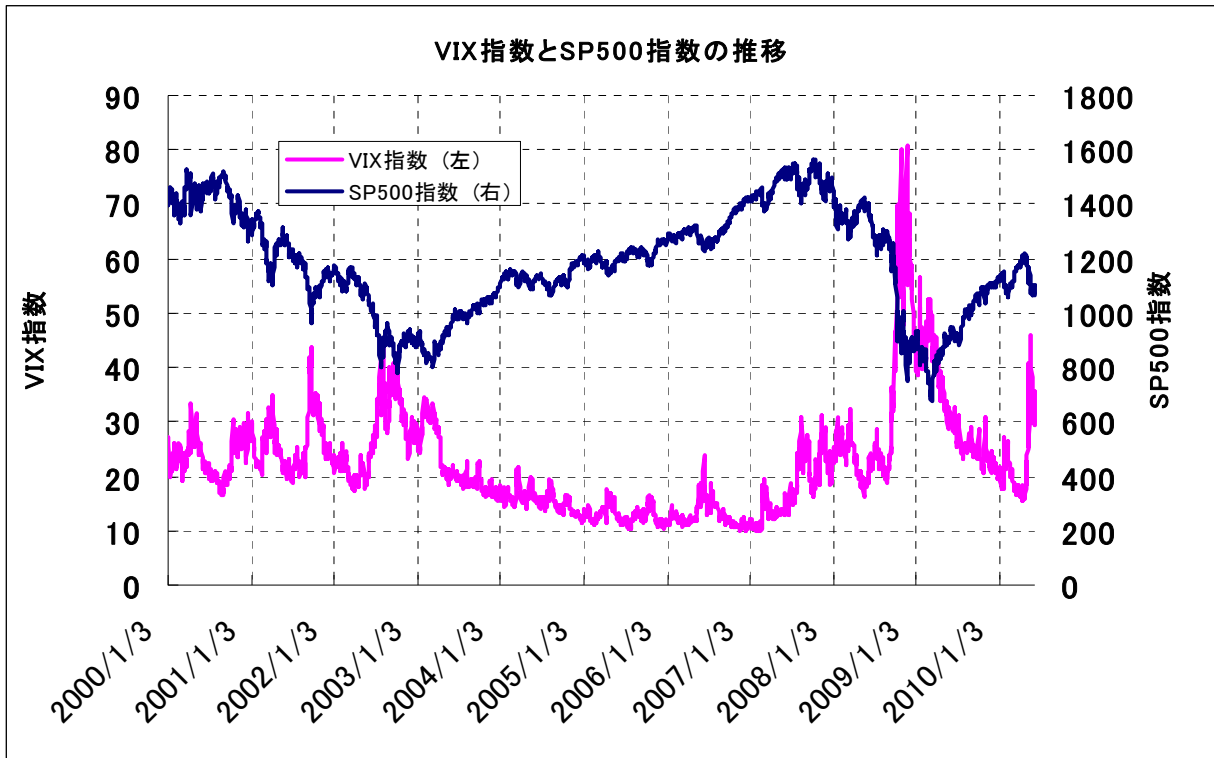
スワップスプレッド拡大は一服となったが、高止まりが継続。



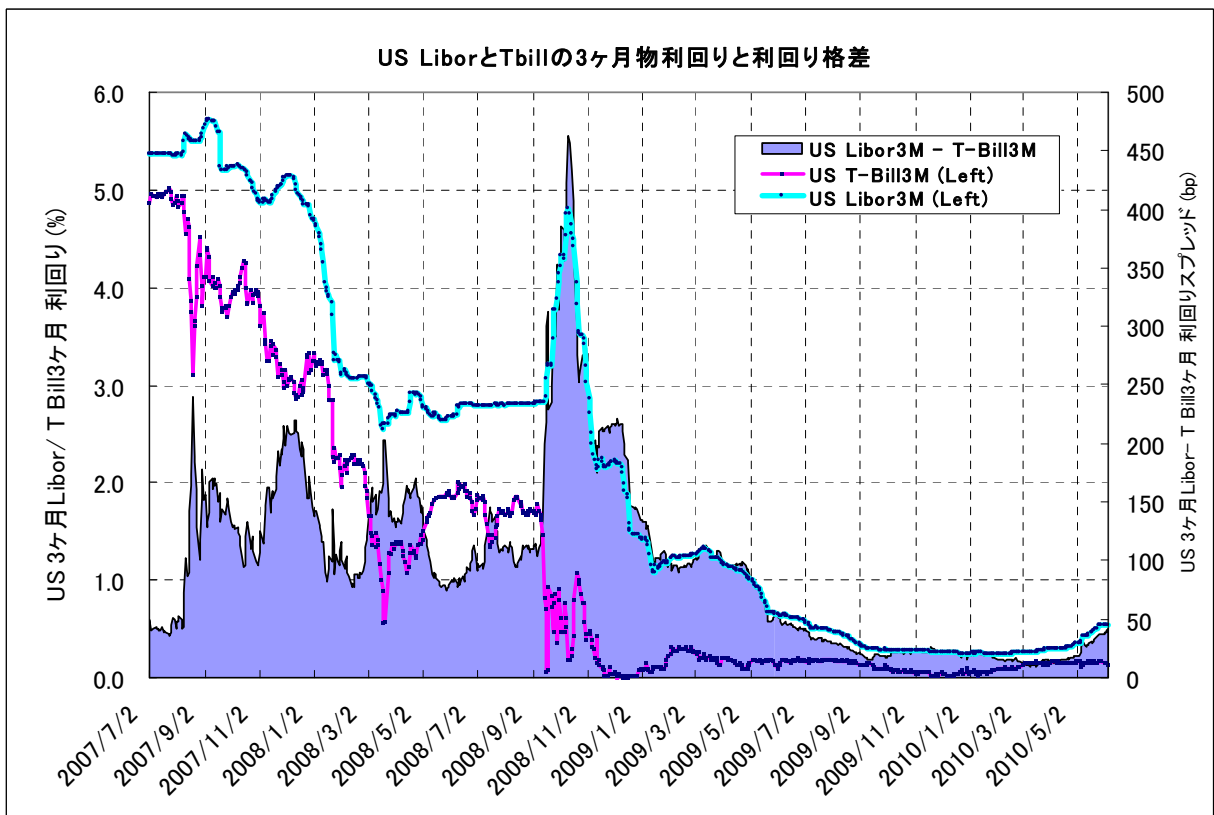
南欧諸国の CDS スプレッドはギリシャを含めて再び拡大。スペイン、イタリアは 5 月のピークを上回る水準に。英国も再び拡大方向に。米国は比較的低位安定した推移が続いている。



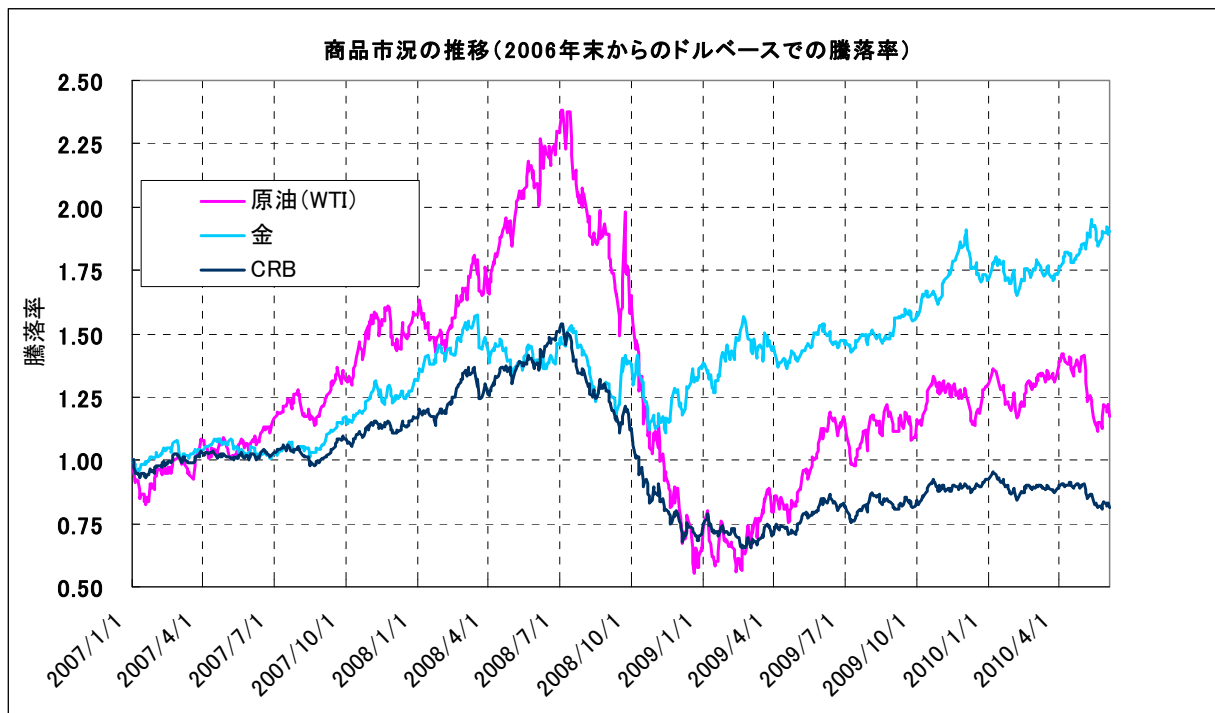
VIX は 30 台での推移が継続。



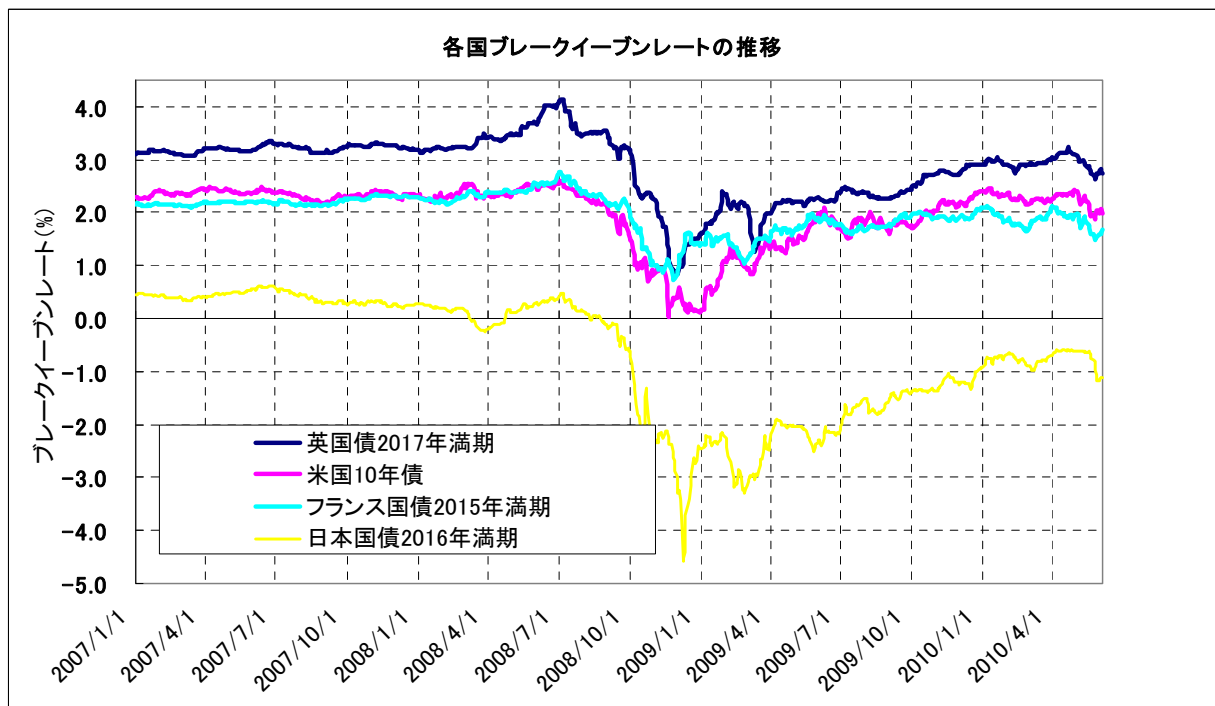
ドル LIBOR は横ばいで推移。



コモディティ価格ともみあい。



ブレイクイーブンレートの縮小方向の動きは一服。



(末永)