

GCI Global View

2010年8月23日

【目次】

- | | | |
|---|-------------------------|-----|
| ● | ねじれ世界における軸足を我々はどこに置くべきか | 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

—ねじれ世界における軸足を我々はどこに置くべきか—

米国西海岸への出張と、お盆休みで3週間ぶりのグローバル・ビュー執筆ですが、出張中とお盆期間に複雑な世界経済情勢で運用もまた難しい状況の下、温故知新というわけで80年代後半から90年代の激動期にかけ欧米の金融関係者に広く読まれた名著を何冊か再読し、当時の自分の体験を振り返ってみました。ここ数ヶ月の間にお会いすることができた著名なマクロファンド運用者の中にも「いったん運用は休止に近い状態にしている」方がおられましたし、日本のマネジャーの中には自信を喪失された方もおられました。私どものような運用会社に限らず投資家の皆様にとっても難しい環境ですが、いったいその中で今後の指針となるべきものは何なのか、どこに軸足を置くべきなのか模索してみましたのでご参考になればと今週号のグローバル・ビューに掲載することとしました。

お盆の間ずっと猛暑が続いた日本ですが、鳩山元首相主催の懇親会（正式には研修会のようなのですが）が開催された軽井沢の鳩山邸には、小沢一郎元幹事長をはじめとする民主党議員のみならず麻生太郎元総理など自民党所属の代議士まで参加し、警備の警察官、報道関係者、お盆休みで軽井沢を訪れた観光客などで收拾がつかないほど混雑したそうです。その前の週は別途管総理もプリンス・ホテルのコテージに1週間近く滞在されるなど、民主党の先生方はよっぽど軽井沢がお好きなようです。その軽井沢も新幹線、大型アウトレットの開業により東京からの日帰り行楽地となり、今年は旧軽銀座でもことのほか中国からの観光客さん達が大勢おられたようです。また公表されてはいませんが昨年あたりから別荘の購入者にアジアの富裕層が占める割合が着実に高くなってきています。来週9月1日（水）に告示され、14日（火）投票が行われる民主党代表選挙は、選挙権を有するわけでもない我々一般庶民にとって関心はさほど高くはありませんが、日本だけでなく海外のマスコミも「またもや日本の総理大臣が変わるのか」といった論調ながらも関心を示しています。「まったく政治がイニシアティブをとらない日本」は、世界的に広がるさまざまな「ねじれ現象」の中でも深刻なものとして位置づけられているようです。

日本の政治家や政治的イニシアティブの不透明さ（というよりは政治メカニズムの意味不明さ）は高度成長期以降貿易摩擦が深刻になるにつれずっと西欧諸国の政治家にとって頭痛のたねであったし、今もその点は変わらないと言えます。「日本は世界を当惑させている。」との書き出しで始まる”The Enigma of Japanese Power”（Karel van Wolfren 著邦題は「日本/権力構造の謎」）は、1989年の出版直後から欧米でも多くの知識人に読まれるとともに、ウォール街ではバイブルのような存在となり、またその後ハーバードをはじめとする多くのビジネス・スクールの教科書として用いられたそうです。そしてまた皮肉にも思われるのは、日本の権力構造の謎（集権的権力構造の欠落）についての分析を熱心に読み信奉者になったのが、小沢一郎氏であったことかもしれません。意外と知られていないことですが、欧米先進国にかぎらずロシア、東欧、アジア、中南米等には選挙への投票を義務付ける法律や、投票棄権者に罰則を課す法律がありますが、有権者の政治への無関心、不信任がかえって政治屋の跋扈を増長するのだとしたら、そうした強行策の検討も必要なのかもしれません。かつての日本のように政府による時刻優位性確保のための規制や強いコントロールが欧米諸国との摩擦を引き起こす、同じ道をさらに軍事面など複雑にしながら中国が歩んでいるように思えます。上述の”The Enigma of Japanese Power”

も随所に現在の中国に対する欧米の懸念にそのまま置き換えられるものもあります。

デフレ色払拭のため金融緩和を継続する先進国と、景気過熱とインフレ抑制のために利上げを断行する新興国という図式は、わずか10年ほど前までの先進国と途上国の利害対立（いわゆる南北問題）という伝統的な枠組みを崩し、資源価格の高騰とあいまってマクロ経済政策の立案を困難なものとしてきました。それは米国においても30年ほど前まで、日本でも20年ほど前までは当然のように考えられてきた固定化されてた方が安全という概念が根本的に覆る事態となってきたからです。米国の投資銀行幹部により記された1970年代のウォール街の教科書と呼ばれた”Controlling Interest Rate Risk”（Robert Platt 他1986年発刊）では「1960年後半から1970年代を通じて行われた金利の自由化により生じた金融市場の変革により、固定金利債券への投資が劇的に変化し、きわめてチャレンジングなものとなった。それは留まっていることが安全という世界から、とどまっているからリスクにさらされるというものであった。」と記しています。さらには1990年代に入ると、オプション商品の開発が進展したこと、CDS等クレジット系派生商品の登場により、金利と為替といった数種の要因による影響だけではなくはるかに多くの要因を考慮に入れなくてはならなくなりました。金融工学の急速な発展に伴って数学的要素が金融の様々な分野に浸透した結果、金融市場の変動要因が複雑化し変動幅も大きくなってきていることがあげられると思います。

しかし、複雑化しわかりにくくなったからと言っても、じっくりと見ると金融市場の基本的メカニズムまでもが変わってしまったわけでは決してありません。「ある効果が他の別の新たな効果に打ち消されたり弱められたりする結果、従来の効果が発揮されなくなったとマーケット参加者が考え、行動することによって一層そうした傾向に拍車がかかる。」というサイクルが生じてきているように思われます。当然新たな要因が従来型の要因による方向を打ち消すほど強くなかったり、情報伝達や投資インフラに発達により投機的な資金の流れがそうした傾向を逆に動かすような場合（利食いや損切り）には相場の変動は大きくなります。したがって、「基本的なメカニズムに軸足を置きつつも、自分の中核ポートフォリオに対して影響を及ぼす要因については十分な注意を怠らない」スタンスが今日的運用担当者に求められる要件であるように思われます。モニタリング対象としてカバーすべき商品は金融商品にとどまらず穀物、金属、CO2排出権等多岐にわたってきます。どのようにして自らのアンテナ機能を高めるのか、専門家との連携を持つのか運用担当者本人にとっても所属する組織にとっても問われる課題であり、一度イベントが生じるとそうした努力を怠った場合の代償は高いものにつく、そのような時代を我々は生きぬかなければならないのではないのでしょうか。

為替のビッグ・マック理論は筆者が大口為替取引のトレーダーをしていた1980年代後半に登場した、ビッグ・マックの価格から為替の実態水準を考えるとという購買力平価に立脚したわかりやすい例です。注目すべきなのはそのレベル感というより、人々の口に上るタイミングです。プラザ合意以後の急速な円高から、ルーブル合意を経た着地、転換のタイミング、1995年の80円台割れのタイミング、そして今また新聞に登場するということはそろそろ国力を反映しない円高を誘引する要因にも終焉が訪れているのかもしれない。

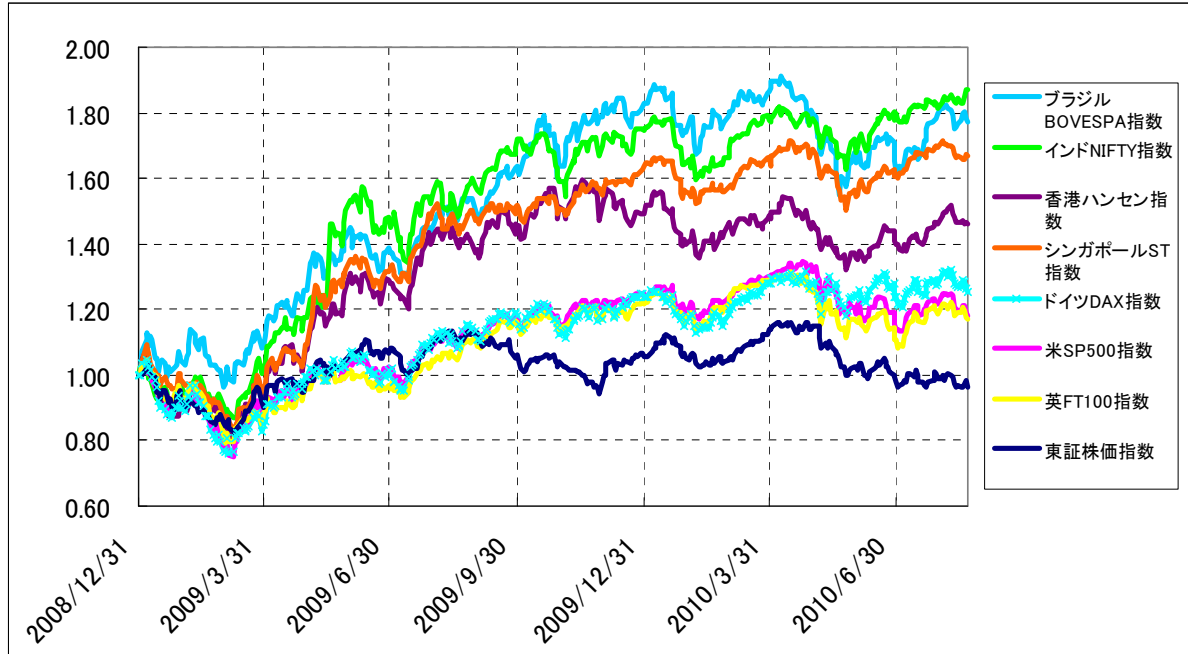
今回は再び投資における定量分析に話題を戻します。（インベストメント・グループ）

Global Markets (8月16日～8月20日)

1. オーバービュー

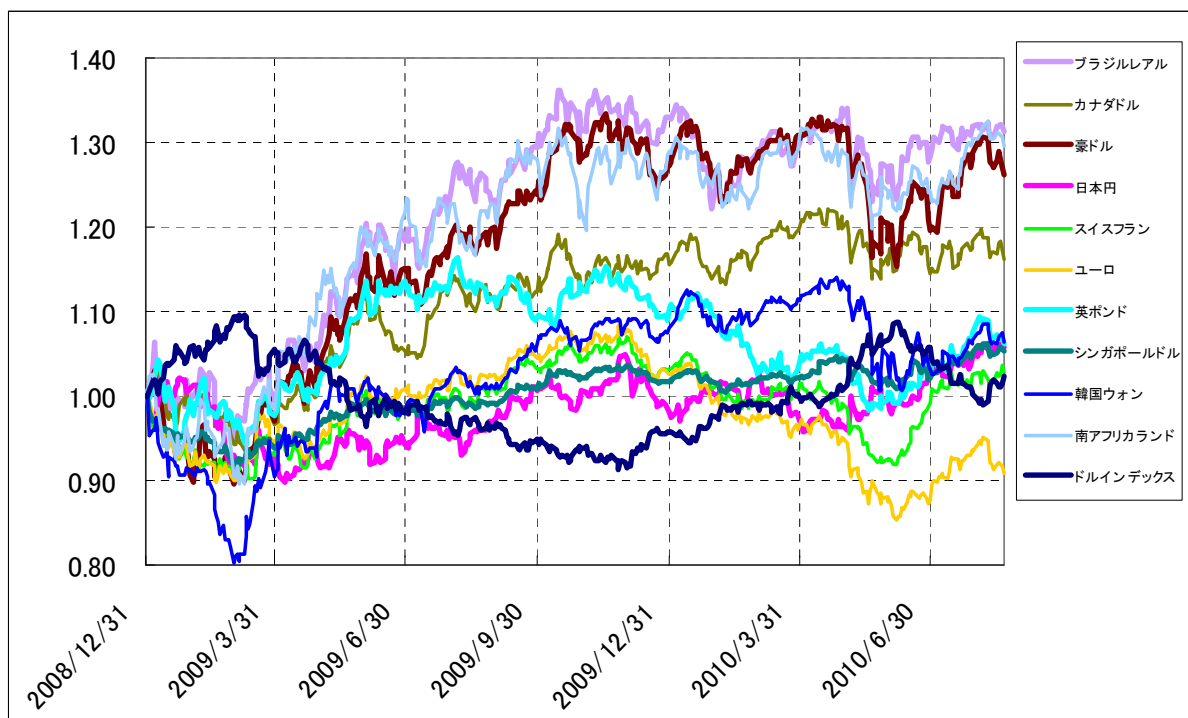
株式市場は先行きに対する不安が払拭できず、総じて軟調な展開に。日本では4-6月の成長の鈍化が浮き彫りに。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

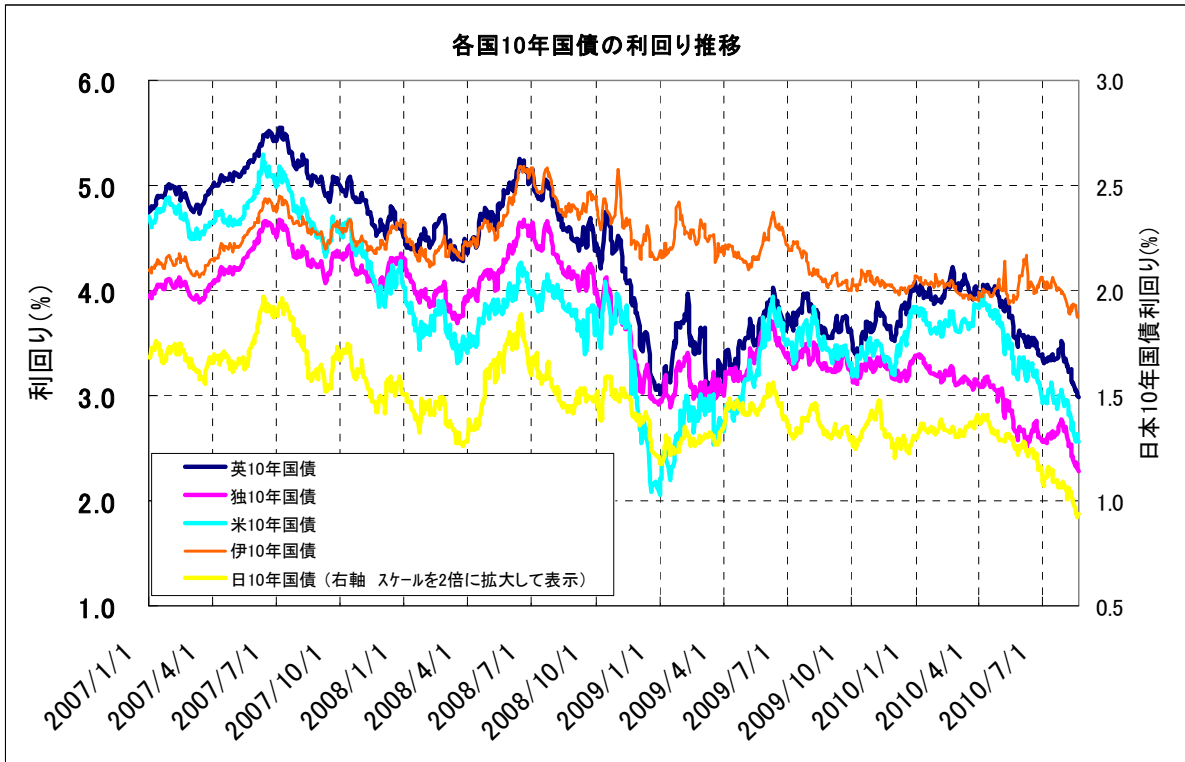


欧州の不安がくすぶる中、ユーロは再び下落。ドル円は85円前後でのみみあいが続く。

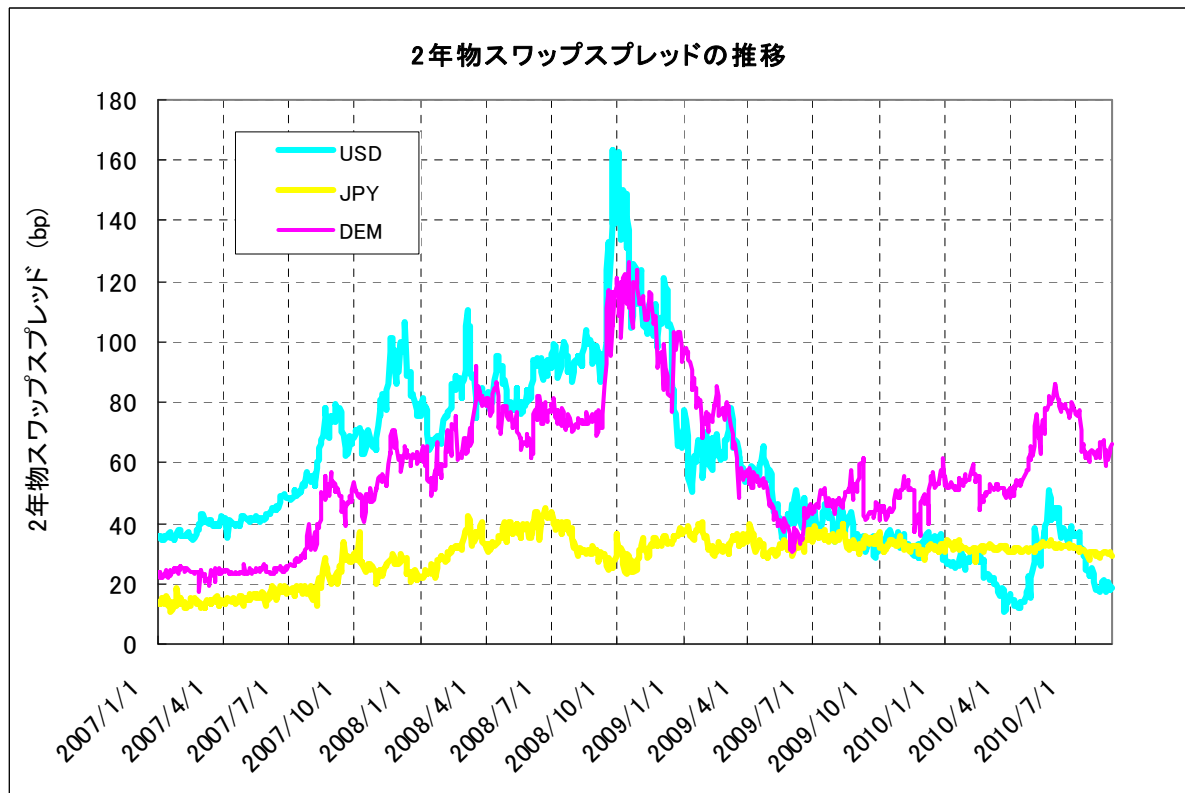
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



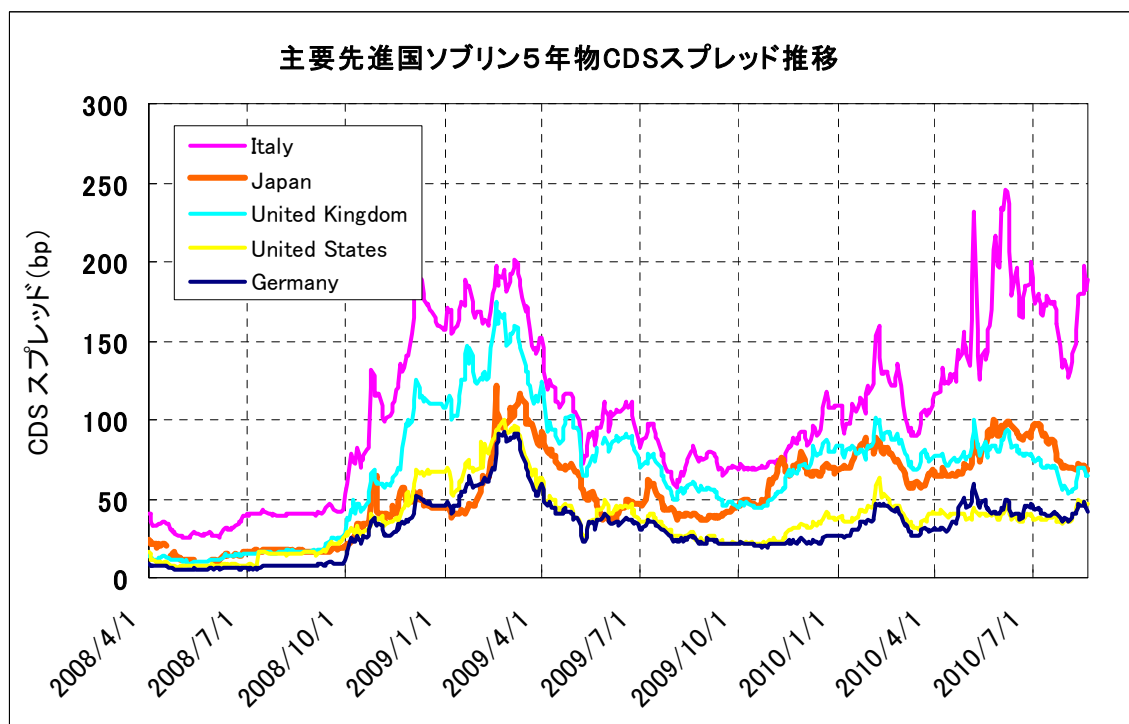
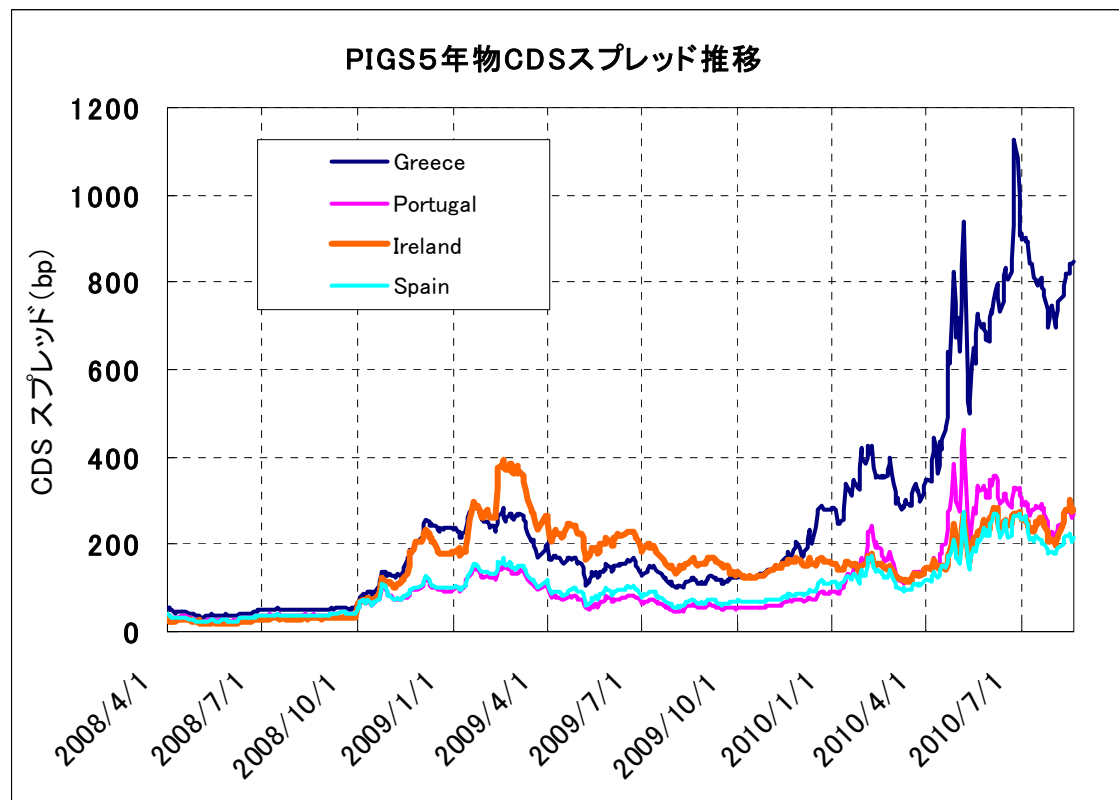
4月以降の急激な金利低下を警戒する動きが広がるものの、いまだ過熱感なく資金流入圧力は根強い。



スワップスプレッドはもみあい継続。



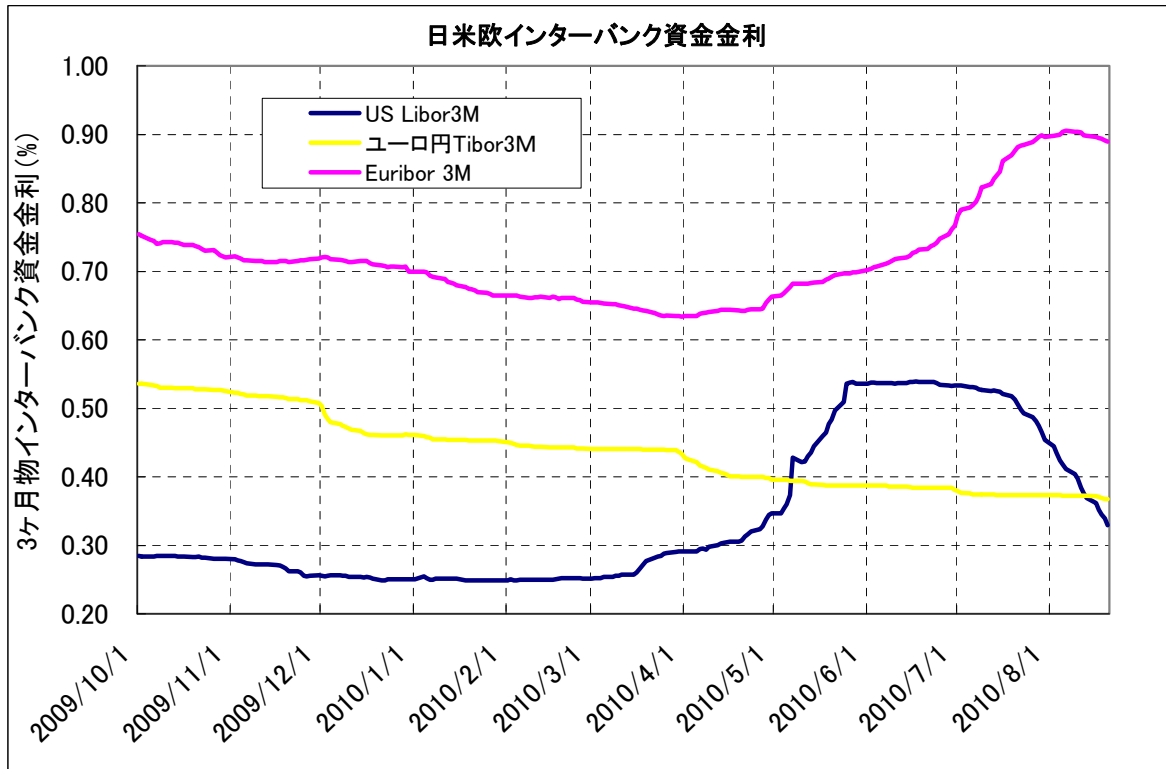
CDS スプレッドは欧州を中心に拡大圧力が煽ぶる。



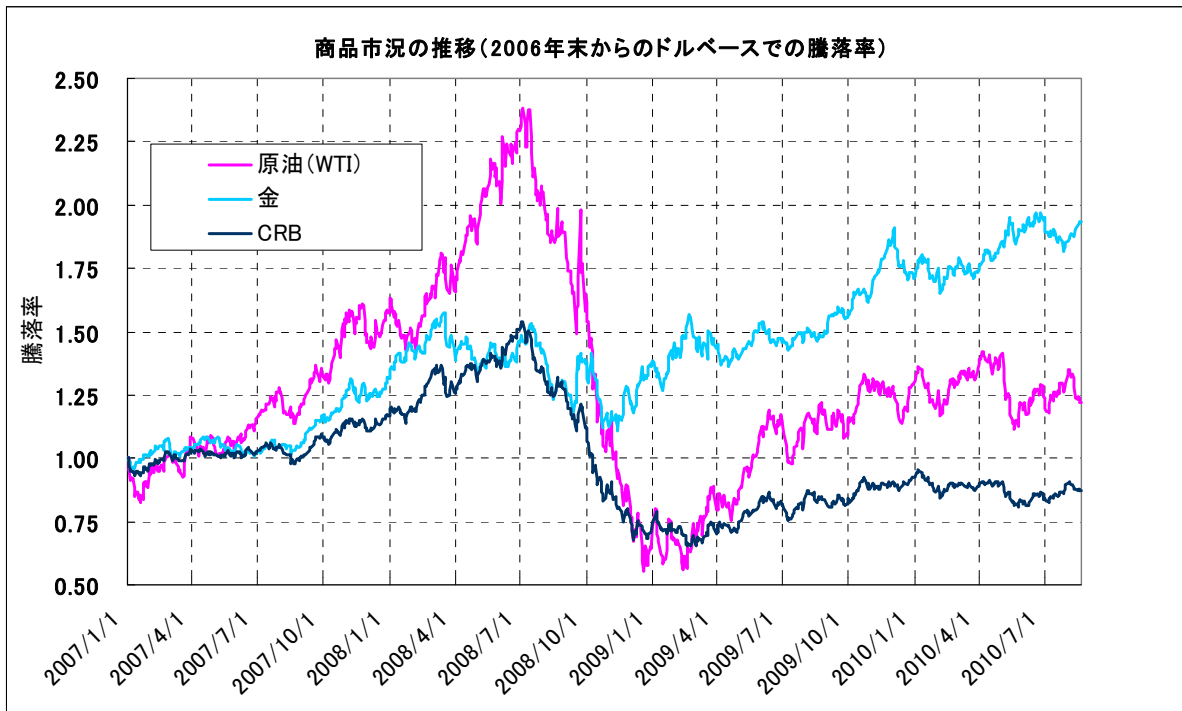
VIX は横ばい。



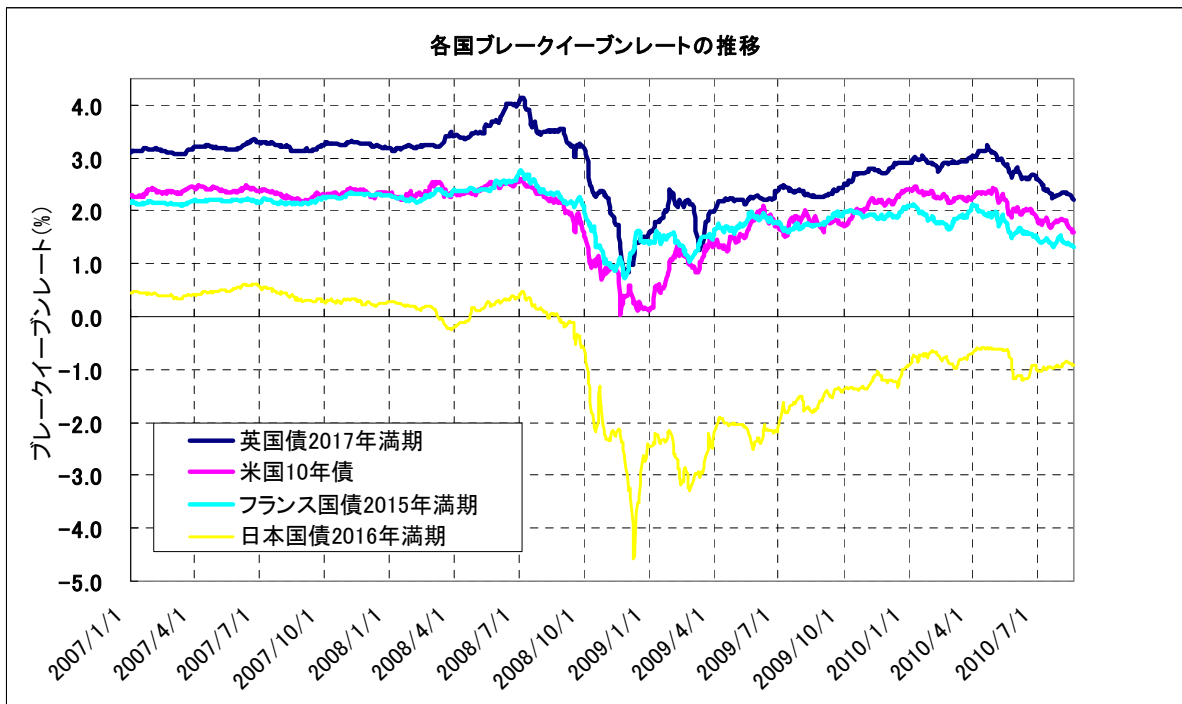
ドル LIBOR 低下継続。欧州の調達コストの上昇もようやく頭打ちに。



商品市況の調整とゴールドの底堅い値動きが継続。



ブレイクイーブンレートは再び低下方向に。



(末永)