

「金融を科学する」ニュースレター

# バイウィークリー・マネタリー・アフェアーズ

2008年5月9日(第170号)

Bi-Weekly MONETARY AFFAIRS



Contents	Page
投資家から見る債券市場	1 3
社債・CDS市場の動向	4 5
マーケット・トピックス	6
国内企業ニュースダイジェスト	7 8
海外クレジット市場概観	9 10
カーボン・マーケット・トピックス	11
J-REIT市場動向 J-REITの物件売却 市谷 竜二(証券アナリスト)	12
特別寄稿 クレジット・デリバティブは金融市場の波乱要因か 糸田 真吾(金融機関勤務)	13 20
投資の燭光 クレジットかるた R P テック クレジット・リサーチ部	21 23
本の宝箱 書評「日常の疑問を経済学で考える」&「デモクラシーの帝国」 名島 崇(証券アナリスト)・倉都 康行(RPテック代表)	24 27
マーケットの視点 公募と私募の境目 八須 賀雄(RPテック シニア・リサーチャー)	28 30
金融思想史への道程 金融における信用と信仰との落差 倉都 康行(RPテック 代表)	31 33
編集ノオト マネタリー・アフェアーズ編集人	34

次号は5月23日発行となります

## 投資家から見る債券市場

BMA 編集部



## 高速道路機構と高速道路各社の財投機関債(4/23)

今週も日本高速道路保有・債務返済機構が、10年・20年・40年で計1,400億円の財投機関債を募集しているが、道路特定財源の一般財源化に向けて国会における与野党の論戦は激しさを増している。福田首相は局面打開のために、平成21年度からの一般財源化という方針を提示し、道路族議員を驚かせている。揮発油税・自動車重量税・石油ガス税の一定割合が道路整備に充当する特定財源とされるのであり、今年度の予算規模では3兆円を超えている。道路整備に用いられるということで、回りまわって、日本高速道路保有・債務返済機構の債券に対するリスク・バッファーとなる可能性があることは、旧本州四国連絡橋公団の債務を処理する際に、道路特定財源が用いられた例からも期待できよう。したがって、一般財源化は、直接的ではないが、高速道路債券の信用力に対しネガティブに働く可能性がある。今後の議論の行方を注目したい。

一方、各高速道路会社の財投機関債を含む債務は、各々の会社が定めたルールに基づいて、高速道路会社から日本高速道路保有・債務返済機構へ引渡される。法的には、各高速道路会社と日本高速道路保有・債務返済機構の連帯債務となる(高速道路機構による重疊的債務引受条項)ことで、高い信用力を得ている。標準的手法を採る金融機関にとってパーゼルのリスクウェイトは、高格付けの株式会社に対する20%から、政府関係機関の10%に下がるという効果が期待できる。

実際に、昨年度末、東日本高速道路第1回債及び西日本高速道路第1回・第2回債が、高速道路機構に引渡されている。注目されるのは、西日本高速道路第2回債の引渡しでは、これは、平成20年度引渡し予定のものが、高速道路建設が早く進んだために、平成19年度末の引渡しとなったものである。即ち、格付けに対する影響といった大きなものではないかもしれないが、債務の位置付けが道路建設の進捗状況によって左右される(当然、遅れることあり得るということである)ことになり、投資家は注意しなければならないということである。中日本高速道路以外の高速道路会社については、原則、弁済期日の順に高速道路機構に債務が引渡されるルールとなっており、中日本高速道路のみ他の高速道路会社と異なって、債務の調達順に引渡し債務を選択することとしている。

ところが、この債務の引渡しにおいては、道路建設コストが高速道路機構の債務引受限度額を超過すると、機構への引渡しが可能になるというリスクが存在している。実際に4月16日に中日本高速道路が発表した東海北陸自動車道の一部区間については、高速道路機構との協定上の債務引受限度額を超過している。超過額については、高速道路会社の債務として残ることになるのだが、高速道路会社から高速道路機構に引渡される債務については、具体的な道路の建設が紐付きとなっているわけではない。したがって、直接的に高速道路会社の債務に信用力の低下が生じるものではない。しかし、今後機構による引受不能債務が累積して行く、即ち、道路建設コストが想定を大きく超過して行くといった状態が継続する場合には、個々高速道路会社の信用力自体にネガティブな影響が及ぶ可能性も否定できない。高速道路機構に債務が引渡される予定であるからといって、個々の高速道路会社の信用分析をおさなりにしていると、ある日突然、想定外の事態が生じる可能性があるということである。

### 金融安定化フォーラム報告書(4/30&5/7)

4月のG7に向けて、金融安定化フォーラムから証券化商品に関する報告書が提出された。未だ完全な解決に至っていない米国サブプライムローン問題に端を発した証券化商品に関する懸念であるが、その收拾に向けて世界主要国が動き出したという意味で積極的に評価できる取組みである。フォーラム報告書の概要について触れてみたい。必ずしも金融庁による仮訳には拘らない。報告書で提案されたのは、5つの行動である。

#### 自己資本・流動性・リスク管理に対する健全性監督の強化

まず、自己資本比率規制に関しては、バーゼルにおける証券化商品やデリバティブの取扱いを強化する。所要自己資本の引上げ、銀行・証券会社のトレーディング勘定における保有に対する追加的な自己資本賦課の導入、ABCPのコンデュイット等に対する自己資本比率規制上の取扱い強化を挙げ、また、モノライン保険会社に対する保険監督の枠組み強化が提言されている。

流動性リスクに関しては、7月までに健全な慣行に関するガイダンスを公表するとし、包括的な流動性リスクの特定・計測、ストレス・テスト、クロス・ボーダーの資金フローに関する流動性リスク管理等が挙げられている。

リスク管理面では、フォワード・ルッキングな管理手法となっていることを求め、集中リスクやオフバランスのエクスポージャーに対する適切な管理、レバレッジド・カウンターパーティーに対する管理等の強化を含むガイダンスを来年までに策定するとしている。

#### 透明性・価格評価の強化

市場参加者による適切なリスク情報の開示強化が、市場の信頼を回復する上で重要であるとし、今年の中間決算において厳格な情報開示を行うことを求める。また、証券化商品のエクスポージャーやオフバランス組織のスポンサー業務、コンデュイットへの流動性補完・価格評価について、バーゼルの第3の柱における情報開示強化のためのガイダンスが発表される。

IASBに対し、SPC等のオフバランス組織について、会計・開示基準を加速度的に改善することを求め、国際的なコンバージェンスに向けて他の基準設定機関と協力すべきとしている。

価格評価に関する会計・開示・監査のガイダンスを拡充するとともに、中でも、市場取引が存在しなくなったような事態における金融商品の公正価値評価に関するガイダンスについて、早急に検討することとされている。

証券化商品に関する組成当初及び継続開示に関する市場実務について、改善が必要であるとしており、IOSCOが市場参加者と協力しつつ、2008年末までに進展を評価するとしている。中でも証券化プロセスにおいて、オリジネーター、アレンジャー、仲介業者、マネージャー、格付会社といった関係者が、各々透明性の向上に向けた取組みを求めており、証券化商品の裏付け資産に関する組成当初及び継続的な情報開示の拡充・標準化が適切であるとしている。

#### 信用格付けの役割・利用の変更

格付会社に対して、これまでの内部のガバナンスと運営実態への教訓を得るための一連の取組みを歓迎するものの、一層の取組みが必要であるとしている。まず、格付けプロセスの品質に関して、改善するとともに利益相反を管理すべきとしている。IOSCOによる基本行動規範の改訂と格付会社の履行・監督官庁の監視を求めている。

次に、証券化商品に対する格付けについては、社債の格付けと明確に区別とすべきとし、異なる格付体系または追加的な符号の付与を求めている。また、格付会社に対し、証券化商品のリスク特性に関して組成当初及び継続的な情報開示を拡充すべきとしている。

更に、格付会社による裏付資産データの品質評価に関しては、引受人に対しデューデリジェンスの水準と範囲の提供を求め、格付けに用いる情報に十分な品質を確保するための合理的な措置を講じ、オリジネーターの引受審査基準に定性的な検証の内容を開示し、原資産のうちオリジネーターの保有する部分の情報を開示するといった取組みを求めている。格付けを付与するのに十分なストラクチャーや信頼可能なデータが不足している場合には、格付けの付与を控えることを求めるとされている。

最後に、投資家による格付けの利用については、格付けへの過度の依存を是正すべきとし、証券化商品の複雑性・重大性に見合ったリスク分析を実施すべきで、さもなくば投資を控えるべきとまで明言している。監督官庁については、監督上のルール等が格付けへの無批判な依存を招いていないかの検証をすべきとしている。

#### 監督官庁のリスク対応力の強化

監督官庁は、金融のイノベーションに付随するリスクを監視し、金融機関がリスクを理解し管理する能力を有することを確保するため、必要な資源や専門性を有するおとを確認すべきとし、また、早い段階でリスクエクスポージャーやリスク管理の質について、金融機関の経営に対して懸念を伝えるべきとする。

次に、監督官庁間の情報交換及び連携の改善について、国内・国際レベルで改善すべきとし、市場の緊急時における迅速な情報交換を行うべきとしている。中央銀行は、大手銀行の流動性危機に対するコンティンジェンシープランにおいて中央銀行との情報共有を求めるべきとする。

最後に、国際機関における政策策定作業の強化として、課題の優先順位付け、ガイダンスの実施確認のための追加的な措置、基準設定を行っている委員会による共同での戦略的な検証、IMF との役割補完と協力の強化を求めている。

#### 金融システムにおけるストレスに対応するための堅固な体制

中央銀行によるオペレーションにおいて、迅速かつ柔軟に相当な金額の注入を可能とするように求め、幅広い担保に対する様々な機関の幅広い相手を対象とする頻繁なオペレーションを可能とする枠組みを構築し、一時的に生じた資金需要に対応できるような仕組みとし、また、外貨の流動性に対応するための常時発動可能なスワップ枠を設けることを求めている。

脆弱な銀行に対応する枠組みとして、破綻しそうな銀行に対する権限と国内監督官庁間の責任分担の検証・強化、国際的な枠組みの情報交換、国際的な原則に基づいた預金保険制度の強化、国際的な大手金融機関に対する危機管理計画の具体的な課題対応、危機管理に関する国際的な経験や教訓の共有化等危機時の連携に取組むことが必要とされている。

## 社債・CDS市場の動向



## クレジット市場

一般債市場は、トレードのボリュームは薄かったものの、金利が高水準で推移し様々なセクターで買いが優勢となり、スプレッドは全体的に縮小する展開となった。

銀行債はシニア・劣後債ともにタイトニングした。先週の劣後債スプレッド水準は、三菱東京 UFJ : T+69.0bp、みずほ CB : T+81.0bp、三井住友 : T+79.0bp で、先々週から総じて 7bp 程度スプレッドが縮小している。

公共セクターでは電力債に買いが入りタイトニング。スプレッドは電力債 5 年 : T+22.0bp、同 10 年 T+22.5bp の水準。NTT 債は 5 年が T+22.0bp、10 年が 22.5bp となった。

事業債では消費者金融セクターは、アコム 5 年が L+210bp、プロミス 5 年が L+225bp で先々週より 25bp 程度のタイトニング、アイフル 5 年は 45bp 程度の大幅な縮小となり水準は L+355bp。投資法人債では、日本レジデンシャル 5 年 : L+110bp、日本ビルファンド 5 年 : L+59bp の水準。

サムライ債は、金融市場が少しずつ落ち着きを取り戻してきた感があり買いも散見され、小幅ながらもタイトニングが継続する動きとなった。

CDS 市場は全体的に閑散地合のなかスプレッドは堅調に推移した。iTraxx Japan(S8) index は、GW 前ということもありトレードは限定的となったが、先々週から比較的タイト基調が継続しており、先週は 70bp 台までスプレッドが縮小している。連日の国内株式市場の上昇、また海外大手金融機関の決算発表が予想範囲内だったことが好感された欧米 CDS 市場の堅調な動きに追随したものとみられる。7 日は 71bp の水準。

銀行ドル劣後は、先々週から小幅なスプレッドの縮小と拡大を繰り返したが、全体的にはタイト化。7 日のスプレッド水準は、三菱東京 UFJ : 65bp、みずほ CB : 70bp、三井住友 : 65bp、りそな : 105bp。消費者金融セクターもスプレッドの縮小が顕著な展開。28 日には総じて 20bp 程度タイトニングした(数値は次ページ表参照)。その他銘柄でタイトニングが目立ったものは建設セクターで、先週初に 10~15bp 程度にスプレッド縮小、その後もタイト化傾向が続いている(数値は次ページ表参照)。



## CDS 市場スプレッド

日本企業のCDSマーケット (5年)

セクター	銘柄	格付け	2008/5/7	2008/4/30	2008/4/23
銀行	三菱東京UFJ	A+	41/43	42.5/44.5	53/55
	三井住友	A+	39.5/41.5	41/43	50.5/52.5
	みずほ	A+	43/45	47/49	56/58
証券	野村	A	55.5/57.5	57.5/59.5	62.5/64.5
	大和	BBB+	50/52	52/54	57/59
	日興	A+	86/88	90/92	95/97
ノンバンク	アイフル	BBB	240/260	255/275	290/310
	アコム	BBB+	100/120	115/135	145/165
	オリックス	A-	105/125	125/145	160/180
	プロミス	BBB+	105/125	120/140	150/170
	武富士	BBB-	150/170	160/180	195/215
電機	ソニー	A-	29/31	33/35	39.5/41.5
	日立	A-	29.5/31.5	33/35	39.5/41.5
	NEC	BBB	48/50	51.5/53.5	57.5/59.5
	東芝	BBB+	65.5/67.5	70/72	77.5/79.5
	パイオニア	BBB-	71.5/73.5	78/80	88/90
	富士通	BBB+	38/40	42/44	47/49
	三洋電機	BB-	110/130	120/140	165/185
航空	日本航空	B+	405/425	410/430	420/440
	全日空	BB+	77.5/79.5	90/92	100/120
商社	三菱商事	A+	31.5/33.5	41/43	45.5/47.5
	三井物産	A+	32/34	41/43	45.5/47.5
	住友商事	A	43.5/45.5	55/57	61/63
	伊藤忠商事	A-	75/77	80.5/82.5	97/99
	丸紅	BBB	91/93	90/110	115/135
電鉄	東急	BBB+	43.5/45.5	47.5/49.5	50.5/52.5
	東武	BBB-	64/66	68/70	73.5/75.5
	近鉄	BB+	68/70	71.5/73.5	76.5/78.5
	阪急阪神	BBB-	61.5/63.5	66.5/68.5	72/74
製鉄	新日鉄	A-	30/32	34.5/36.5	42/44
	JFEスチール	BBB+	33/35	38.5/40.5	47/49
	神戸製鋼	BBB-	40.5/42.5	48/50	67/69
	住友金属	BBB-	40/42	47/49	65/67
建設	鹿島建設	BBB-	82/84	92.5/94.5	115/135
	大成建設	BBB-	97.5/99.5	100/120	125/145
	大林組	BBB-	54.5/56.5	60.5/62.5	86/88
その他	イオン	A-	42.5/44.5	48.5/50.5	53/55
	住友不動産	BB+	140/160	155/175	170/190
	ソフトバンク	BB	365/385	385/405	430/450

(格付けはS&amp;P)

## マーケット・トピックス

久保田 博幸 株式会社 フィスコ



## 当面の債券相場の見通し

欧米の金融機関の1-3月期決算が予想されたほどの悪化ではなく、また増資等も発表されたことで金融リスク不安が後退した。米国の大手企業決算も予想を上回るものが出ており、米経済指標もしっかりしたものも出ており米経済への過度の悲観的な見方も後退した。4月30日のFOMCでは0.25%の利下げを実施し、その後については明確に利下げ停止を打ち出さなかったものの、利下げ打ち止めの可能性も強まっている。

このため米国市場では株やドルが買われ、米債は下落基調となった。日経平均株価は4月28日に14000円の大台を回復した。ドル円も一時の98円台から5月2日に一時105円台に。そして債券市場は調整局面となった。

日銀による4~6月の利下げ観測などもあったことなどから大手銀行などは2月から3月にかけて中期ゾーン主体にポジションを積み上げていった。しかし、米経済への懸念の後退とともに日銀による早期利下げ観測も後退し、債券先物は3月19日の141円91銭を高値に調整局面となり、4月25日に債券先物は上場以来始めての前日比2円を超す下げとなり、サーキットブレーカー制度が発動された。

日本経済の先行きについては、不透明感も強いものの、米経済に対しての過度の悲観論は後退しつつある。懸念された円高についてもドル円は100円割れから切り返している。原油価格の上昇といった不安要因はあるが、今後については景気の下振れリスクに注意しつつ、日本経済は当面減速するが見通し期間全体では概ね潜在成長率並みで推移」という日銀の見方に沿った動きが続くと予想される。ただし、原油価格上昇などを背景にした物価の動向には留意も必要か。ガソリン暫定税率の動向により、4月から5月にかけての消費者物価指数が影響を受ける可能性があるがこれによる金融政策への影響は考えづらい。

3月中ごろに0.7%をつけた5年債は4月24日に1%台に乗せ利回りが上昇基調を強めたことで、大手銀行のリスク管理上のロスカットなども動き1.2%台後半に利回りが急上昇した。10年債利回りも同様に3月26日に1.215%まで買われたが、4月28日には1.675%にまで利回りが上昇した。

その後、売りはいったん収まったことで買戻しの動きも強まったものの、戻りも限定的とみられる。日銀は中立姿勢を明確化しつつあるが、利下げ観測が強まることがない限り、5年債利回りが1%を再び大きく割り込むことは考えづらい。



### スチールが3月末でブルドック全株売却

米投資系ファンドのスチール・パートナーズが3月末までに、保有していたブルドックソース株を全て売却したことが明らかになった。スチールは昨年、ブルドックへの敵対的TOBを行ったが、ブルドック側の買収防衛策により昨年11月時点で持株比率が3.58%に低下していた。

### JALカード売却先は三菱UFJに

日本航空グループのJALカードは株式の49%を三菱UFJフィナンシャルグループに売却する方向で最終調整に入ったことが明らかになった。売却額は約500億円とみられ5月中にも最終合意する模様。三菱UFJへの売却が実施されれば、従来のマイレージサービスだけでなく、キャッシング機能なども検討し、クレジットカードとしての利便性の向上を目指す。

### 住友不動産が都内大型再開発へ6600億円投資

住友不動産は、2011年までに東京都心部で9棟、約88万平方メートル分のオフィスビル建設に乗り出すことが分かった。日本橋に大型ビル、六本木に高層ビルなど、総事業費は約6600億円で同社の再開発としては過去最大となる模様。

### 米投資会社がNECの筆頭株主に

米投資顧問会社のブランデス・インベストメント・パートナーズがNECの発行済み株式の5.31%にあたる約1億786万株を取得し、筆頭株主になったことが明らかになった。ブランデスは損害保険や消費者金融など日本株に幅広く投資しており、NECの株式保有も「投資目的」としている。

### 野村社員ら3人、インサイダー取引容疑で逮捕

野村証券の社員3人がM&A情報をもとにインサイダー取引を行ったとして、金融商品取引法違反容疑で逮捕された。不正に得た利益は5000万円にも上るとみられる。容疑者の1人は入社直後から海外法人に転勤する直前までの1年半にわたり、知人名義の口座を使用した株取引を行っていたとみられる。

### あおぞら銀行のサブプライム損失は500億円規模に

あおぞら銀行のサブプライム関連損失が従来予想を100億円超上回る500億円規模に拡大することが明らかになった。企業買収融資に関連した損失も含めると、2008年3月期の連結最終利益は従来予想の265億円から、数十億円程度に減少する見込み。



### 出光興産が特別損失 127 億円計上

出光興産は、豪州に保有するエンシャム炭鉱が集中豪雨で冠水したことで、復旧工事にかかる 255 億円のうち約半額の 127 億円を特別損失として計上することが明らかになった。これを受けて当期純利益も従来見通しより 55 億円低い 50 億円になるとみられる。

### シティが日興投資会社の売却交渉

米シティグループが日興コーディアルグループ子会社で小規模のプライベート・エクイティ投資やベンチャー投資などを手掛ける日興アントファクトリーを売却する方針を固め、相手先と交渉に入ったことが明らかになった。

### 第一生命と損保ジャパンが提携強化

第一生命保険と損害保険ジャパンは、両社の 100%子会社にそれぞれ 10%程度ずつ出資し、変額年金保険や保険商品の通信販売事業を強化する資本業務提携を発表した。両社は 2000 年 8 月に業務提携を結んでいるが、従来は互いの保険商品を販売する協力関係にとどまっていた。

### 金融庁があおぞら銀行に業務改善命令検討

金融庁は 2008 年 3 月期決算が収益目標を大幅に下回ることが確実となったあおぞら銀行に対し、業務改善命令発動の検討に入ったことが分かった。あおぞらは金融市場混乱による損失拡大、大手行との競争激化、経営体制の混乱と不透明感が相次いでいた。

### 東京電力が初の連結赤字決算

東京電力は 2008 年 3 月期決算が赤字に転落したと発表した。赤字は 28 年ぶりで、損益は 1501 億円にのぼるとのこと。主力の柏崎刈羽原子力発電所が地震で被災して停止、また原油価格が急騰するなかで、原子力発電を火力発電に切り替えたために大幅な赤字となった模様。

### JT 食品事業は 40 億円の赤字

日本たばこ産業は 2008 年 3 月期連結営業損益を発表し、計 40 億円の赤字に転落することが明らかになった。中国製冷凍ギョーザの中毒事件の影響で冷凍食品離れが続いていることが原因とみられる。

### クレディ・アグリコルがりそなへ追加出資

りそなホールディングスが仏金融大手のクレディ・アグリコルから追加出資を受け入れ、業務・資本提携を拡大することが明らかになった。追加出資額は未定だが、最大で 1000 億円にのぼるとみられる。追加出資にあわせてクレディ・アグリコルがりそなの顧客向けに生命保険商品や投資銀行サービスを新たに提供する。

### レイク売却先はアコムが有力に

レイクの売却先にアコムが有力になっていることが明らかになった。アコムの提示した買収額は 3000 億円前後とみられる。買収が実現すれば貸付残高は 2 兆円規模にのぼるとみられ、プロミスと三洋信販グループを抜いて業界トップになる。

## 海外クレジット市場概観



## Citigroup は 51 億ドルの赤字決算

Citigroup の第 1 四半期決算は 51 億ドルの損失となった。Sub-Prime 関連の評価損が 60 億ドル、同じく評価損として商業用不動産が 18 億ドル、LBO ローンが 31 億ドル、モノライン関連が 15 億ドル、Auction-Rate Securities が 15 億ドルとなっており、さらにリテール部門の貸倒引当金の積み増しが 31 億ドルで損失合計は 169 億ドルに上り、昨年下半年に計上した 220 億ドルとあわせて損失額は 389 億ドルに上る。さらに今後 1 年間に追加リストラとして 9,000 人の人員削減を行う予定だ。

## RBS が巨額増資へ

英国大手銀 RBS は 2008 年に約 59 億ポンドの損失を計上すると発表し、自己資本を強化する為に、優先株発行によって 120 億ポンド規模の資本調達を行う計画を明らかにした。Mortgage 商品や LBO ローンの評価損が想定以上に拡大したため、従来の「増資不要」との判断から一転して巨額増資に踏み切ることになった。

## BoA の純利益は前年同期比 77%減少

Bank of America は住宅ローンに加えて Home Equity loan や中小企業向け融資での引当金 60 億ドルを計上、前年同期の 53 億ドルだった純利益は 12 億ドルに止まった。

## Muni-Bond の格付け方法に修正要請

現在、自治体が発行する Muni-Bond の格付けには、企業や証券化商品とは異なる方法が採られているが、Citigroup や California 州は先月、Muni のデフォルト率は企業よりも低いとして、Moddy 's に格付け方法論の見直しを要請する書簡をそれぞれ送付した模様だ。企業格付けと同手法になれば多くの Muni-Bond が Monoline 保証無しに高格付けの取得が可能だとの指摘もある。

## Merrill Lynch も巨額増資

3 四半期連続赤字で総額 320 億ドルに上る大幅損失を計上した Merrill Lynch が、総額 95 億 5000 万ドルの資金調達を行う模様だ。内訳は無担保社債で 70 億ドル、優先株で 25 億 5000 万ドル。

## Credit Swiss も赤字決算

Sub-Prime 問題は比較的軽傷と主張してきた Credit Swiss も、第 1 四半期は評価損が約 53 億スイスフランに上り、5 年ぶりに 22 億スイスフランの赤字に転落した。資産運用部門は UBS からの顧客流入で好調だが、同行 CEO は投資銀行部門の先行きは不透明と述べ、警戒感を強めている。

### 英 HBOS が 30 億ポンドの評価損

英国最大の Mortgage 業者である HBOS は、証券化商品投資で 30 億ポンドの評価損を計上、それに伴い 40 億ポンドの優先株を発行して財務基盤を強化するとの方針を発表した。

### ドイツ銀行も赤字転落へ

Deutsche Bank の第 1 四半期は 141 百万ユーロの赤字となり、5 年ぶりの赤字決算となった。評価損の計上は 27 億ユーロで、うち 18 億ユーロは LBO ローンの前払によるものだった。

### Berkshire Hathaway が CDS などで損失

Warren Buffett 氏率いる Berkshire Hathaway は、第 1 四半期決算において S&P の Put Option で評価損 12 億ドル、CDS にて 5 億ドルの合計 17 億ドルの損失を計上し、純利益が前年同期比 64%減の 940 百万ドルに止まったと発表した。

### BlackRock が UBS のモーゲージ債購入へ

Blackrock は UBS が保有する約 220 億ドルの Sub-Prime 関連証券化商品を、約 30% discount の 150 億ドルで購入する。同社はこれを Fund に組み込み、投資家に販売する予定で、UBS も Minority Holder として参加する模様だ。

### Fannie Mae も 22 億ドルの赤字決算

米政府スポンサー機関である Fannie Mae の第 1 四半期決算は住宅市況悪化を受けて 22 億ドルの赤字となり、60 億ドルの増資によって資本増強を計ると発表している。

### UBS が大幅赤字で投資銀行部門縮小へ

UBS の第 1 四半期純損失は 115 億 3500 万スイス・フランと 1 兆円を超える赤字で 3 四半期連続の赤字決算となった。同行は、投資銀行部門で既に発表済みの人員削減に加えて追加リストラを発表、資産運用部門への回帰を打ち出している。

クレジットインデックス(5年)

インデックス	2008/5/7	2008/4/30	2008/4/23
iTraxx Europe	74.06	73.62	81.28
iTraxx Europe Hivol	136.79	141.90	147.38
iTraxx Europe Crossover	430.12	439.38	462.88
iTraxx Japan	71.00	78.10	91.60
iTraxx Australia	86.95	88.89	104.00
CDX.NA.IG	102.44	95.58	106.69
CDX.NA.IG.HVOL	236.56	224.75	261.17
CDX.NA.XO	240.43	240.42	254.40

(R P テック資料)

市場情報

## カーボン・マーケット・トピックス

BMA 編集部



## ケベックが西海岸排出量取引市場に参加へ

カナダの Quebec 州が、米国 7 州およびカナダ 2 州が参加する Western Climate Initiative (WCI)への加盟を通じて、同組織が運営する Cap & Trade 市場に参画する方針を表明した。

## 日経・JBIC が気配値を週次で公表へ

国際協力銀行と日経デジタルメディアは、日本国内における排出量取引の価格気配の公表を開始した。気配値情報源はエコセキュリティーズ、JP モルガン、ナットソース・ジャパン、フォルティス銀行、丸紅 5 社。

## ECX が CER オプション取引開始へ

排出量取引最大の取引所である欧州気候取引所 (ECX) は、5 月 16 日に国連規制認証排出削減 (CER) 先物のオプション取引を開始すると発表している。

## 東証が排出量取引市場開設へ

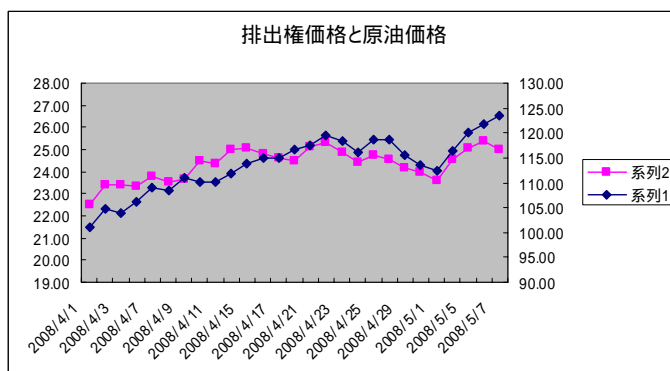
東証は 2009 年を目処に、CO<sub>2</sub> など温暖化ガス排出量の取引市場を創設する。取引方法や参加者、決済手法などの課題を整理すべく、大手商社や内外証券、銀行などをメンバーとした研究会を立ち上げる計画だ。

## 排出量取引で米 GDP が 20 年間で 0.6% 低下見通し

米国政府は、上院で審議中の温室効果ガス排出量取引案では、2009-2030 年に同国 GDP が最大 0.6% 失われる可能性がある、との分析を公表した。

## ADB が気候変動対策ファンドに出資

アジア開発銀行は、Climate Change Fund に 40 百万ドル出資すると発表した。他の投資家による出資も予定されているこの基金は、アジア・太平洋地域での CO<sub>2</sub> 排出量削減に関する様々な活動に利用される。



J-REIT 市場動向

## J-REIT の物件売却

市谷 竜二 証券アナリスト



REIT の間で保有不動産を売却する動きが広がっている。特に大手スポンサーを基盤とした REIT ではなく、中堅の独立系 REIT にその動きが顕著になっている。2007 年度の売却件数が 88 件と 06 年度から倍増したのは、世界的信用収縮で資金到達が難しくなるなか、投資家への分配金の原資を確保するために不動産売却や入れ替えを進めているためである。さらに物件取得件数も 2 年連続で減少し、拡大を続けてきた REIT 市場は曲がり角を迎えている。

物件売却自体は必ずしも悪いことではない。ポートフォリオの強化のため小規模物件を売却したり、効率の良いオフィスビルに投資を絞るために住宅物件を売却したりすることは通常の取引である。ところが、サブプライム問題の影響で資金調達が厳しくなり、また投資口価格の下落で公募増資も難しくなってくると、物件取得という外部成長が止まってしまう、一部の REIT ではリファイナンス・コストが増加し、分配金の維持や返済資金の捻出という後ろ向きの売却が目立ってきた。

例えばクリード・オフィス投資法人は運用状況を下方修正したが、内容は一口当たりの分配金(2008 年 4 月期)を 15,305 円から 12,787 円への減額である。この減額要因として、3 月に実施したリファイナンス・コストの負担増(借入金利上昇、期限前返済に伴う手数料負担など)、配当水準維持のため計画していた物件売却が、物件購入先の資金調達が不調に終で取引が完了しない見通しとなったこと、の 2 点を挙げている。前者に関しては、従来の借入金利が約 1.38%、リファイナンス後の金利は 2.58%と約 1.9 倍の金利上昇となっており、さらに従来は三井住友銀行、住友信託銀行など大手邦銀からの調達だったが、今回リファイナンスに応じたのは GE リアル・エステートと新生銀行の二社で、同投資法人は実質的に邦銀からの調達がなくなってしまったのである。金利負担の更なる上昇懸念も消えておらず、増資も困難なため、先行き物件売却が出来なければ、再度の下方修正も考えられる。

さらに 4 月 22 日に第三者割当増資でフィデリティから約 51 億円を調達すると発表したニューシティ・レジデンス投資法人の 2008 年 2 月期決算説明会は、この種の説明会では異例の 100 人を超える証券関係者が集まった。フィデリティという機関投資家が相手だったことに加え、その発行金額が注目されたのである。一口あたり約 28 万円は純資産価格のほぼ半分に過ぎない。これでは投資口の増加に比べて調達資金が少なく、増資後に既存投資主が受け取る分配金は大幅に希薄化する。「希薄化した分は必ず取り戻す」と繰り返した運用会社社長に対し、その実現可能性を見極めようとアナリストから質問が相次いだのである。

同投資法人は、昨年暮に東京・池袋の大型マンションを総資産の 15% 近くに相当する約 270 億円で取得することを決定し、増資タイミングを計っていた。ところが信用収縮による REIT 相場の調整が重なり投資口価格は約 4 割下落、大型物件の取得期限となる 10 月末までの価格回復は望み薄となった。今回の調達資金や追加借入で計画通りに同物件を取得し、家賃収入の底上げや事業費用の削減で収益力を高めるとしているが、可能性は低いだろう。

2001 年の市場創設以来、相場上昇期待を背景に市場から資金を調達して、運用資産と分配金を増やしてきた J-REIT だが、信用収縮という最大の弱点を衝かれ右往左往している。特に割安増資については、既存投資主への背信行為に他ならない。しかし、過熱感が薄らいだ現物の不動産市場の状況を考えれば、資金調達が可能であれば、優良物件の仕込み時でもある。実際、2 月に実施した最大手の日本ビルファンドの増資では、募集口数を上回る申込があった。こうした大手 REIT では今後も増資のタイミングを図っていくであろう。



特別寄稿

## クレジット・デリバティブは金融市場の波乱要因か

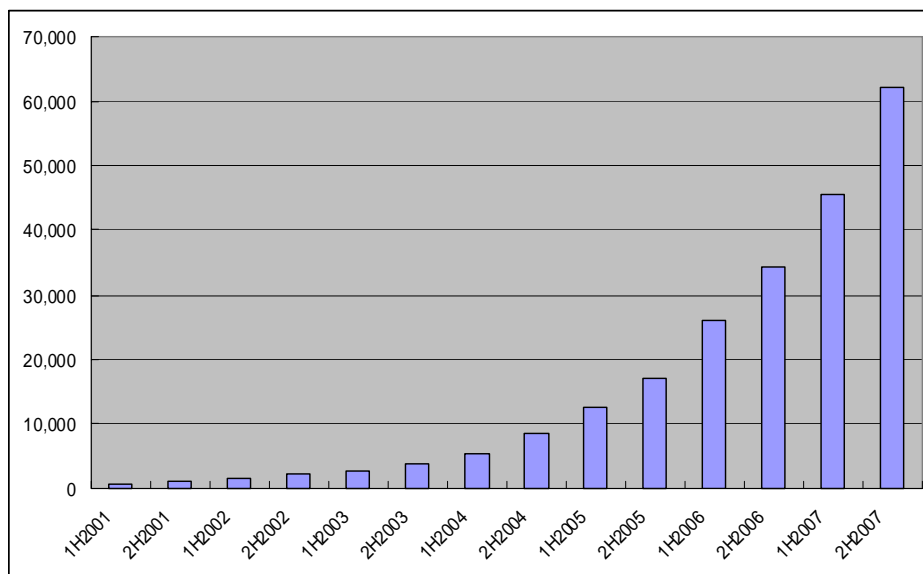
糸田 真吾 金融機関勤務



## クレジット・デリバティブ市場の拡大

先日行われた年次総会において、デリバティブの業界団体であるISDA(International Swaps and Derivatives Association)は2007年12月時点のクレジット・デフォルト・スワップ(以下CDS)の取引残高が62兆ドルに達したと公表した。図1はISDAがCDSの統計を始めて以来の取引残高の推移を示したものであるが、証券化市場全般がいわゆるサブプライム問題の影響で急速に縮小しているのとは対照的に、CDS市場の拡大は今のところペースダウンする兆しは見られない。

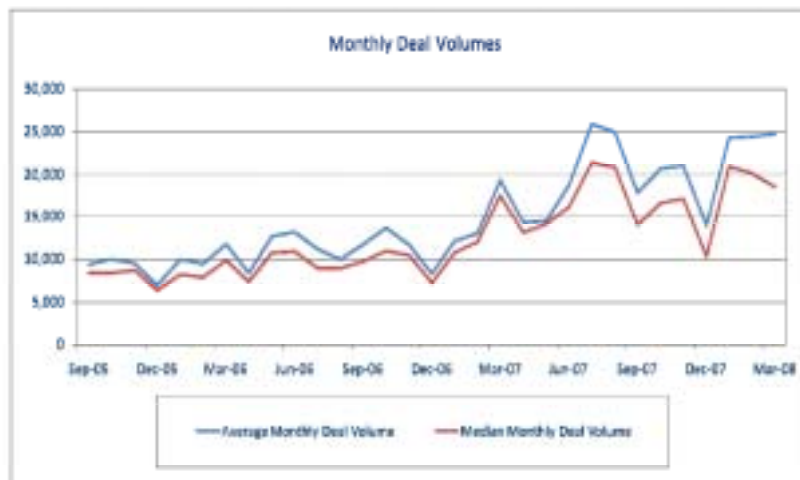
図1：CDS市場の残高の推移



出典：ISDA、単位は10億米ドル

図2は主要ディーラーによる毎月のCDS取引量の推移を示したものであるが、昨年の7~8月や今年の2月~3月のように金融市場の混乱がピークであった時期に、逆にCDSの取引量は増加し、実質的に流動性が消滅したクレジット市場・証券化市場において、市場参加者のポジション調整の道具として積極的に活用されていたことが読み取れる。

図 2



出典：Markit 社

今年に入って、ハイイールド市場では航空業界などを中心に企業のデフォルトが増加しているが、北米経済を中心に本格的に景気後退に突入して大企業にもデフォルトが波及することが懸念されている中で、こうしたクレジット・デリバティブ市場の拡大に対して、カウンターパーティー・リスクの高まりを指摘する声が多く聞かれるようになった。

カウンターパーティー・リスクは OTC(Over The Counter)デリバティブ取引にとって非常に重要なテーマであり<sup>1</sup>、軽視してはならないものである一方、欧米のメディアを中心に根拠なく不安をあおるだけの記事も目立つ。特に多いのが、「クレジット・デリバティブ市場におけるデフォルトの発生が連鎖的に金融市場全般の混乱・損失を引き起こすのではないかと」といった漠然とした不安を指摘するものである。本稿では、こうした“漠然とした不安”に対して何が本当に懸念すべきリスクであり、何が過剰反応であるのか整理してみたい。ここでは、クレジット・デリバティブ市場が金融市場の波乱要因になりうるシナリオを大きく3つに分けて考察を試みる。

### 波乱要因 1-CDS で参照される主体の破綻による損失

クレジット・デリバティブ取引において“クレジットイベント(取引で参照される主体(=参照組織)の破綻)”が発生し、信用リスクをとっていた当事者に損失が発生するシナリオである。

今年の1月に、PIMCOのBill Gross氏がクレジット・デリバティブ市場から発生する損失は2500億ドルにも達すると“予言”して話題になった。その計算根拠は、当時の統計でCDSの残高が約45兆ドルであり、今後企業のデフォルト率が1.25%程度に上昇し、デフォルト時の回収率を50%とすると、少なく見積もっても2500億ドルに達するというものである。このロジックでは、先日発表された62兆ドルという数字を使うと、損失は3500億～4000億ドルにもなる。また別のところでは、サブプライム住宅ローン並みに高い損失率を当てはめて、クレジットイベントの発生によって兆単位の損失が発生するとの予想も見かけた。

<sup>1</sup> デリバティブのカウンターパーティー・リスクについては、土屋剛俊著「新版 デリバティブ信用リスクの管理」シグマベイスキャピタル 2008年が非常に優れた専門書である。

ここで考慮に入れられていないのが、(a) 45 兆ドルや 62 兆ドルという数字がグロスの数字であり<sup>2</sup>、相当程度の取引が相殺(ネットィング)可能であるということ、(b) この統計の数字の大半がインデックス<sup>3</sup>や個別銘柄を参照する取引であり、いわゆるサブプライム住宅ローンを参照する CDS の占める割合は非常に小さいと考えられること、(c) CDS は相対の取引であり、クレジットイベントの発生によって誰かが損失を被った場合にはその反対側では別の誰かが同じだけの収益を上げており、システム全体では“ゼロサム”であること、である。

上述(a)については、たとえば A 銀行が XYZ 社のプロテクションを B 銀行から 1 億ドル(想定元本)買ったとしよう。翌日、マーケットが動いたところで利益確定や損切りのために反対売買(A 銀行が B 銀行に XYZ 社のプロテクションを 1 億ドル売る)を行なった場合、一連の取引から市場に創造される信用リスクはゼロであるのに対して、統計上は CDS の取引残高は 2 億ドルと報告される<sup>4</sup>。こうした反対売買は必ずしも当初の取引相手と行なわれるわけではないが、大半の市場参加者の取引がディーラー経由で行なわれていることを考えると、市場全体では相当程度のポジションがネットィング可能であると考えられる。

Bill Gross 氏に反論した ISDA の Robert Pickel 氏によれば、グロスの残高を 45 兆ドルとした場合、市場に存在するネットィング後の信用リスク(取引元本ベース)はおよそ 1 兆ドルと想定され、仮に Bill Gross 氏よりも保守的にデフォルト率が 2%、回収率が 25%と考えても、損失は 150 億ドル程度に過ぎないと推定される。Robert Pickel 氏はネットィング後の残高を推定する上で格付会社 Fitch のレポートを参照しているが、過去の事例からもネットィング効果の大きさが読み取れる。例えば、2005 年に Delphi が破綻した際に、推定では同社を参照する CDS が市場に約 500 億ドル存在していたが、そのうちデリバティブ取引の相殺作業を専門に行なう TriOptima 社によって約 300 億ドルが相殺され、ディーラー間でも個別に相殺が行なわれたとされる<sup>5</sup>。

上述(b)については、ISDA によると、62 兆ドルという数字に含まれるのは単一銘柄を参照する CDS、インデックスを参照する CDS、企業のポートフォリオを参照する CDS<sup>6</sup>、ABS やレバレッジド・ローンを参照する CDS などとされている。残念ながらその内訳はわからないが、ABSなどを参照する CDS の市場が立ち上がったのが比較的最近であることを考えると、単一銘柄・インデックス・企業ポートフォリオを参照する CDS のシェアが大きく、ABX や ABS CDO のスーパーシニアなどのサブプライム関連の CDS のシェアは小さいと思われる。少なくとも、2007 年 6 月から 2007 年 12 月にかけての増加分である約 17 兆ドルについては、その大半が単一銘柄かインデックスを参照する CDS と考えるのが自然であろう。よって、CDS の取引残高においてサブプライム住宅ローン並みの損失が発生すると考えるのはかなり極論であると思われる。

上述(c)については、ごく当たり前のことではあるが、クレジットイベントの発生によってプロテクションの売り手に発生した損失と同額だけプロテクションの買い手に利益が発生しているはずであり、昨年来各金融機関が公表している「サブプライム関

2 余談だが、Bill Gross 氏の名前とかけて、“Gross exaggeration”や“(Bill) Grossly Overstated”といったタイトルの記事を見かけた。

3 特にマーケットシェアの高いのが、欧米の投資適格級企業を参照するインデックス(iTraxx Main / CDX IG)や、投資適格級と投機的階級の間中に位置する企業を参照するインデックス(iTraxx Xover / CDX Xover)である。

4 この例では、A 銀行にとっての取引残高も B 銀行にとっての取引残高も 2 億ドルとなり、両者ともにデリバティブ統計に報告すると取引残高は 4 億ドルとなってしまうが、ISDA 統計など主要な統計ではこの“ダブルカウント効果”を考慮に入れて、取引残高を 2 億ドルとしてカウントすることが一般的である。

5 河合祐子 糸田真吾著「クレジット・デリバティブのすべて(第 2 版)」財経詳報社 2007 年 P297 参照。

6 いわゆる First to Default 型の仕組みや、インデックスを参照するトランシェ取引、ピスポークなポートフォリオを参照するシンセティック CDS が中心と思われる。

連の損失」に、クレジットイベント発生による損失分だけを加えるのは片手落ちである<sup>7</sup>。

このように、今後企業の破綻が増加すれば、CDS によって信用リスク投資を行っていた市場参加者に損失が発生するのは避けられないが、その期待損失額は決して 62 兆ドルという統計値に単純に損失率をかけて求められるような大きな数字ではなく、また、金融システム全体で見れば損失だけが発生しているというわけではない。

## 波乱要因 2-CDS のカウンターパーティーの破綻による損失

メディアでは、CDS のカウンターパーティー・リスクを狭義に捉えて、プロテクションを買っている(信用リスクをヘッジしている)立場において、カウンターパーティーが破綻して想定していた補償を受けることができないリスクが懸念されることが多い。この場合、CDS で参照している主体(=参照組織)もカウンターパーティーと同時に破綻していることを前提にしていると思われる。実際には、CDS におけるカウンターパーティー・リスクとは、プロテクションを買っている場合・売っている場合両方の立場において、参照組織が破綻している・していないにかかわらず、取引の時価が自分にとってプラスである時にカウンターパーティーが破綻して、そのプラス分が消えてしまうリスクを指す。仮にカウンターパーティーが破綻しても、その時点での取引の時価が自分にとってマイナスであれば、損失が発生することにはならない<sup>8</sup>。一方、参照組織が破綻していなくても、カウンターパーティーの破綻によってプラスの時価が消滅して損失を被ることもある。

いずれにしても、CDS の取引元本がカウンターパーティー・リスクそのものではなく、ある取引相手に対するある一時点でのエクスポージャー<sup>9</sup>は、その取引相手とのすべての取引の時価を合計し、合計がプラスである場合にそのプラス部分に限られる。カウンターパーティーの破綻によってカウンターパーティー・リスクが顕在化して、その損失が最大、すなわち取引元本相当となるのは、プロテクションを買っている場合において、カウンターパーティーと同時に参照組織もデフォルトして、かつ参照組織の回収率がゼロの時である。こうしたリスクを軽減する目的で、CDS 市場の参加者は参照組織と信用リスクの相関の高いカウンターパーティーからプロテクションを買うこと<sup>10</sup>を避ける傾向にある。

カウンターパーティー・リスクは OTC デリバティブ取引全般に共通のテーマであり、CDS の約 6 倍の市場規模である金利・為替デリバティブにおいても同様の問題は存在する<sup>11</sup>。ISDA の調査によると、2007 年 12 月時点での金利・為替を含む全デリバティブ取引の残高が約 454 兆ドルであるのに対して、そのグロスの時価評価額は約 9.8 兆ドル(取引元本の 2.2%)、ネットの時価評価額は約 2.3 兆ドル(取引元本の 0.5%)とされ、大雑把な議論ではあるが、この金額が市場全体におけるカウンターパーティー・リス

<sup>7</sup> すっかり有名になった ABX インデックスや TABX (ABX を参照するトランシェ取引) についても同じことが言える。ABX の価格下落によって ABX でホームエクイティ RMBS のリスクをとっていた当事者が損失を計上している反対側では、誰かが同じだけ収益をあげているはずである。サブプライム関連の金融機関の損失の数字を見る場合、こうした ABX などを利用したヘッジ取引による益が考慮されているかどうかを読み取る必要がある。

<sup>8</sup> より厳密には、時価がマイナスであっても、カウンターパーティーの破綻に伴って市場で元のポジションを再構築する際に、市場の混乱などによって想定したよりも不利な条件でしかポジションを再構築できない、というリスクは存在する。大手の金融機関では、こうしたカウンターパーティー破綻時のポジション再構築にかかりうるコストをクレジット・チャージとして認識しているところも存在する。

<sup>9</sup> カレント・エクスポージャーと呼ばれる。これに対して、将来発生しうるエクスポージャーのことをポテンシャル・エクスポージャーと呼ぶ。

<sup>10</sup> 例えば、HSBC Holdings から HSBC Finance のプロテクションを買うといった取引である。

<sup>11</sup> エクスポージャーの量は商品ごとに異なる。個別の条件設定によっても異なるが、一般的には単一通貨で行なわれる金利スワップ取引のエクスポージャーに比べて、通貨スワップや CDS のエクスポージャーは大きくなる傾向にある。



クに近いと考えられる<sup>12</sup>。

カウンターパーティー・リスクを軽減するために、市場参加者は取引相手との間で CSA (Credit Support Annex) という ISDA Master Agreement に付随する契約を結ぶ。CSA の細かい条件設定は個別に異なるが、大まかには、CSA が締結されている 2 者間に存在する ISDA Master に基づくすべてのデリバティブ取引の時価を定期的に算出し、合算した上で、時価がマイナスになっている当事者がプラスになっている当事者にその分だけ担保を提供する、といった取決めである。ISDA の直近の調査によると、デリバティブ取引から発生するエクスポージャーの 65%程度が担保契約によってカバーされており(前年の 59%から上昇)、担保物の約 80%が現金となっている。

CSA も 100%万能ではなく、時価を算出して担保を拠出するまでの短い期間にカウンターパーティーが破綻するリスクや、カウンターパーティーが破綻して担保物を処分するまでに担保物の市場価格が急速に下落するリスクは存在する。また、特に流動性の低い銘柄を参照する CDS や、テラーメードに組成されたデリバティブ取引などは、そもそもの時価の算出において困難に直面することも大いに考えられる。とはいえ、デリバティブ市場の参加者は、時価評価(値洗い)の頻度を日次にする、担保物を現金と国債などに限定する、担保物のヘアカットを厳しくするなどの手段を講じて、カウンターパーティー・リスクの軽減に取り組んでいる。

デリバティブを積極的に利用する参加者は原則として CSA を締結するが、よく知られている例外がモノライン保険会社や、CDPC や SIV といった“投資ビークル”である。金融機関がモノラインとデリバティブ取引を行なう場合、金利・為替デリバティブにおいては何らかの担保契約を結ぶケースもあるが、クレジット・デリバティブを取引する際には原則的には CSA のような担保契約を締結することはなく、カウンターパーティー・リスクはそのまま残る<sup>13</sup>。一部では、格付けが一定以下に下がった場合に担保を提供するという条件で取引を行なうこともある<sup>14</sup>。

従前はモノライン保険会社や上述の投資ビークルの格付けはトリプル A であり、その格付けの安定性に対する評価も高かった<sup>15</sup>ことから、無担保ではあっても CDS を積極的に行なうケースも見られた。この結果、一部の大手金融機関においては、大きな痛みを伴う形でカウンターパーティー・リスクが顕在化することとなった。問題となった典型的なケースは、サブプライムローンを含む RMBS を裏付け資産に含む ABS CDO のスーパーシニア部分(標準的なトリプル A のさらに上位に位置するトランシェ)の信用リスクをはずすために、大手金融機関がモノラインからプロテクションを買った取引である<sup>16</sup>。

ここでの誤算は、取引時にはスーパーシニア・トリプル A であったトランシェの元本が毀損する可能性が高まり、その期待損失率も小さくないと予想され、当初はトリプル A であったモノラインの信用力にも同時に不安が発生し、かつ担保契約を締結していない、といった悪条件が重なったことである。一般にスーパーシニアはトランシェ・サイズが大きく、ここから発生する損失も大きなものとなるが、ここ最近の UBS

<sup>12</sup> 担保契約によるエクスポージャーの軽減効果を考慮しない数字。ここではあくまで大まかなイメージをつかむ目的で示しているが、実務的には市場全体のカウンターパーティー・リスク量を算出することにあまり意味はない。

<sup>13</sup> モノラインに対するエクスポージャーを減らす目的で、モノラインを参照する CDS のプロテクションを買う動きは見られる。モノラインを参照する CDS のスプレッドが昨年来急拡大した要因のひとつとして、こうしたカウンターパーティー・リスクのヘッジの動きがあったと考えられる。

<sup>14</sup> 代表的なケースが中堅のモノライン ACA 社の事例で、元々シングル A 格であった同社の格付けがトリプル B 格以下に下がった場合に担保の提供を求める取決めであったが、同社の信用力の悪化が急速であったことから、トリプル C 格に格下げされた現在も同社は担保を提供する能力がなく、現在カウンターパーティーと善後策を協議している。

<sup>15</sup> これらの主体の格付けはいわば“人工的な”トリプル A であり、トリプル A を人工的に維持することがビジネスモデルの大前提であったため、仮にトリプル A 格を失う可能性が生じて、何らかの手段を講じて格付けを死守するであろうといった期待もあったと考えられる。

<sup>16</sup> モノラインへ支払うプレミアムよりも ABS CDO のスーパーシニア・トランシェから受け取る金利の方が大きいことから、こうした取引は Negative Basis 取引と呼ばれる。



や Citigroup などの大手の金融機関の決算を見ている限り、モノライン保険会社をカウンターパーティーとする取引から発生し得る損失は相当程度前倒しで計上されているように思われる。今後に関しては、ABS CDO の組成が激減し、モノライン自身もストラクチャード・ファイナンス資産に対する保証の提供を手控えることが予想されることから、そもそも今回のようなケースが発生する可能性は低いが、金融機関は従来以上に参照組織(参照資産)とプロテクションの売り手の間の信用リスクの相関を厳しく管理し、また、無担保の取引に対する与信に対してもより保守的になるのではないかと思われる。

CDS のカウンターパーティー・リスクに関するポイントをまとめると、CDS の取引元本すべてが常にリスクなのではなく、時価でプラスとなっている場合のみそのプラス部分だけがリスクとなる。また、カウンターパーティー・リスクの問題は CDS だけではなく他のデリバティブ取引と共通の問題であり、CDS だけについて何か策を講じてもカウンターパーティー・リスクが消滅するわけではない。さらには、現状でも CSA を中心とした担保契約が広く普及しているが、今後は今まで以上に担保契約が厳しく運用されることが予想される。

### 波乱要因 3-クレジットイベント決済時の混乱

CDS において参照組織にクレジットイベントが発生した場合、現金決済または現物決済と呼ばれる方法によって決済される。現金決済では、契約にしたがって選択された参照組織の債務の市場価格 (= 回収率) が規定の手順で決定され、元本と市場価格の差額が現金でプロテクションの売り手から買い手に支払われる。一方、現物決済では、プロテクションの買い手は契約にしたがって選択された参照組織の債務を引き渡し、売り手は取引の元本相当の現金を支払う。

1990 年代後半から現在に至るまで、現物決済が CDS 市場のスタンダードであったが、市場の拡大とともに、取引量の多い参照組織にイベントが発生した場合に、実際に契約書に規定された方法・タイムフレームで現物決済をスムーズに行なうことができるのか、疑問視されるようになった。単純に考えて、ある企業を参照する CDS の残高が市場に存在するその企業の債務の残高よりも多い場合、プロテクションの買い手が現物決済のために限られた社債などを一斉に買いに動き、市場が混乱するのではないかと懸念である。2005 年に Delphi にクレジットイベントが発生した際には、こうしたショート・スクイーズ的な動きによって Delphi の社債の価格が破綻後に大きく上昇するという現象が見られたのは記憶に新しい。

実際には、前述のように CDS の多くは相殺可能であり、現物決済にはある程度の時間的な余裕もあることから、“現物が足りない”という事態はそう簡単には起きないのだが、市場の拡大とともに、より安定的なイベント決済の枠組みを模索する動きが見られる。これが 2005 年に始まった、イベント発生後にプロトコル方式によって既存の契約の決済方法を変更する試みである<sup>17</sup>。このいわゆる“クレジットイベント・プロトコル”は 2005 年以来 9 回実施され、その都度内容が修正・改良されているが、現在のバージョンにおいては、既存の取引は入札方式によって決定される市場価格によって現金決済され、これに加えて希望があれば全取引をネットिंगした差額のポジションについてのみ現物決済を行なう、という構成をとる。この結果、どんなに CDS の取引件数が増えても、現物決済は参加者ごとにネットिंगしたポジションについてのみ行なわれることになり、ショート・スクイーズ的な動きが軽減されて、イベント決済の実務も簡素化されることになった。

この新しい決済方法の枠組みは北米の市場参加者を中心に概ね受け入れられているようであるが、過去 9 回の実例がすべて北米の参照組織についてバンクタブシーが発

<sup>17</sup> 詳細は前出「クレジット・デリバティブのすべて」P320 以降参照。

生じたケースであり、果たしてこの枠組みが欧州やアジアの参照組織のイベントに対応できるのか、また、バンククラブシーではなくリストラクチャリングによってクレジットイベントが構成された場合にもスムーズに適用されるのかを見極めるまでは、市場標準として本格的に導入することに慎重な姿勢をとる市場参加者も少なくない。このため、さらなる“テスト”によってこの枠組みの優秀さが証明されるまでは、「新しい取引は引き続き現物決済で行ない、クレジットイベントが発生した場合にケース・バイ・ケースでプロトコル方式による契約内容の変更を行なう」というのが現在の市場慣行となっている。

このいわば“宙ぶらりん”な状態に対して、今年3月の金融市場に関する大統領のワーキンググループ<sup>18</sup>の提言の中で、米財務長官のPaulson氏は新しいイベント決済の枠組みを速やかに正式導入して不慮の事態に備えるようにとコメントしている。これを受けて、新しいクレジット・デリバティブ定義集を作成するなどの形でプロトコルの内容を正式に導入するための話し合いがISDAを中心とする市場参加者の間で行なわれている。前述のように事例に偏りがあることから、現在のプロトコルの内容が“万能薬”となるかどうか慎重に見る向きもあり、今後大きなクレジットイベントが発生した場合に多かれ少なかれ市場に混乱が生じる可能性は否定できない。市場参加者の一人としては、事例を積み重ねて決済方法が少しずつ改良されていくことを願うところである。

また、極めて基本的なことではあるが、クレジットイベント決済がスムーズに行なわれるための大前提として、市場参加者が各自のポジションを正確に認識している必要がある。これを確実にするためには、CDSのコンファメーション(契約書)を可能な限り速やかに調印することが重要であり、取引後何日も調印されずに放置されるいわゆる“バックログ”を減らす努力もここ数年間業界をあげて積極的に行なわれてきた。ISDAの調査によると、CDSが取引されてからコンファメーションが調印されるまでの日数は、2007年には業界平均で6.6日であり、前年の4.9日からは悪化しているものの、2002年～2003年に平均20日前後であった時代からは大きく改善している。また、約90%の取引のコンファメーションが電子的に調印され、プロセスのオートメーションが進んでいることがわかる。

こうしたクレジットイベント決済の方法やコンファメーション調印などの事務的なインフラを改善する試みは市場参加者主導で積極的に取り組まれ、また、その進捗状況は定期的に金融当局に報告されている。筆者自身は現状の市場のインフラが殊更にリスクが高いという感覚は持っていないが、今後さらに市場が拡大するためにも、早め早めにシステムをより堅固なものにする動きは不可欠であると考える。

### クレジット・デリバティブの今後

以上、クレジット・デリバティブが金融市場に波乱をもたらしうる経路を大きく3つに分類した。CDSに関して根拠のない批判が多い一方で、改善に向けて市場を挙げて継続的に努力を行なう分野が多くあるのも事実である。本稿を書いている時点(2008年5月)においても、カウンターパーティー・リスクというOTCデリバティブ特有の問題を軽減するために取引所取引のようなクリアリング・システムを導入するプラン<sup>19</sup>や、CDSのプレミアムを固定させてネットティングを容易にしようというアイデア<sup>20</sup>など、実現するかどうかはともかくとして、“前向きな”話が聞こえてくる。

本稿の主題とはややずれるが、クレジット・デリバティブの商品性に対してやや感

<sup>18</sup> President's Working Group on Financial Markets

<sup>19</sup> 取引はあくまでも相対で行なった上で、第三者機関が両当事者の間に入り、カウンターパーティー・リスクを排除しようとする試みである。取引の日々の値洗いは第三者機関が行ない、必要に応じて取引当事者から証拠金の差入れを求めるといった仕組みが念頭に置かれているようだ。

<sup>20</sup> インデックスCDSですでに導入されているメカニズムであるが、個別銘柄を参照するCDSのプレミアムを固定し、取引時に合意したスプレッドとの差をアップフロントで決済するというアイデアである。

情論とも思われる批判を目にする機会が多くなったように思う。CDS は本来信用リスクをはずすために開発された道具であるはずなのに、いまや社債やローンといった現物商品のファンダメンタルズとは切り離され、それ自身が市場を動かして今回のクレジット危機を増幅している、といったものがその代表である。CDS が現物の動きと離れてテクニカルな動きを示す傾向がここ最近強まっているのは紛れもない事実であるが、国債と国債先物、国債と金利スワップの関係と同様に、程度の差こそあれ、これはあらゆるデリバティブに共通する現象であろう。特に CDS のインデックスは歴史が浅く、現在はその値動きの特徴などを市場参加者が試行錯誤しながら学んでいるステージとも考えられる。

クレジット・デリバティブが“危険な商品”かどうかの判断は分かれるにしても、これを利用するかしないかは市場が決めるものである。ARS (Auction Rate Securities)にせよ、一部の ABCP にせよ、商品性に欠陥があると考えられる参加者が増えれば市場は自然に縮小する。CDS はむしろ取引量が増加しているのは、市場にリスク愛好家が増えているからではなく、CDS の使い道を正しく評価する参加者が多く存在していることの裏返しであると考えたい。

好評ニューズレター  
Monetary Affairs  
世界潮流アップデート



毎週金曜日配信中！

金融市場も国際情勢や欧米企業ファイナンス環境の情報収集なしには理解できない時代です。FT紙やThe Economist、N.Y Times紙、本邦論壇誌などから海外情勢をピックアップ、独自の観点から分析・論評いたします。BMAご契約企業への割引幹旋を開始しました。詳細お問合せは mafs@rptech.co.jpまでご連絡下さい。

第240号(5月2日)の目次

- A. 今週のワールド・ウォッチ
- B. 海外企業・市場のアップデート
  - 嵐は過ぎたのだろうか
  - 悪循環を生む中長期金利上昇
  - CDS市場は先行指標となれるか
  - CDOの予想回収率
  - 増加する「その他通貨債」の発行
- C. 国際政治経済のアップデート
  - 米国第1四半期GDPの読み方
  - 日欧経済にも警戒感
  - 中国とEUの経済対話
  - 米国「リセッション・ダイト」開始
- D. 論壇誌より注目トピックス
  - 迷走するルービン氏への評価
  - 農地を狙うヘッジファンド
  - 金融規制は機能していたか
  - 湾岸産油国の所得効果
- E. ファンド・ビジネス・トピックス

投資の燭光

## クレジットかるた

RP テック クレジット リサーチ部



## 【ひ：広島ガス】

ガス事業の起債者としては、東京ガス以下、大阪ガス、西部ガス、東邦ガスといった主要都市の事業者以外に、中部ガス、北海道ガス、それに広島ガスといった起債が見られる。業種分類としては、電力とまとめて論じられることも珍しくないが、同様に、電力が地域独占事業者となっているものの事業地域が広範であるのに対し、都市ガス事業者は領域が狭い。公募社債を発行するような大手・中堅はともかく、更に小規模な都市程度を事業エリアとする運業者も少なくない。都市ガス事業者を電力会社と同様に見るのは、地域独占性という意味で近く、また、総括原価主義の料金設定と言う意味でも近いビジネスではあるが、物理的な事業領域の意味では大きく異なる。電線の設置による設備投資と、ガス管の埋設による設備投資とでは、やはりコストが格段に異なる。また、都市ガスに対しては電気と異なり、プロパンガスという類似の代替エネルギーが存在するのである。

広島ガスの事業領域は、決して広島県全域ということはない。あくまでも広島市を中心に東は呉市から西の廿日市市まで続く海岸地域と、三原市・尾道市となっている。ちなみに広島県東端の福山市は、福山ガスの営業エリアとなっている。このように、一つの都道府県内で複数の都市ガス事業者が存在するのは、一般的である。ちなみに、東京ガスは巨大な営業エリアを有しており、東京都中心部のみに留まらない。関東の他の県でも、県庁所在地を中心として営業を行っている(ただし、水戸市は地域外だが、甲府市は営業地域に含む)。ちなみに、千葉県内でも千葉市や木更津市・佐倉市等は東京ガスの営業地域となっているが、市川市・松戸市・浦安市といった地域は京葉ガスの営業地域となっている。

広島ガスの格付けは、A(R&I 及び JCR)格となっている。近年の起債は、7年・10年・12年・15年と長期から超長期の年限となっている。格付け対比では長い年限であるが、ビジネス特性として長期の資金ニーズを有し、投資家もそれで良いと考えているようだ。しかし、電力会社以上に、他業への多角化が困難であり、主要な原料である天然ガスの輸入価格変動によって、事業収益が大きく変動する危険性を有する(消費者への転嫁には限界があるため)。したがって、当該営業地域の経済状態に大きく影響を受けると見るべきだろう。また、あまりに長期の年限は、格付けから見て適切でない。事業のイメージからタイトなスプレッドになっていることが多いが、信用分析は慎重に臨むべきであろう。

(2007.12.17)

## 【も：森永乳業】

会社の創業は日本練乳であったが、森永製菓に統合された後に分離して、1949年に分離して森永乳業となっている。現在でも、森永製菓とは株式の保有も含めて、兄弟会社の位置付けである。歴史的には、業界トップの地位を占めていたこともあるが、1955年に砒素ミルク事件を起こして陥落している。もっとも、乳製品業界においては、



後に雪印乳業の集団食中毒事件によって、再度業界全体でイメージの大幅悪化を経験することとなる。

森永乳業の最近の起債としては、2007年7月に条件決定した7年債がある。それ以前も、比較的7年債を多く用いており、現在残存している中では、2005年に募集した第5回7年債と、同日に募集した第6回債が7年債でなく5年債である。現在では、食品業界については、雪印集団食中毒事件、牛肉偽装事件、不二家等の期限切れ材料使用事件といった多くの不祥事(食品という国民の健康に直結する製品のため、注目され易い)によって、イメージが悪化し、ヘッドラインリスクが高いと認識されるようになってきている。ところが、過去においては、景気の変動による影響を大きく受けない安定した業種と認識されていた。こうしたイメージに支えられて、7年といった長期の年限が発行可能であったものと思われる。

同社の格付けは、A-(R&I)格で、同業・近接業界の中では、明治乳業やヤクルトのA格(R&I)に続くレベルである(なお、雪印乳業については現在もBBB格)。ちなみに、R&Iの格付けは、同社が発足した1998年4月から変わっておらず、長期のアウトルックも安定的とされている。元々JCRからは短期格付けのみで、これは2002年に取り下げられ、S&Pの非依頼格付け“BBBpi”もpi記号廃止とともに、なくなっている。Moody'sも同様に、非依頼格付け“(P)Baa2”を付していたが、2004年に廃止となったため、現在は、完全にR&Iからの格付けのみとなっている。公募債の発行頻度(現在はほぼ年一回程度)を増加させたいならば、他の格付会社からの記号取得を考えても良いのではないか。

(2007.12.25)

### [せ:セイコーエプソン]

社名では、セイコーエプソン株式会社となるが、既にブランドとしては単純な「エプソン」が確立している。時計で有名なセイコー・グループの企業であり、実際に、企業の由来である時計の部品等も製造を継続しているが、今や家庭用プリンターを中心としたメーカーとしての認識が一般的であろう。プリンターで名を成す以前に、PC98の互換パソコンを製造販売していたことでITメーカーとしての地位を確立していたのであるが、その後、PC98がWindows搭載マシンに駆逐される中で、最終的には、PC事業はエプソンダイレクトによる直販が細々と残る状態である。ちなみに、家庭用以外にオフィス用プリンターも販売しており、時計部品の他にも、精密機器領域やFA製品についても取組んでいる。

エプソンのプリンターについては、日本の家庭向けプリンターで大きなシェアを占めている。実際のところキャノンとエプソンとが二大巨頭であり、ヒューレットパッカーやブラザーといったその他のメーカーは、わずかなシェアしか占めていない。もっともNEC製品はヒューレットパッカーのOEMであり、また、世界的には、キャノンとヒューレットパッカーは提携しており、実際のところ、エプソンは、日本国内の強さでしかない。日本市場においては、大胆な宣伝戦略(有名タレントを用いたTVCMの大量投入)を用いて知名度を確保し市場を制圧したが、新製品の投入を限定的にする等若干の変化が見られるようになってきている。それでも、写真クオリティのプリンターを一般家庭に普及させ、結果的に銀塩式カメラからデジタルカメラへのシフトを加速させるのに、大きな役割を果たしたのである。

セイコーエプソンの公募社債発行は、2005年11月が最初である。その後、2006年にも11月に社債(第3回債)を発行しているが、2007年は早々と6月に社債(第4回債)を発行しているため、秋の起債は行われていない。2005年の起債のみ、5年債(第1回



債)と7年債(第2回債)のセットであったが、その後は、いずれも5年債を選択している。事業の特性を考えると、年限選択としては正しいだろう。

格付けは、2005年11月に取得して以来A(R&I)格の水準を維持している。現在の日本における位置付けを考えると妥当な水準に見えるが、世界的な状況を考えると、必ずしも将来の安全性は期待し難い。また、インクカートリッジの価格設定においても批判が高まっており、特に、プリンター本体の価格を下げて、その後の純正カートリッジで利益を回収するという、キャノンと同様のビジネスモデルの維持がいつまで可能かという見極めが必要だろう。

(2008.1.7)

### [す：住友ゴム工業]

住友ゴム工業は、社名の通りゴムを中心とした製品を製造・販売する企業グループの中核企業である。一般的には、“ダンロップ”ブランドのタイヤが、最初にイメージされるのではないが。そもそも会社の淵源としては、英国ダンロップ社の日本法人に対して住友グループが出資して傘下に入れたものである。したがって、タイヤが主力であることは言うまでもない。タイヤとは乗用車用に限らず、商業車や産業用にも用途は幅広い。また、様々なゴム製品は、防振や接続用と様々な産業において欠かせないものである。ゴム手袋に至っては、家庭での利用から医療用等々あらゆる場面で使われるものである。他に同社グループの製品としてお世話になっているのは、ボールのみならず様々なゴルフ用品であろう。ゴルフボールは、表面をゴムで覆っていることから、同社(厳密にはSRIスポーツ社)の製品として馴染むのであるが、それだけでなく、ゴルフクラブやバッグ等広範な製品を提供している。

住友ゴムの起債は、近年、年1回程度である。2002年・2003年と秋に条件決定していたのが、2004年以降は5~6月になっている(2006年を除く)。起債年限としては、他の発行体にはあまり見られない6年債が中核となっている。残存している2002年以降の起債では、第10回債(2002年)、第11回債(2003年)、第13回債(2004年)、第14回債(2005年)、第15回債(2007年)とが6年債である。それ以外の年限である第12回4年債(2004年)及び第16回10年債(2007年)は、6年債とのセットで条件決定されている。

同社の格付けは、A+(JCR)格であり、方向性は安定的となっている。なお、2007年のローンチに際しては、6年債(第15回)が国債対比+19bps、10年債(第16回)が国債対比+27bpsでの条件決定となっている。A+格の銘柄について、国債対比で条件決定することが一般的になるかと予感させた起債であった。もっとも、この条件決定された6月21日は、他に複数銘柄の条件決定があり、中でも、サッポロホールディングスのチェンジオブコントロール条項の付された社債がローンチされたため、市場参加者の注目がそちらにシフトしたということもあったが。

以上で、「クレジットかるた」は、全いろは48文字(欠番あり)を終了である。

(2008.1.28)

本の宝箱

## 書評「日常の疑問を経済学で考える」&amp;「デモクラシーの帝国」

名島 崇 証券アナリスト・倉都 康行 RP テック代表



## 【日常の疑問を経済学で考える】

名島 崇(証券アナリスト)



経済学とは何か。「今になって去年何を買えば良かったかを教えてくれる学問」と揶揄するネット上のエコノミストもいるくらいだ。ほんの少し前にG7、7カ国財務相・中央銀行総裁会議で、「世界経済は過去30年あまりで最も好調」と謳った時も、これに反論するエコノミストは皆無だった。ところが、今やサブプライム問題を発端とした世界経済の混乱振り目は目を覆うばかりである。景気見通しがこの有様だから、日常生活に役立つ道具としての経済学も身につけていないのが現状である。

例えば、エリック・クラプトンのコンサートチケットが無料で手に入ったとする。転売は出来ない。同じ夜にボブ・デュランのコンサートもあり、どちらかに行きたいと考えている。デュランのチケットの定価は40ドルだが、入手するために50ドルまでなら出すつもりだ。(つまり、50ドル以上なら、予定が無くてもコンサートには行かない)。どちらに行くにしても、これ以上の費用はかからないとする。このとき、クラプトンのコンサートに行くことによる機会費用はいくらだろうか。

0ドル 10ドル 40ドル 50ドル

正解は10ドルである。なぜか。クラプトンのコンサートに行くために犠牲にしなければならないのは、デュランのコンサートの価値である。デュランのコンサートに行かなければ、50ドルの価値があるものを見逃すことになるが、チケット代の40ドルは払わずにすむ。従って、コンサートに行かないことによって諦めるものの価値は、50ドル - 40ドル = 10ドルである。クラプトンのコンサートが10ドル以上の価値があることを考えれば、クラプトンのコンサートに行くべきだ。そうでなければデュランのコンサートに行くべきだろう。機会費用とは、ある活動に費やされる費用であり、それを行うために諦めなくてはならない他のものの価値である。

ところが、正解率は経済学を履修した学生270名でわずか、7.4%。4択なのだから適当に答えを選んでも、25%の正解率となってもおかしくないのに、この様なのである。同じ質問を経済学を履修していない88名の学生にしたところ、正解率は17.2%で、履修した学生の2倍以上の正解率だった。しかし、経済学を教える講師自身が機会費用という基本概念を理解していないことのほうが重症かもしれない。2005年のアメリカ経済学会の年次大会で同じ質問をしたところ、199名の経済専門家のうち正解率はわずか21.6%で、25.1%が0ドル、25.6%が40ドル、27.6%が50ドルと答えたという。

人間の行動様式を理解するのが経済学の基本であれば、機会費用の概念は必要不可欠である。つまり、「ある行動によって生じる便益が費用を上回る場合のみ、その行動をすべきである」という費用便益の原則は、経済学の概念の根幹となるものである。ところが資格試験の教科書を開き、経済学の説明を見てみると、いきなり関数の数式やグラフが出てくる。肝心なのはこれらにもまして、経済を見るセンスである。

筆者のロバート・H・フランク氏は米コーネル大学の教授であり、学生に日常生活の出来事を経済学の原則を用いて分析したレポートを書かせている。本書はそうした学生のレポートを集めたものである。例をあげると、

「ソフトドリンクの容器が円筒形なのに、牛乳の容器が長方形なのはなぜ？」

「女性モデルが男性モデルよりはるかにたくさん稼ぐのはなぜ？」

「ドライブスルーの ATM に点字がついているのはなぜ？」

「花嫁は高い金を出して一度しか着ないウェディングドレスを購入するのに、花婿は何度も着ることができるタクシーをレンタルするのはなぜ？」

「野球で、初年度は活躍したルーキーが、翌年ふるわないことが多いのはなぜ？」  
等々。

こじつけと思う回答もあるが、思わず膝を打つ回答も多い。「製品設計における経済学」として 11 例、「行動における需要と供給」として 16 例、「等しい能力をもつ労働者の稼ぎが異なるのはなぜか」として 17 例、「値段交渉の経済学」として 13 例、「競争とコモンスの悲劇」として 11 例、「所有にまつわる神話」として 20 例、「市場のシグナルを読み解く」として 11 例、「海外のエコノミック・ナチュラリストたち」として 12 例、「心理学と経済学の出会い」として 14 例、「人間関係の市場」として 9 例、そしてオリジナルとして 2 例の合計 136 例が、問いと答えを簡潔に 1～2 ページに収めてあり、経済センスを磨くという意味では時間を省け「経済的」である。

上記にも出てきたが、経済学の基本知識をもとに日常の様々な疑問を解いていく人のことをフランク教授は、経済生物学者（エコノミック・ナチュラリスト）と呼んでいる。これは自然科学の基本的知識（おもにダーウィンの適者生存の考え方である）によって、自然科学界の疑問の多くが解くことが出来るのと同じように、経済学的な疑問の多くは、経済学の基本知識によって理解できると考えたからである。

ちなみに、「経済学に数式が多用されるのはなぜ？」という問いの答えを最後に示しておこう。

『経済学では市場の機能を理解するために、かなり早くから数式モデルが多用されている。ところが、20 世紀中頃から、使用されて数式がかなり複雑になり、専門家の間でも行き過ぎではないかという声が出てきた。経済学者たちは、経済学に数式を用いることに夢中になっているのだろうか。』

数式が複雑になってきたのは、大学で職を得るための競争がより激化してきたからだ。論理的な厳密さが求められる仕事のため、候補者が二人いれば、より論理的に厳密な証明であると認められるほうが有利になる。高度な数式モデルを作って使うことは、知的に優れていなければ出来ない。だから、自らの数学的な能力を誇示することに多大な時間と努力が注がれる。

しかし、ここでもシグナルは相対的なものである。数式モデルが複雑になればなるほど、さらに複雑なものを使わなければシグナルは用をなさない。その結果、数式はますます複雑になる。』

（ロバート・H・フランク 月沢李歌子訳 日本経済新聞出版社）

## 【デモクラシーの帝国】

倉都 康行(RP テック 代表)

## 映画から見る現代の帝国



著者の藤原帰一氏は、「国際政治の原則は、今でも政策の多元性である」と述べ、米国の単独主義を批判しながら国際政治の何たるかを淡々と語る。それはサブ・プライム問題が吹き荒れた後の荒涼とした市場を眺めつつ、国際金融の原則とはいったい何だろうか、との思いを誘う一文である。評者にその答えはまだない。だからこそ、こうした書物に惹かれるのかもしれない。名著の一つに挙げて良いだろう。

勿論、著者が評者の大学時代の同級生であることを少しだけ割り引いてもらう必要がある。童顔の秀才藤原は、米国からの帰国子女でもあった。いまだき帰国子女は珍しくも無いが、当時、幼少期を1960年代の米国で過ごした者は評者の周囲にそれほど多くなかった。そして彼は無類の映画好きであり、プロ並みの評論家でもある。数年前、雑誌「論座」に連載されていた彼の映画評論は朝日選書から出版されているので、映画好きの人はそちらも参考にされるのが良いだろう。但し、ミーハーの評論ではない。彼の映画評論もまた、米国政治・社会を分析する視座に溢れている。

この「デモクラシーの帝国」においても、「インディアナ・ジョーンズ」と「インディペンダンス・デイ」という、恐らく「フツの日本人」なら誰でも知っているような映画を取り上げて、その中に潜む米国社会の視点を抉り取ってみせる。たわいもない娯楽映画として見てきた人々にとって、ドキリとさせられることも少なくないだろう。評者もまた、あらためてこれらの映画の中に隠されていた米国の世界観を、あらためて再認識させられることになった。

本書のテーマは、国際政治学者による米国の「帝国観」であり、特に金融問題に触れている訳ではない。従って、金融本として読むにはやや的外れな書物かもしれないことをお断りしておく。また出版も2002年なので、イラク戦争がまだ起きていない時点での米国論でもあり、時事的なトレンドを追いかける人には物足りないかもしれない。

だが敢えてこの書評に採り上げたのは、同級生だからという偏狭な思いではなく、日本が国際金融市場の場でなぜこれほどまでにビハインドしてしまったのか、という問いに答えを見出せず悶々としている人に、新鮮な視点をもたらしてくれると思うからである。一言で言えば、国際金融も国際政治の一部分に過ぎないのである。

## 招かれざる帝国

帝国や帝国主義という言葉には、古臭くてカビの生えたような、マルクス主義的な、左翼史観の、そして反米感情の混じった、言いようの無いニュアンスが込められている。帝国と名付けるだけで、おおよそその主張が読み取れるほどに、この言葉には危険が付きまとう。だが藤原が敢えて米国を「帝国」と呼ぶ背景には、米国が第二の故郷でもある彼にとっての近親憎悪にも似た想いが投影されていると同時に、やはり帝国と呼ばざるを得ないという国際政治学者としての分析結果がもたらした結論がある。

その米国に対して面従腹背するしか選択肢を持たない国家に成り下がった時、我々の国際社会観はひどく陰鬱なものになる。否、それがリアリズムの結論なのだ、と言われて反論できない方がもっと辛いかもしれない。我々の日常はそんなトレンドを辿りながら、世界に取り残され始めているのかもしれない。




米国という帝国が「招かれた帝国」であった時期もあった。だが21世紀の今日、米国が「招かれざる帝国」の罾に陥ったことを認めない人はいないだろう。その「帝国化」プロセスの分析無しに、今後を読み解くことは出来ない。それには藤原のようなプロの視線を借りるのも一つの方法である。彼が示す出口は、対米反撃でないことは言うまでも無く、帝国内部崩壊論でもなく、地域機構形成でもない。米国という帝国の最大の敵は米国でしかなく、彼等が外交姿勢を修正し国際協調関係を再構成、再構築するしかないのである。

国際金融もまた、米国の圧倒的な力で編集されてきた。通貨体制や貿易体制、そして派生商品市場を含む資本市場は、まさに米国という帝国の力によって作り上げられてきた。戦後の平和的経済社会を主導するという意味では、「招かれた帝国」であったのである。だが、猛威を奮うアクティヴィスト・ファンドの姿などに時折見える単独主義的な覇権思想は、やはり「招かれざる帝国」の到来を思わせるところがある。サブプライム問題処理に苦勞する姿に、イラク戦争の苦戦が重なって見えてしまう。

国際政治のアナロジーで国際金融を分析することが出来るかどうか、評者にはまだわからないところが沢山ある。だが、両者には似ている部分が多いことを本書によって実感した、という事実を付け加えておきたい。金融は政治と無縁ではないというのがディーリング・ルームの中で学んだ貴重な原体験である。藤原の書は、そのイメージをふくよかに増幅してくれたのであった。

(藤原 帰一 岩波新書)

<p><b>世界がわかる現代マネー 6つの視点</b></p>  <p><b>倉部 康行 著</b> 740円(税別) 全国書店にて好評発売中</p>	<p>まえがき 第1章 投資時代への期待と幻想 1. 貯蓄から投資へ 2. 投資信託の大胆な変貌 3. 分散投資のリスク 4. 高金利通貨の魅力と魔力 5. 商品市場とマネーとの接近 第2章 ポスト不良債権時代 1. ポスト不良債権時代の課題 2. 自己資本比率との戦い 3. 銀行の行動原理 4. 金融行政の問題点 5. 金融システムは改善されるか 第3章 経済社会を動かすファンド 1. ファンド=金融における核問題 2. 社会はヘッジファンドをどう見ているか 3. PEファンドの隆盛 4. ファンドへの期待と懸念 第4章 米国型金融システムの揺らぎ 1. 不均衡問題に揺れる「ドル共和制」 2. 貯蓄過剰論のゆくえ 3. 資本吸収システムの曲がり角 4. 資金循環は変わるか 5. 米国投資銀行の明と暗 第5章 多様化へ動き出すマネー社会 1. 新興国の外貨準備戦略 2. オイルダラーとイスラム金融 3. 共同体への目覚め 4. M&amp;Aの多様化と金融資本の動向 5. グローバル化とローカル化 第6章 金融と社会との対話 1. 保守化する金融市場 2. 市場メカニズムの効用と限界 3. 投資立国への道のり 4. 3つのEの時代で あとがき</p>
--	---



マーケットの視点

## 公募と私募の境目

RP テック シニア・リサーチャー 八須賀雄



金融商品の公募とは、不特定多数を対象とした募集であって、金融商品取引法により様々な制約が課される。一方、一定の限定された投資家を対象とする募集は、私募とみなされて、情報の開示等の要件が緩和されている。ところが、発行金額が少なく投資家数の少ない公募や、逆に、転々流通の可能性を有する私募等限界的な領域の募集行為を見ると、厳格な区分にどういう意味があるのだろうか。

## 公募と私募

金融商品取引法の体系において、社債の公募については、第2条第3項において、“多数の者を相手方として行う場合として政令で定める場合”の他、“次に掲げる場合のいずれにも該当しない場合”として、“適格機関投資家のみを相手方として行う場合であって、当該有価証券がその取得者から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合”とそれ以外で“当該有価証券がその取得者から多数の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合”とされている。ただし、規定をわかり難くしているのは、同項で“「有価証券の私募」とは、取得勧誘であって”公募に該当しないものとしているためである。

整理してみると、公募の概念は、

多数の者を相手方として行う場合(金融商品取引法施行令第1条の5により“50名以上の者を相手方として有価証券の取得勧誘を行う場合)か、

適格機関投資家のみを相手として行う場合で譲渡制限を付した場合(金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令第11条第2項第1号により、“当該普通社債券等に転売制限が付されていることが明白となる名称が付されており”、“かつ”、“当該普通社債券等を記名式に限る旨の定めがされて”おり、同時に“転売制限が付されている旨が当該普通社債券等に記載されている”もしくは、“当該普通社債券等の取得者に交付される当該普通社債券等の内容等を説明した書面において、当該普通社債券等に転売制限が付されている旨の記載がされている”必要がある)でないか、

取得者から多数の者に譲渡されるおそれが少ない場合(金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令第13条第3項により、社債の場合は<1>“転売制限が付されている”こと(“記名式に限る”と定められ、かつ転売制限のあることが当該有価証券に記載されていることが条件)、もしくは、<2>“発行される日以前6月以内に発行された”同種の新規発行証券の枚数が50未満であり、かつ、“単位未満に分割できない旨の制限が付され”、その“旨が当該有価証券に記載されている”場合、<3>“取得者に交付される”内容説明書面において“転売制限が付されている旨の記載がされている”場合とされている)でないか、となっている。

## 限界的な事例(事実)

フリージア・マクロス(松田聖子の歌とか、ロボット・アニメを思い出すべからず)という会社がある。東証二部に上場しており、証券コードは6343である。前身は谷藤機械というメーカーで、現在も東証の業種分類は機械となっているが、M&Aやファンドによる支配を経て、外部から見ると実態は良くわからない。5月2日の出来値は26円という水準であるが、連結ベースの株価収益率は60倍を越えており、一株利益は0.43円と収益が極めて乏しい状況にあることが判る。この会社が、4月18日に「無担保社債の発行に関するお知らせ」を開示している。この5月2日から28日を申込期間とし、

28日を払込期日とする社債を発行するというのである。

1996年に適債基準が廃止されて以降、どんな企業でも社債を発行できるし、投資家が購入するのであれば、格付けの取得ですら必須ではない。ところが、この社債発行については、奇異な点が少々見られる。

まず、社債の募集総額は23億1千万円であるが、回数は15本に分かれている。ところが、償還期限は15本バラバラではなく、平成20年8月28日と平成21年5月28日、平成23年5月28日の3つに区分されている。払込期日が平成20年5月28日であるから、即ち、3ヶ月債5本と1年債5本、それに3年債5本という構成になっている。各年限で5本ずつ発行する予定の社債の金額は、1千万円、5百万円、3百万円、百万円、50万円とに区分されている。確かに同年限別回数なのであるが、同じ償還期限でもクーポンが、上記の社債金額ごとに差を付けられている。3ヶ月債の場合、金額1千万円の第3回債は3.5%クーポンであるが、以下、金額が小さくなるとクーポンは3.4%、3.2%、3.1%、3%と引下げられている。大企業の公募社債の場合には、同じタイミングの払込・償還で金額の大小によってクーポンの水準が異なることは考えられないが、こういった規模の企業の場合には、事務取扱の差といった要因で正当化されるのだろうか。

次に、クーポンの水準を見ると、3ヶ月債が3.5~3%となっていたが、1年債も同様に金額に応じて4~3.6%、3年債も同様に金額に応じて5~4.5%となっている。結果として、最低払込金額が1千万円の第3回3ヶ月債が3.5%クーポンで、最低払込金額が50万円の第12回1年債が3.6%クーポンと、大差のない水準となっているのである。金利の期間構造や、クレジット・スプレッドといった概念では、この状況は到底説明できない。

社債の募集に際しては、「応募額が発行価額の総額に達しない場合には、応募額をもって本社債発行に係る発行価額の総額とする」とされており、いわゆる打切発行となっている。機関投資家向け等の良く見られる公募社債の場合には、引受シンジケート団が発行体と社債引受契約を締結しており、打切発行は見られない。

一方、償還については、期日償還以外に「発行日の翌日以降いつでも本社債の全部または一部について強制的に繰上償還を行うことができる」としている。任意償還条項は、かつて国債や地方債、更には一般社債にも付されていたが、近年では社債には見られないものである。更に「一部の繰上償還を行う場合には、抽選により償還する社債を決定する」とのことである。投資家の管理を考えると、到底、機関投資家向けや個人投資家向けの通常の公募社債では取り得ない形態であろう。

こういった仕組みを担保しているのが、これらの社債の申込取扱場所が、フリージア・マクロス本社のみとされており、元利金の支払場所も同所のみとされていることである。当然に、振替社債ではないし、登録社債でもない。無記名利札付きの社債券を発行するとしている。更に、償還期日より前に、第三者に譲渡する場合には、「譲渡の事実及び譲受人について事前に当社の確認を要する」とされており、事実上の譲渡制約(無記名式のため法的な譲渡制限には該当しない)が科されていると見ることができる。

財務上の特約としては、担付切換条項は付されておらず、担保提供制限条項としては、「国内で今後発行する他の無担保社債」と同順位とされている。これは、一般的な公募社債と大差ない。

ところが、幾つかの重要なものが付されていないのである。まず、格付けである。投資家が必要としないのであれば、理論上無格付けの社債は存在し得る。確かに、発行体の本社に社債の申込みに行くような投資家には、格付けの有無は関係ないのかもしれない。

次に、社債管理者である。最低払込金額が50万円~1千万円であることから、当然に必要なと考えられるかもしれないが、会社法第702条但書の規定は、「ただし、各社債の金額が一億円以上である場合その他社債権者の保護に欠けるおそれがないものと

して法務省令で定める場合は、この限りでない”と社債管理者設置の例外規定を設けており、会社法施行規則第 169 条では、“法第 702 条に規定する法務省令で定める場合は、ある種類の社債の総額を当該種類の各社債の金額の最低額で除して得た数が 50 を下回る場合とする”となっている。つまり、社債が 50 未満にしか分割できない(昔風に言えば券面が 50 枚未満)場合には、社債管理者の設置は不要なのである。本件社債(社債券を発行する現物債であるから、何枚と数えても誤りでない)においては、第 3 回～第 7 回の 3 ヶ月債は 20 枚、残りの第 8 回～第 17 回の 1 年債及び 3 年債は 49 枚であるから、いずれも社債管理者の設置義務を免れている。

会社法第 702 条但書の規定を利用した場合に財務代理人が設置されるというのは、機関投資家向け社債の場合である。本件社債の場合には、全部の管理を自社で行うということから、財務代理人は不設置であるし、振替社債でもないから発行代理人・支払代理人も不設置である。

### 事実の検証

本件の社債については、公募か私募かを検討すると、私募には該当しないと解すべきであるという結論になる。

まず、個々の回号のみを見ると、50 枚未満の社債券であって、“多数の者を相手方として行う”に該当しないが、全体として 15 本の社債券を一体で考えると、最大で 590 の投資家が存在する可能性がある。また、同社のリリースにおいても、“法人投資家だけでなく、個人投資家の応募を考えて、多種類の債券発行と致しました”という文言があり、あくまで公募を意図しつつも、社債管理者の設置義務を回避したものと見られる。したがって、適格機関投資家限定という意図はまったくないし、その旨の記載は何処にもない。

“取得者から多数の者に譲渡されるおそれが少ない場合”に該当する可能性については、<1>転売制限が法令の定める要件を満たしていない(無記名であり、譲渡は発行体の確認によって可能)。<2>“額面を表示単位未満に分割することはできない”と規定されているものの、“発行される日以前 6 月以内に発行された”同種の新規発行証券の枚数は、50 枚以上である。<3>内容説明書面においても完全な転売制限が付されている旨とは記載できないために、いずれの要件も満たさないことから、公募と考えざるを得ないのである。

本件の場合には、結果として公募か私募かで、投資家保護の態様が異なるとするよりも、公募の枠組みの中でも、必ずしも投資家保護が十分に行われぬ可能性があるという点に着目すべきであろう。中でも、投資家はあらゆる局面で、発行体と直接のやり取りをせねばならず、購入する投資家の自己責任が問われる仕組みとなっているのである。間に証券会社が入り引受けを行わないスキームのために、本件社債が一体どれだけの金額を集めたかも、四半期の開示等で財務諸表が開示されるまでは定かでない。

なお、本件社債による調達資金は、“M&A 並びに企業の再生支援事業資金として活用致します”とリリースで明示しているものの、有価証券届出書においては“今回の募集において、投資家からの応募額数が発行価額の総額を下回った場合には、予定通りの資金調達が行えなくなり、当社の事業展開に重要な影響を与える可能性がある。”とされている。有価証券届出書の文言は、M&A 等の投資ができなくなるということを明示しているのであるが、具体的な案件は未定としている。

果たして 3 ヶ月という超短期債で調達する意味合いや、同じ償還タイミングの複数回号で金額に応じてクーポンを変えるという条件設定に、普通ならざるものを感じてしまうが、融資の世界においても決して一般的なものではないように思う。

(ご注意)

本稿は、あくまでも一般に開示されている情報に基づいて分析・評価を行い、それに関する情報提供を目的としたもので、特定の有価証券について売買等の勧誘を目的とするものではありません。前提としている情報は、信頼できるとされるソースから入手していますが、正確性・完全性を保証するものではありません。



金融思想史への道程

## 金融における信用と信仰との落差

倉都 康行 RP テック 代表



## Trust と Belief

6年前に発行された本誌は、当初「Credit Research & Pricing」という名前であった。その文字が表す通り、金融市場のクレジット・リスクの話題を中心に取り上げた、日本初の News Letter であったが、名前を変更した後もクレジット市場は本誌の中核テーマであり続けている。米国で爆発したサブプライム・ローン問題は、その意味からも避けて通ることの出来ない最重要な材料であった。

Credit は日本市場ではそのままクレジットと呼ばれることも多いが、敢えて日本語に直せば「信用」である。我々は普段、金融ビジネス以外でも何気なく信用という言葉を使っている。「あいつは信用ならない」という場合は、その人の言うことを信じてはいけぬ、といったニュアンスがある。「もっと私を信用して下さいよ」といった場合は、何故私の話を真に受けてくれないのか、という不満の表明である。

もっと一般的に「信用を得る」ということは、過去の積み重ねによって、将来的に裏切ることはないだろうという推論を相手に抱かせることである。友人関係やサークル活動、自治体活動といった利害関係の薄い社会の間でも、信用は大きな役割を果たしている、と言われる。まして、カネの貸し借りが絡むビジネスとなれば、信用は商売の大前提であろう。まさに「信用は一日にして成らず」である。

金融において、信用は融資や社債、或はカウンターパーティ・リスクなどの領域だけに限定される話ではない。通貨すら、信用の上に成立している。1万円札は、国がその流通を法的に強制させている「信用通貨」である。この銀行券は「日本銀行法」で「法貨として無制限に通用する」とお墨付きが与えられている。

これとは別に「通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律」というものもある。こちらが政府の発行する貨幣の規定である。因みに20枚以上の貨幣(硬貨)は「法貨」ではない、と第7条に書いてある。210円のバス賃を払うのに、10円玉を21個出して乗車拒否されても文句は言えないのである。株式会社の日銀が発行する日銀券は無制限に流通し、日本政府が発行する貨幣には流通制限がある。通貨とは難しいものだ。

閑話休題。さて昨年来、自信を無くして右往左往する米国金融市場を見るにつけ、約30年前に銀行に就職してから一貫して抱いていた金融の枠組みが、すべて塵埃楼だったかのような錯覚に陥っている。社債やローン、デリバティブズなどのクレジット・ビジネスもまた、二重・三重の意味で曖昧なクレジットの螺旋構造に組み込まれただけの、足場の不確かな金融ビジネスであったような気もしている。本誌165号で述べたように、信用していたと思った金融体系は、必ずしも信用に足る構造ではなかったのかもしれない。

我々は、金融インフラを信用していたつもりであった。通貨も、有価証券も、信頼感ある実在であった。その上に成立する派生商品も数理的な存在証明は可能であった。だが、我々がそれらに抱いていたのは果たして「信用(Trust)」だったのだろうか。

特に金融インフラの根底を成す通貨に対する感情は、むしろ「信仰(Belief)」に近い思い入れに過ぎなかったのではないだろうか。

### 信用はどう醸成されるか

米国 Sub-Prime 問題では、様々な専門家が様々な意見を述べてきた。株式市場では強気と弱気対立し、弱気派が勝利した。為替市場では、珍しく多数派のドル急落説が支持された。その過程では皆、誰の見通しを「信用」するかという問題に直面する。我が道を行くという人もいようが、殆どの人々は、様々なエコノミストや評論家の説に耳を傾けるだろう。その際の「信用」はどう醸成されるのだろうか。或いは、それが「信用」であるという証明は、どのようになされるのだろうか。

評論家でもエコノミストでも誰でも良いが、人には一般的に「ご鼻屑」がある。たとえ予想が外れても、その論理の組み立てや視野の広さ、分析の切れの鋭さなどにおいて、その人の意見をきかすにはおれない、という気持ちを抱く対象は誰にでも一人や二人はあるだろう。その際にも信用と信仰の差は出てくる。XX 氏を信用しているのだ、とは言いながらそれが単なる信仰であることは少なくない。

信用と信仰の差は、その XX 氏の解説をどこまで深く理解しているか、だけに止まらない。XX 氏の過去における言説や行動、その根拠となった哲学にまで遡って分析し、それが信じるに足ると納得するところまで行き付かねば、Trust という段階にまで到達することは難しい。仮に、XX 氏が昨年米国のサブプライム問題を正しく指摘したとしても、或はドル円が再び 100 円を割れるタイミングを的中させたとしても、その事実だけを以って XX 氏が「信用出来るエコノミストだ」とは、少なくとも筆者には思えない。それで XX 氏を賞賛するのは、まさに単純信仰でしかない。

例えば前 FRB 議長のグリーンズパン氏への「信用」はどう形成されたのだろうか。最近では毀誉褒貶相半ばしているようだが、今でも彼の言葉を全く無視する人は少ないだろう。18 年間にも亘って米国の、否、世界の金融の舵取りを担ってきたという実績だけではなく、彼独特の嗅覚に基づく市場感を信用し続けた金融プロも多い筈である。筆者もその一人である。だがそれは信仰に過ぎなかったのではないかと詰め寄られれば、確かに「そうではない」と言い切る自信がない。

所詮、金融に本当の意味での信用など無いのではないか。Trust というのは幻想であって、現代金融はそれをカモフラージュしているだけではないのだろうか。カネを貸すにも、信用したフリをしているだけではないのか。信用リスクというのは、本来的には人間の本性に属するリスクそのものであって、それを管理するというのは偽善行為に過ぎないのではないか。

我々が抱えている金融の基礎にある通貨は、信用問題ではなく信仰問題であると読み替えねばならないのではないか。その上に成立つ市場もまた「信仰リスク」が付きまとっているのではないか。やや論理を飛躍させれば、日本で個々の信用に基づくプライシングが定着しないのは、信用ではなく一律の信仰に基づいた金融が展開されているからではないのだろうか。

### 「信仰リスク」を管理するには

現代の不換紙幣が「信用貨幣」であるという表現は、昔の金貨や銀貨は「実物貨幣」であって信頼度が違う、というニュアンスを含んでいる。金貨なら信用できるがドル紙幣や日銀券など所詮は擬似的存在ではないか、という意味合いである。だから兌換紙幣と不換紙幣という定義が生じたのである。



現在、そうした感覚は消滅している。誰も 1 万円札を見て「こりゃ、単なる信用貨幣だ」という人はいない。それは、日銀券でも金貨でも同じことだという崇高な信用の通念にまで達したからだ、と見て良いのだろうか。答えは明らかに「否」であろう。貨幣に関して言えば、法律による流通力が「信仰」されているに過ぎないのである。そこには Trust という意味での信用はない。

逆に言えば、それはこと通貨に関する限り、信仰が信用にまで昇華していくことは有り得ないことの裏返しでもある。稲穂が商品流通の媒介貨幣と原資資本の形態であった時代から、様々な電子マネーが氾濫し始めた現代に至るまで、通貨信仰に関する根幹的な差異は生じていない。金貨や銀貨も、所詮は信仰貨幣に過ぎなかったのである。

だが信仰とは決して虚無ではなく実在である。金融の原点に帰るということは、信用通貨という幻想を捨てて通貨信仰を忠実に守るといことなのかもしれない。そこで排除されるべきは、やはり偶像崇拜なのである。ドル下落は、その意味では正しい文脈に沿った動きなのだろう。

通貨において重要なのは、それが信用貨幣であるか否か、或いは信仰を崩さぬ存在であるかどうかではなく、我々が信仰の対象を間違えていないかどうか、という点である。我々は、「信用」という誤解のもとに、通貨信仰の原点を見失っている可能性があるのではないか。我々が信仰すべきは、貨幣の流通システムであって貨幣そのものではないのである。

それを援用すれば、貨幣信仰の上に成立する資本市場において我々が信仰すべき対象は、個々の取引や商品、格付けなどではなく市場システムそのものなのである、と言えることが出来るのではないか。その意味では、サブプライム問題を契機にどんどんその正体が暴かれていった、似非証券化商品や SIV、モノライン、極度のレバレッジなどが信仰の対象では有り得ないのは自明であった。金融における救いは、やはり市場機能そのものにしか無いのである。信仰すべき対象を間違えたことが、現代国際金融における 21 世紀初頭の大きな失態であった、と総括しても良いのかもしれない。

## 【編集ノット】

金融市場のビジネスには日本流のゴールデン・ウィークというコンセプトが馴染みにくい。基本的に英米市場が開いていないと調子が出ないし、英米が動いている間に全く相場を見ないというのも不安になるので、結局この季節は本格的に休みにくいという、ということになる。家族には不評だろうが、その代わりにイースターやクリスマスを休めば良い、というのが筆者なりの解決法であった。これを欧米カブレ、と呼ぶ人もいるが、金融市場の成り立ちを考えればやむを得ない。

金融に限定した場合のグローバリゼーションという言葉は、アングロ・サクソン金融という形態を意味するものである。米銀に勤務していた頃に、ニューヨークでこの言葉を使ったらキョトンとされた。彼等はそれが普遍的で世界がそれに追随するのは当たり前だと思っていたからであろう。彼等の世界観には、ドイツ型金融も日本型金融も存在しなかったのである。つい数年前まで、それが現実であった。だから英米市場に合わせて仕事をするしかなかったのだ。

だが、サブプライム問題はこのアングロ・サクソン金融のアキレス腱を描き出して見せた。日本や欧州大陸などの金融機関もそれなりに損失を被ったが、問題が凝縮して発覚したのは、英米が1980年代以降の新自由主義的世界観の下で築き上げた投資銀行的経営であった。商業銀行の投資銀行への傾斜経営が、その渦の中に引き込まれていった。UBS やシティグループに走った激震は、従来型の不良債権ショックでないことに留意すべきであろう。このテーマは、年内出版予定の本で採り上げるかもしれない。

金融立国として成功した英米のモデルが毀損したことは明らかであり、その復興は容易でない。覇権維持を必要とする米国が次に狙うのは金融再生よりも農業かもしれない、とふと思う。年初来、穀物が40%以上も値上がりし、世界でコメ騒動が発生する時代でもある。農業国からスタートした米国が再び農業へ向かう。ヘッジファンドも世界各地で農地を買いはじめている。日本の金融機関の損失が軽くて良かったと安心しているうちに、また世界は急激に変化してしまうかもしれない。

**ディスクレームー(ご購入に際してのお断り)**

掲載される情報はリサーチ・ブライツ・テクノロジー株式会社(以下「RP テック」という)が信頼できると判断した情報源をもとに RP テックが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、RP テックは保証を行っておらず、また、いかなる責任を持つものでもありません。

本資料に記載された内容は、資料作成時点において作成されたものであり、予告なく変更する場合があります。

本文および図表等の著作権を含む知的所有権は RP テックに帰属し、事前に RP テックへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

RP テックが提供する投資情報は、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本資料に掲載される株式、投資信託、債券、為替および商品等金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。

本資料は、投資された資金がその価値を維持または増大を補償するものではなく、本資料に基づいて投資を行った結果、お客様に何らかの障害が発生した場合でも、RP テックは、理由のいかんを問わず、責任を負いません。

RP テックおよび関連会社とその取締役、役員、従業員は、本資料に掲載されている金融商品について保有している場合があります。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

**購読申し込み・お問い合わせ**

購読申し込みなどのお問い合わせは、RP テック株式会社宛て eメール(mafs@rptech.co.jp)または電話(03-5212-8786)にてお願いいたします。

*Bi-Weekly Monetary Affairs* 隔週金曜日発行

編集 Monetary Affairs 編集人 倉部 康行 発行 RP テック株式会社

〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-28 九段ファーストプレイス7階

TEL : 03-5212-8786 E-mail : mafs@rptech.co.jp