



| | | |
|-------|-----------------|----|
| A | 今週のワールド・ウォッチ | 1 |
| B | 海外企業・市場のアップデート | 2 |
| | 繰り返される過剰レバレッジ | 2 |
| | クレジット・コスト増大の影響 | 3 |
| | 米ファンド増税案の行方 | 4 |
| | 投資銀行への業績懸念 | 5 |
| | クレデリ市場の将来像 | 6 |
| <hr/> | | |
| C | 国際政治経済のアップデート | 7 |
| | 忍び寄る中国発インフレ | 7 |
| | 東欧経済成長は本物か | 8 |
| | ソマリアまで進出する中国 | 9 |
| | 米国消費支出は減少するか | 10 |
| <hr/> | | |
| D | 論壇誌等より注目トピックス | 11 |
| | 日本の「拉致問題敗戦」 | 11 |
| | 欧州の経済成長維持の鍵は | 12 |
| | 特許制度の経済成長貢献度 | 13 |
| | 個人グローバル主義 | 14 |
| <hr/> | | |
| E | ファンド・ビジネス・トピックス | 15 |

A . 今週のワールド・ウォッチ

Bear Stearns のファンドゼロ評価に加え、Bernanke 議長が初めて Sub Prime 問題の重要性を指摘するなど、市場には徐々に悪影響の波及を懸念する声も強まるが、米株式市場は依然強気を堅持して史上最高値を更新している。米長期金利は 5% 前後で小康状態、為替市場では円巻き戻しへの警戒感も出始めているが、欧州通貨は依然として強い。石油に続いて金も上昇トレンドに入り、中国経済の過熱感も含めてインフレ懸念がどこまで拡大するか、クレジット環境への警戒と並んで今後の注目点となろう。

円建て海外株式運用利回り比較 (2007 年)

| | 為替市場 | FXレート | 円クロス | 株式指数 | 終値 | 先週比 | 収益率A | 収益率B |
|----|---------|---------|--------|-----------|-----------|--------|--------|--------|
| 日 | JPY | 1.00 | 1.00 | Nikkei | 18,116.57 | 132.43 | 4.40% | 4.40% |
| 米 | USD/JPY | 122.13 | 122.13 | SP500 | 1,553.08 | 5.38 | 9.63% | 12.74% |
| EU | EUR/USD | 1.3798 | 168.51 | DAX | 7,991.21 | -62.22 | 19.61% | 27.78% |
| 英 | GBP/USD | 2.0486 | 250.20 | FTSE | 6,640.20 | -57.50 | 5.22% | 12.29% |
| 豪 | AUD/USD | 0.8800 | 107.47 | SP300 | 6,406.00 | 23.50 | 13.23% | 28.51% |
| 中 | USD/RMB | 7.5632 | 16.15 | ShanghaiA | 4,105.07 | -2.75 | 43.66% | 52.62% |
| 印 | USD/INR | 40.3600 | 3.03 | SENSEX | 15,550.13 | 458.09 | 11.46% | 25.88% |
| 露 | USD/RUB | 25.4200 | 4.80 | RTS | 2,071.08 | 21.90 | 15.15% | 18.42% |
| 伯 | USD/BRL | 1.8605 | 65.64 | Bovespa | 58,124.57 | 511.52 | 28.08% | 50.86% |

収益率A : ローカル通貨ベースのYTD

収益率B : 円ベースでのYTD

エマージング株式市場 (2007 年) ヘッジファンド収益率状況 (2007 年)

| | 2007/7/19 | 2007/1/2 | 収益率A |
|---------|-----------|-----------|--------|
| 韓国 | 1,937.90 | 1,409.35 | 37.50% |
| 台湾 | 9,473.90 | 7,917.30 | 19.66% |
| インドネシア | 2,333.68 | 1,832.25 | 27.37% |
| マレーシア | 1,376.40 | 1,112.33 | 23.74% |
| タイ | 847.26 | 657.72 | 28.82% |
| ベトナム | 984.43 | 741.27 | 32.80% |
| トルコ | 53,325.29 | 39,006.27 | 36.71% |
| エストニア | 988.76 | 857.11 | 15.36% |
| チェコ | 1,870.30 | 1,618.30 | 15.57% |
| サウジアラビア | 7,501.56 | 7,969.18 | -5.87% |
| アルゼンチン | 2,287.57 | 2,139.14 | 6.94% |
| メキシコ | 32,150.65 | 26,664.45 | 20.57% |

| | HFR | CS/T | MSCI | 平均値 | 2006年 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 総合指数 | 8.02% | 7.73% | 5.69% | 7.15% | 9.37% |
| CB裁定型 | 3.25% | 4.24% | 2.26% | 3.25% | 9.95% |
| ディストレス | 5.72% | | | 5.72% | 11.28% |
| イベントドリブン | 10.77% | 13.42% | 11.07% | 11.75% | 9.65% |
| ロングショート | 6.88% | 8.13% | 7.26% | 7.42% | 5.40% |
| マクロ型 | 6.43% | 6.40% | 6.43% | 6.42% | 3.86% |
| 債券型 | | 2.58% | 2.68% | 2.63% | 12.11% |
| エマージング | | 8.67% | | 8.67% | 27.10% |

B. 海外企業・市場のアップデート

【繰り返される過剰レバレッジ】

「私に支点が与えられたなら地球を動かして見せよう」とアルキメデスは言ったという。そんな伝説はともかく、槌子の原理が実生活に大きな力をもたらしたのは事実である。企業活動においても、負債調達による Leverage は経済成長の源泉となった。金融市場でも Leverage はリターンの向上に役立ったが、その濫用が行き着いた先は LTCM の破綻であった。そして今、同じ現象が再び Hedge Fund の世界に起きている。

今週注目されたのは Bear Stearns 傘下の Hedge Fund 評価である。同社は投資家に対して、一方の Fund はほぼゼロに、もう一方は 10%未満になる、と報告した。1990 年に日経平均リンク債が紙屑になったのを髣髴させる事件でもあり、その衝撃は新たな不安を呼び起こしそうだが、また一方でその Leverage 効果の恐ろしさをあらためて実感した人も多いのではないか。金融の Leverage は、地球は無理だとしても、市場の一つや二つを崩壊させる威力は持っている。

1997 年のアジア危機と 1998 年の LTCM 危機は、大手金融機関の生死を左右するほどの衝撃であった。特に Leverage の怖さに震え上がった欧米金融経営者は、毎週各国各部門の責任者に毎週メールを送って顧客の Leverage 動向を報告させ、その趨勢をチェックするのが重要な仕事になっていた。だがあれから 10 年経ってその当時の責任者は殆ど職場を去り、暴風雨を体験したことのない人々がいま、欧米金融取引の中核を占める。

欧米の金融機関や金融当局は、口を揃えて昨今の Leverage は適切に管理されていると述べて鎮静化を図っているが、FT 紙はそうしたコメントは実態を正確に表していない、と批判している。問題が表面化した Bear Stearns の Fund だけでなく、収益向上を過度に Leverage に依存している Fund も少なくないと指摘し、それが流動性の乏しい CDO に偏在している状況では、昨年発生した Amaranth のケースのように、容易に解決することは難しいだろうと論じている。

国際金融の枠組みにおいては、BIS が導入した自己資本比率制度を通じて銀行の Leverage を抑制させてきた。金融システムの安定性を維持するための入り口として、銀行だけを縛るとするのはもはや時代遅れの発想であるが、英米当局は現代金融の重要なインフラの一つと見做す Fund の直接規制には否定的な姿勢を取り続けている。邦銀を締め出す為の BIS 規制への取組みは素早かったが、自らの利害に関わる Fund 規制に対しては、出足が極めて鈍い。

【クレジット・コスト増大の影響】

企業買収の際に想定する Net Cash Flow には、当然のことながら負債コストが反映される。大型負債調達絡むことの多い昨今の M&A 案件において、このコストの増減は重要な意味を持つのも自明であるが、ここ数年の借り手市場の中では、負債コストの重みは薄れていく一方であった。絶対金利は上昇しても Credit Premium の急低下がそれを相殺してくれたという面も大きい。その環境が急変しつつある今、M&A はどう対応するのだろうか。

Sub Prime 問題の深刻さを示す ABX Index は急低下し、Corporate Risk を示唆する CDS Index は急上昇している。どちらもクレジット環境の赤信号である。同根で繋がる両市場の危うさを過小評価してきたのは、株式市場や FRB だけではない。PE Fund もまたその恐怖感に敢えて眼を閉ざして大型買収戦略に邁進し、金融機関も恐る恐るこれに依ってきた。だが、その絶頂期がピークを迎えたのはほぼ確実と見える。

市場が注目していた Cerberus による Chrysler 買収の為の 220 億ドルの資金調達は、当初の予定よりも大幅な金利引上げを余儀なくされた模様だ、と FT 紙が報じている。パッケージの中の 20 億ドルの Second Lien Loan において、投資家による 1%の金利引き上げ要求に応じることとなった結果、Cerberus の再建計画に年間 20 百万ドルの追加コストが発生、ローン手数料の引き上げも加わって、Up-front で約 20 百万円のコストも上積みされる。

一方で、米国と比べて比較的平穏な環境が続いていた欧州市場でも、同じような展開が見え始めている。FT 紙に拠れば、英国最大の買収案件となった Alliance Boots の資金調達が難航しているようだ。市場では、金利引き上げで年間 30 百万ポンド程度の追加コストが見込まれるといった憶測や、必要金額が予定期間中に集まらない可能性などが囁かれているという。買収合戦を制した KKR も買収時期を大幅に先送りせざるを得ないのでは、といった見方も浮上している。

こうした状況変化は、やや異様なまでに変容した借り手市場の転換でもあり、貸し手側の投資家にとっては順風でもある。Credit Cost の修正は Credit Return の調整であって、その中で幾つかの案件の条件変更や調達中止は、正常化プロセスでは必須の現象である。その意味では、社債やローンの流通市場の価格機能の役割が、あらためて評価されると言っても過言ではない。日本の金融は、欧米市場をたた眺めるだけでなく、ここに重要な教訓を見出すべきだろう。

【米ファンド増税案の行方】

米上院にての討論が始まった Fund に対する税制修正案は、大統領選を控えた各候補者の対応に注目が集まっている。特に民主党内では微妙に温度差もあり、基本的に自由な経済活動を支持して増税案反対の姿勢でほぼ一致している共和党に比べて、各候補の政治思想が反映しやすいとも言える。だが、先週末に Hillary Clinton 氏が税制変更賛成する立場を明らかにしたことによって、法案自体への風向きも変わりそうな気配である。

民主党で真っ先に増税案支持を訴えたのは、意外にも Fund から顧問料を受け取る立場にある John Edwards 氏であったが、Fund 業界から多額の寄付を狙う民主党各候補には法案賛成表明に躊躇する姿勢も見られ、上院に提出された法案の行く末は風前の灯と見る向きもあった。だが、個人献金による資金調達に自信を持った Barack Obama 氏も賛成に回り、Hillary 氏も賛成の立場を明らかにしたことで、Fund 増税は現実味を帯びてきたようだ。

現在、米上院では二つの案を巡って議論が行われているようだ。NY Times 紙に拠れば、民主党 Baucus 議員と共和党 Grassley 議員が提出した、上場された Fund の Partnership に対する 15%課税を法人税 35%課税に修正する案と、Rangel 議員と Frank 議員の両民主党議員による、一般的な Fund Managers への課税を“Carried Income”扱いの 15%から、“Ordinary Income”ベースの 35%に増税する案の二つが、俎上に乗せられている。

当初、Hillary 氏は増税案には否定的との観測が上がっていたようだが、Obama 氏ら他候補の支持表明で作戦変更を余儀なくされたのだろう。不公平な税制は修正しなくてはならない、と述べる一方で、今回の増税案は一部の抜け穴を塞ぐに過ぎないものだとも弁明する。その上で、PE Fund や Hedge Fund が米国経済にとって重要な役割を果たしており、その開拓者精神を支持することは重要だと、Fund 業界に配慮することも忘れてはいない。

Goldman 出身で元財務長官の Robert Rubin 氏も、先月 Fund Managers の利益には現行の 15%ではなく 35%の税率が適切だと述べて、増税案を支持している。業界は懸命に Lobbying を続けているが、風向きはやや逆風に変わりつつあるのかもしれない。出る杭は打たれる、か。だがこの趨勢が米国金融行き過ぎ感への健全な調整であるならば、Fund もその純益減少の提案を受容するしかなさそうだ。

【投資銀行への業績懸念】

Sub Prime 問題の影響が懸念されていた Merrill Lynch の第 2 四半期決算は 31% の増益となり、市場はやや安堵の色を見せた。続いて決算を発表した JP Morgan も 21% の増益で、住宅問題が投資銀行に与える影響は軽微であることを示したものの、投資銀行の株価は軒並み低迷、特に JP Morgan 株は好決算発表直後に 3.5% 下落するなど、市場は投資銀行の収益構造が徐々に蝕まれていくのではないかとの懸念を隠せないでいる。

Bear Stearns 問題が発覚した際、債権者として最も Aggressive に臨んだのは Merrill であっただけに、同社利益に対する影響度は小さくないとの思惑も流れたが、Merrill の総利益に占める Sub Prime 関連の利益は 2% 程度に過ぎず他の収益源で十分に補完できたようだ、と FT 紙は報じている。また投資銀行ビジネスにおける海外収入シェアが 61% にまで上昇したことが、収益力の安定を生んでいるようだ。

一方、Merrill と同様に Bear Stearns の Hedge Fund に信用供与していた JP Morgan も、投資銀行業務の手数料収入増大で増益を確保、CEO の Jamie Dimon 氏も Sub Prime や LBO での市場動揺の影響は小さいと強調しているが、PE Fund による大型 M&A に対して組成した社債や融資が売れ残っている事実は認めている。その金額は公表されていないが、市場全体では約 100 億ドルの募残があると見られ、同社も 10 億ドル程度は抱えているものと推測される。

JP Morgan は今四半期決算である程度の評価減を行ったようだが、投資家心理や市場環境が急転しない限り、今後そのマイナスが増加する可能性は高い。また Sub Prime 問題も、今週 Bear Stearns が発表した Hedge Fund の「実質無価値」通告に加えて、豪州の最大手 Hedge Fund である Basis Capital が運用する Fund が Margin Call に応じることができなくなったことで、あらためてその影響拡大が懸念され始めている。

LBO、Latin America、Land という “Three Ls” で米銀が大きく躓いたのは 1980 年代後半であり、それほど昔の話ではない。今回投資銀行は、LBO と Sub Prime という二つの爆弾処理を余儀なくされている。確かに今回の四半期決算では、それほど深刻な気配は感じられない。だが Bernanke 議長も今週の議会証言で漸く Sub Prime 問題の重要性を認めた。LBO 案件の調達キャンセルも目に付き始め、リスク・プレミアムは明らかに反転地合にある。油断は禁物だ。

【クレデリ市場の将来像】

金融派生商品は原資産市場を大きく規模で上回る可能性を持ち、為替や金利、株式市場ではその潜在力を遺憾なく発揮してきた。だが Credit Derivatives だけは、本来的に原資産を超えられない宿命にある。ローンや社債の発行残を超えたり、Leverage による収益拡大化に傾斜し過ぎたりするなど、その商品の原点を忘れたかの様に急拡大してきた市場では、Sub Prime 問題の躰きを契機としてその健全性への懸念も高まっている。

Fitch が実施したアンケートに拠れば、市場参加者の殆どが現在のクレデリ市場に対して懸念を抱いていることがわかる。世界の主要銀行 44 行、保険会社 13 社、金融保証会社 8 社の計 66 社を対象にした同社調査において、65 社すべてが今後のクレジット・サイクルの変化に同市場が円滑に対応できるかどうか、不安を抱いていると回答している。特に、トレンド変化の際の流動性に対して強い懸念が示されているのが注目される、と Fitch は分析する。

流動性だけの問題ではない。Leverage 解消が連鎖反応を起こせば、価格の変動性も急上昇する可能性がある。Sub Prime 関連の CDO 市場で発生した現象は、クレデリ市場に深い Implication を持つものだ。CDS 市場では、決済面でもストレスが発生する可能性もある。大型倒産や Default 数の急増といった最悪シナリオまで想定する人は少ないが、これまで順風満帆で急成長した市場だけに、その回転が止まった時の衝撃度は無視できない。

市場には、荒れ相場に特有の一服感が出始めているのは事実だ。Sub Prime 市場の乱流を代弁する ABX 指数も、週初に急落した後はやや落ち着きを取り戻しており、他の市場へ悪影響を及ぼすまでには至っていない。急上昇した米国 CDS 市場の Premium に、値ごろ感から Offer を打診する業者も出始めているようだ、FT 紙は報じている。水準的には Risk taking に妥当なレベルに戻ったと見られる銘柄も増えているのだろう。

だが、それは一部の優良案件への回帰に過ぎないとの指摘もある。Sub Prime 問題がクレデリ市場に与えた衝撃は第一段階に過ぎず、今後まだ市場への余震は続くとの見方も根強い。今週、KKR が買収した Maxeda のローン組成が延期されるなど、LBO の揺れもクレデリ市場への逆風となりかねないが、決して CDS や CLO への期待値が低下している訳ではない。市場周辺の震動は、クレデリが原点に帰るべき時期にあることを示唆している。

C. 国際政治経済のアップデート

【忍び寄る中国発インフレ】

消費者物価指数と消費生活体感とのギャップは、日本だけの問題ではないのかもしれない。インフレは抑制されていると主張している中国国家統計局は、世界的な穀物・食品の価格上昇は、中国内のインフレには繋がらないと強気の姿勢を見せるが、上海などの都市部では CPI として現れる物価動向と生活実感との違いも話題になっているようだ。中国の穀物備蓄は豊富だと言われるものの、消費者への価格転嫁が徐々にその懐を痛み始めている。

中国 CPI は 5 月に 27 か月ぶりの高水準となる 3.4% に達し、今週発表された 6 月の指数も 4.4% とさらに物価上昇が加速している。上半期 CPI は 3.2% の伸びとなって政府見通しを上回り、物価懸念が本格化しそうな気配だ。FT 紙に拠れば、多くの国内エコノミストは物価上昇のペースが今後一層加速すると見ており、年率 5% に届くのは時間の問題だ、といった声もある。中国経済は、GDP 成長率だけでなくインフレ率にも深く注意を払う時期に来ている。

ごく短期的な視点で言えば、中国内での物価上昇についてはこれまで飼料価格に影響を及ぼすトウモロコシの価格と、昨年の疫病による豚肉不足の二つの要因が挙げられてきた。従って、現在の物価上昇を循環的なものと見る向きもある。だが JP Morgan の Jing Ulrich 氏は、他のインフレ要因も頭を擡げており、中国は循環的ではなく構造的なインフレに向かう可能性が高いと指摘している。耕作可能な土地の減少や水質汚染問題もその要因である。

中国経済を牽引してきた地方企業による、消費者への価格転嫁もまた大きな要因である、と FT 紙は報じている。何年か前にも同じ可能性が指摘されてきたが、その都度生産性の向上によってコストは吸収され、物価への転嫁は見送られてきた。だが、中央政府が地方経済の野放図な拡大主義を抑制し始めた結果、その生産性の伸びが確実に落ちている。従って、今回は地方企業がコスト増を消費者に転嫁する可能性は極めて高い。

中国内の物価上昇は過大に表現されている、と全く逆の説を唱える向きもある。確かに現在、中国製品価格が世界のインフレ要因になっているという証拠は無いし、若干の価格上昇は品質向上の効果であるとの分析もある。だが、日本と同様に中国がデフレからインフレに転換しつつあるのは明確だ。その中で、中国が人民元や借り手負担を意識して積極的な利上げに踏み切れないとすれば、それが世界最大のリスク材料と化ける可能性もあろう。

【東欧経済成長は本物か】

チェコやバルト三国など旧ソ連圏の国々が EU へ加盟したのは 2004 年、その後 2007 年にもブルガリアとルーマニアが加盟して、中東欧諸国は経済成長への道をひた走っている。先行してユーロ圏入りしたスロベニアのように、本年の株価が年率 60% を越えるところも現れた。だが全般的に見れば東欧諸国における構造改革のペースは遅く、経済環境が変化すれば成長も打撃を受ける可能性が高いとの危惧も聞こえる。

英 Economist 誌は、東欧諸国経済を「舗装された道路を轟進するボンコツ車」に見立てて、いかにも快走しているように見えるその姿は、天候の良さに恵まれているだけでその実態は極めて脆弱なものである、と指摘している。ひとたび悪天候になれば、そのブレーキやタイヤの機能の酷さが露呈して次々に故障したり事故を起こしたりで、玉突き状態の衝突を起こしかねない、と警告している。

中でも、最も脆弱な経済構造にあるのがラトビアである。10%前後の GDP 成長率を見せる同国も、2006 年の財政赤字は GDP 比で 21% であり本年は 22.4% に上昇する見通しだ。賃金上昇率も高く、インフレ率は年率 8% を超える。本来ならば引締め政策を発動するところだが、通貨をユーロに連動させている為、為替レートに影響を与えるような独自の利上げが出来ない状況にある、と同誌は指摘する。

IMF も同国の過熱感を警告しているが、政府はむしろ不人気な政策を採用するより現状を追認する方が楽である。同じようにハンガリーもまた、GDP 比 10% を超える財政赤字を抱えている。同国は、昨今の輸出増や生産性向上などの効果で財政赤字は縮小気味となっているが、それもたまたま問題の表面化が抑制されているに過ぎないとの声もある。金融緩和と固定為替が長期的にもたらすのは、成長ではなく競争力の低下である。

過熱気味のペースで走る「ボンコツ車」が検討すべきは、冷却水の追加や運転スピードの減速ではなく自動車自体の調整である、と Economist 誌は述べる。だが現実には、東欧諸国は非効率な公共投資や国営企業への肩入れを続けており、景気为天候の良さに恵まれてか、国民もそれを支持している。だが一度雨が降り始めれば、それが如何に非効率であるかが判明するだろう。東欧経済は、本格的な市場経済の段階にはまだ遠いようだ。

【ソマリアまで進出する中国】

国際エネルギー機関（IEA）は中期見通しに続いて来年の石油需給予測も公表、2008 年の需要量は本年の日量 8,613 万バレルから 8,820 万バレルと 2.5% の増加となるという見通しだ。需要面では欧州がやや増加傾向になりそうだが、米国は減少が予想されている。需要増の主な地域は中国と中東そしてその他新興国であり、これらの国々の需要が増加分の 2/3 を占めることになりそうだが、中でもやはり注目されるのは中国である。

IEA の報告書に拠れば、中国の 2008 年石油需要量は本年より 6.1% 増で、日量 8 百万バレルに達する見込みであるという。IEA はこの数字には Upside Risk があると述べ、経済成長の予想外の加速によって、需要量がさらに増大する可能性を付記している。石油価格の上昇が需要を抑制すると反論する向きもあるが、4-6 月期 GDP も 11.9% 増と過熱感が収まらない経済動向に、価格の多少の上昇が需要減をもたらすような気配は感じられない。

そうした石油確保への執着心は、世界各国の制止にも関わらず資源外交を展開させる政策にも現れている。FT 紙に拠れば、中国国営企業である CNOOC は先週、ソマリアの暫定政府から原油開発の許可を獲得したという。1992 年に当時の大統領が国外追放されて以降、無政府状態が続いて経済は壊滅状態にあるソマリアで、石油開発事業を遂行するその蛮勇とでも言うべき決断には、Oil Majors もやや呆れ気味のようなのだ。

ソマリアでは、1980 年代に当時の Conoco や Phillips、Chevron などが進出して石油探索を開始したが、1991 年の内戦勃発によってすべて国外退去している。米国エネルギー庁（EIA）は同国の石油埋蔵量は確認されず、としているが、FT 紙に拠れば、豪州石油会社の Range Resources が当時の資料に基づいて分析した結果、50-100 億バレルの石油埋蔵量が予想されるという。政治不安にも関わらず、中国が触手を伸ばすのも頷けよう。

だが CNOOC が暫定政府と契約する一方で、Range Resources は既に各地方政府と開発契約を締結しており、内戦状態が収束していない以上、こうした事業が衝突する可能性も高そうだ。中国側もそれを踏まえた上での進出であるが、CNOOC は 1990 年代に内戦状態にあったスーダンでパイプラインを建設したこともある。相手構わず石油の確保に向かうその国策に変化はなく、もはやそれを止められる力もない。

【米国消費支出は減少するか】

米国第 1 四半期の成長率が大きく後退した際、本年の米国内消費も徐々に鈍化するだろうという見通しは説得力を持った。住宅市況の低迷は、それを裏付ける材料となる筈であった。だが、第 2 四半期以降は成長率も回復し、個人消費も堅調なままである。加えて、米国株式市場は最高値を更新しており、消費動向の変化を読む向きは少ない。だが、果たして米国の消費は現在のペースを維持することが可能なのだろうか。

貯蓄率の低下は米国特有の問題ではなくなった。かつては 20% 台を誇った日本の貯蓄率も今やゼロに向かって急低下中である。だがその構造には明らかに差があり、過剰消費が代名詞にもなった米国では 2006 年に貯蓄率がマイナスに転落している。その後も消費が抑制されたという兆候もなく、賃金上昇率低迷、住宅市場低迷、インフレ率上昇というトリレンマの中ですら、米国はひたすら消費を続けている。

NY Times 紙は、何故消費が鈍化しないのかという疑問に加えて、何が消費を鈍化させるのかを考えることも重要だと指摘する。同紙は、1970-80 年代の石油危機や二桁失業率といった苦しい時代に消費が減少している事実を振り返ってみれば、消費動向は雇用問題に直結していることが判ると述べ、現在の好調な雇用環境が旺盛な消費を支えているのだと論じている。雇用が安定していれば、Cash Flow の多少の口入は気にならないのだろう。

Michigan 大学で消費者動態を調査している Richard Curtin 教授も、米国の個人消費に変化が生じるとすればそれは雇用環境が変化する時だ、と述べている。つまり住宅市況が急激に悪化しても、雇用に影響が無い限りすぐには消費抑制をもたらす訳ではないのである。こうした雇用以外の要因に対しては消費の変化スピードは予想以上に遅いものだ、と Lehman Brothers のエコノミストである Ethan Harris 氏も指摘している。

もう一つ厄介な要素は、少数富裕層の消費活動である。NY Times 紙は、2005 年時点で米国の上位所得層 20% が米国内消費の 39% を占めており、彼等の旺盛な消費が多数の米国民の消費減少を埋め合わせてしまっている、と報じている。昨今ではより少数の富裕層がより多数のシェアを占めているのは確実で、消費統計が過大評価されている可能性も高い。今後の雇用環境変化次第では、消費トレンドの下向きがより明確に浮き彫りになることも有り得よう。

D. 論壇誌等より注目トピックス

【日本の「拉致問題敗戦」】

2003 年 8 月に始まった北朝鮮核問題を巡る 6 力国協議は、BDA 問題で実質休会となった本年 3 月の第 6 回協議まで延々と続いてきたが、その枠組みが今後大きく変化していく可能性が高まっている。米国による資金凍結解除を契機として北朝鮮は態度をやや軟化させ、韓国は今月より重油支援を開始、米国も核施設稼働停止などの「初期段階の措置」を見守りながら同国への見返りを検討する作業部会の準備に入り、6 力国協議も今週漸く再開された。

マカオ資金凍結解除は米国の対北朝鮮戦略の大きな転換であったが、それは日本の戦略も大きく揺さぶるものであった。6 力国協議は、日本を除く 5 力国協議に転換する可能性も囁かれている。米朝問題とは 1953 年に調印された停戦条約の延長線上の交渉であり、日本は無関係とも言えるからだ。今後の外交戦略次第では、日本は東アジア地区で致命的な孤立に追い込まれる可能性があると言及するのは、米社会科学調査評議会の Leon Sigal 氏である。

中央公論に掲載されたインタビュー記事の中で、同氏は米国の変化が起きたのは 2006 年の 8-9 月であると述べている。あの Henry Kissinger 氏が胡錦濤主席を訪問したのはその直後であり、そこで対中友好政策の一環としての北朝鮮との交渉意図が伝えられる。平和条約の一步手前の和平合意であれば、議会の批准は必要ない。米国の路線変更が、中国を通じて北朝鮮に届いたと、国務省軍事局に勤務経験のある同氏は観察している。

米国の北朝鮮譲歩策はイラク戦略失敗の文脈で語られることも多いが、Sigal 氏はむしろ対中政策の色合いが濃いと見ている。Bush 政権にとって、アジアでの最重要課題は Papa Bush 時代と同様に中国との関係維持である。Kissinger 氏の再登板は、まさに中国との協力路線を命綱と見た Bush 大統領の決断であった筈だ、という。昨年、米中間で「戦略経済対話」開催に合意したのも、Kissinger 氏訪中のタイミングと見事に絡んでいる。

安倍首相が 4 月に訪米して首脳会談を行った際、Bush 大統領は北朝鮮問題への強硬路線を一切口にしなかった。米国は、アジア外交に関しては既に伝統的な共和党路線である「現実主義」に回帰している。一方で、対北朝鮮強硬路線だけで国民人気を集めてきた安倍首相は、今や国内問題で満身創痍である。人気挽回策としてまた単純な強攻策の繰り返しに終始するようであれば、参院選過半数はおろか次回対北協議の席すらも確保できなくなるかもしれない。

【欧州の経済成長維持の鍵は】

ユーロやポンドなど、為替市場で欧州通貨の価値が上昇しているのは、決して金利差だけで説明できるものではない。世界経済から取り残された感も強かった欧州が、昨年以降経済成長率で米国や日本を凌ぎ、中国やインドなど新興国とともに世界経済の牽引車として働き始めたことも、その通貨力に影響しているのは間違いなからう。その成長モメンタムが途切れるリスクはないのか、その鍵になるのは各国の構造改革のペースである。

欧州経済の復活の立役者がドイツであることには誰も異論はないだろう。東西統一のコストに悩み、一時は「欧州の病人」とまで評価を下げた工業大国は 2005 年から徐々に回復軌道に乗り、GDP 成長率はそれまで 10 年間の平均 1.4% 増から 2006 年には 2.8% に拡大し、本年第 1 四半期も付加価値税導入にも関わらず、堅調なペースを維持している。そこには、2004 年に Schroder 前政権が行った雇用・社会福祉制度の改革が大きく寄与している、と英 Economist 誌は述べる。

ドイツ経済が世界経済の拡大による輸出増大という恩恵を受けたのも事実であるが、その果実は競争力の向上なしに収穫できるものではない。企業経営は、環境変化に迅速に対応できるものでなくてはならず、その意味では硬直化していたドイツ労働市場の改革が奏功したことが、今日の欧州経済の拡大をもたらしているとも言える。反対に、改革意識が十分に浸透しなかったのがフランスであり、イタリアであろう。

先週も紹介したとおり、Sarkozy 大統領による欧州の金利政策と通貨政策への「口先介入」は、そのフランスの苛立ちや不満を象徴するものであった。だがフランス経済の出遅れは、構造改革の出遅れ以外の何物でもない、と同誌は指摘し、自国経済の競争力は競争の厳しさから生まれるものであって、競争の無さを求めるのは競争力の喪失をもたらすことになるだけだ、と Sarkozy 大統領の言動を強く批判している。ドイツもまた、改革は道半ばである。

欧州各国の構造改革は、経済状態の厳しい時期に発生したケースが多い。1979 年の英国、1982 年のオランダ、1987 年のアイルランド、そして 1990 年代前半の北欧諸国である。日本でも 1990 年代後半の金融・経済危機において改革期待が強まった。同誌は現在のような好調時に改革を行うほうが楽な筈だと述べるが、喉元過ぎれば、というのが世の常でもある。日本と同様、欧州も改革の遅れが意外な死角となる危険性を孕んでいるのかもしれない。

【特許制度の経済成長貢献度】

特許とは、従来にない新規で有用な技術を発明した者に対して与えられるものであり、日本では「専売特許」といった言葉が人口に膾炙しているが、国際間の特許紛争が増加の一途にある現在では、むしろ英語で Patent と呼ばれることが多い。Patent 自体は知的財産を保護する制度として、当事者の利益保護だけでなく経済成長にも貢献する制度であると思われてきたが、米国ではむしろこの制度が経済社会に悪影響を及ぼしているとの批判も目立ち始めている。

NY Times 紙は、Boston 大学の Law School で講師を務める James Bessen 氏と同僚の Michael Meurer 氏が共同研究の成果として発表した、現代 Patent 制度への批判を紹介している。Bessen 氏は 1993 年に自らコンピュータ用出版ソフトを開発した人物であり、彼等の分析結果は、来年書籍として出版される予定であるという。その主張は、Patent 制度は医薬品業界のような一部の産業を除けば殆ど役に立っていない、というものである。

昨今の IT 発展のトレンドを見れば、情報技術開発などの「動機付け」として Patent は貢献しているようにも思えるが、Bessen 氏らは、特に IT 系産業に関しては反対に訴訟コストの急増と言う意味で経済性の面からは Patent 制度が逆効果になっている、と述べている。1976 年から 1999 年までのデータを検証した結果、1990 年代後半に公開企業における Patent 関連の訴訟費用が Patent による利益を凌駕してしまったという。

米国企業の統計に絞れば、Patent がもたらす利益は 1997 年の 84 億ドルから 1999 年には 93 億ドルに増加したが、その 2/3 は化学・薬品関連の企業であった。そして訴訟費用に眼を転ずれば、1997 年には 80 億ドルだったコストが 1999 年には 160 億ドルに急増している。NY Times 紙は、Patent 訴訟件数が 1999 年の 2,318 件から 2006 年に 2,830 件と 20% 以上増加していることを見れば、その利益・費用の逆転関係はさらに悪化しているだろう、と報じている。

この調査に対しデータの吟味が不十分といった指摘もあるが、学界からは同様に Patent 機能を疑問視する声も強い。一方、IBM のように R&D に年間 60 億ドルを費やして Patent 取得に邁進する企業もあるが、同社が 370 人もの Patent Lawyer を抱えるという事実は、まさに Patent 制度に伴う訴訟リスクへの懸念を裏付けるものでもある。特許を得た新技術が、必ずしも社会に有用だとも限らない。技術を客観的に評価する方法は、まだ定まっていないと見るべきか。

【個人グローバル主義】

米国では、リベラルと保守のトレンドが入れ替わりつつあるという見方がある。2000 年、2004 年と Bush 大統領の保守的価値観に同感し支持した人々は、もはやその立場を転換してしまったかのようだ。米国がリベラルに回帰する中で、日本は逆に保守化していく傾向が見える。日米が相互の距離を開く方向で変化する時、日本はあらためて国際社会での立ち位置を再確認する必要に迫られるのかもしれない。

Harvard 大学の名誉教授で米国歴史学会会長を勤めたこともある入江昭氏が、「世界」8 月号のインタビューで「米国はリベラルに回帰するか」どうかを論じている。1930 年代の New Deal 時代から 1960 年代の公民権運動あたりまで米国の主流はリベラルだったが、1970 年代以降は保守的な流れが 30 年継続し、そろそろリベラルに交代し始めていると見る同氏は、Barack Obama 氏の発言が、今のリベラル思想を象徴していると言う。

2005 年の Hurricane Katrina は、物理的な衝撃と同時に世論への衝撃力も凄まじいものがあった。入江氏は、その影響で人々の関心が対外問題から国内問題へ異様なほど変化したと見る。米国民にとっては、イラクの後始末よりも医療問題や格差問題の方がよほど重要であり、米国内で日常の話題となった感の強い妊娠中絶や同性結婚などに対する価値観の鋭い対立の中に、同国における保守とリベラルの交代時期の到来を感じ取る人も多かろう。

入江氏は、その価値観の変化の中に宗教右派の影響力を見る。進化論を受け容れないキリスト教右派の動きは国内のみならず海外にも波及しており、世界各地でイスラムのみならずキリスト教の原理主義も台頭し始めている。それは、国家関係の重要性を相対的に低下させ、Transnational な流れが強まっていることを意味する。米国は、その世界観に対応する準備が出来ていないが故に、対外的に何をして良いのか解らなくなっているのだ、というのが同氏の診察結果である。

北朝鮮を巡る 6 カ国協議もその典型なのかもしれない。北朝鮮問題はリビア方式でしか解決できないと述べる入江氏は、冷戦後の秩序は Globalization と地域共同体の並立であり、多様性を認めた上での共存だと指摘する。その糸口を掴むのは“Individual Globalism”である、とも言う。教育の目的は、国家主義者ではなく Transnational な意識を持った人間の育成である。愛国心を求める法改正もビジョンを無くした米国への追従も、どちらも好ましい選択とは言えない。

E. ファンド・ビジネス・トピックス

Telegraph 紙に拠れば、LSE は本年 11 月を目処にして主に Hedge Fund や PE Fund が上場する「Specialist Fund Market」を設立する計画だ。NYSE Euronext が Amsterdam に Fund 上場を誘致させているのに対抗する狙いのようなのだが、上場審査は通常の上場と比べて緩やかになる為、売買は機関投資家に限定される可能性が高そうだ。

SEC は、Hedge Fund の監視方法として投資家への虚偽報告など不正行為発覚の際に Fund Managers を簡単に起訴できるルールを導入した。昨年 SEC が導入しようとした報告義務付けは高等裁判所によって違法とされたため、新たな Fund の監視手段を模索してきたもの。その対象には PE Fund や Venture Capital、Mutual Fund など含まれる模様だ。

WSJ 紙に拠れば、Bain Capital が新規に調達した 15 億ドルの Fund は、メインの 10 億ドルとサブの 5 億ドルの二層構造となっている。環境の悪化で投資案件欠如により仮に運用スピードが遅延した場合に備えて、メイン勘定の規模を抑えたものと見られている。

Lone Star が 51%を保有する韓国 KEB の株式譲渡に関し、HSBC が名乗りを上げたようだと Telegraph 紙が報じている。2003 年に KEB を買収した Lone Star は同国内で不正行為の疑いで検察の調査を受け、売却を検討している。既に複数のアジア系銀行や韓国年金基金が買収への関心を示しており、今後具体的な交渉に入る模様だ。

Bloomberg に拠れば、Goldman や JP Morgan など昨今の PE Fund による買収案件の負債資金の調達アレンジを積極的に手掛けてきた投資銀行において、100 億ドル程度の社債やローンが売れ残っている模様だ。急速に環境が変化する気配も無く、評価損などで決算にも影響する可能性があるかと警戒する声も出ている。

WSJ 紙に拠れば、Bear Stearns は傘下の Hedge Fund の NAV に付き、Risk の高い商品に投資した Fund の価値はほぼゼロとなり、もう一つも価値は 10%未満になるとの試算を投資家に通告した。市場では Sub Prime 問題が更に波及し深刻化するのではないかと、といった漠然とした不安が広がっている。

FT 紙に拠れば、豪州の Basis Capital は Sub Prime 関連証券を保有する Yield Fund において投資家に対し換金請求の受付停止を通知したばかりだが、債券評価の急減で今度は Margin Call に応じられなくなり、債権者は担保権行使への交渉に入った模様だ。主な債権者には JP Morgan、Citigroup、Goldman Sachs、Morgan Stanley、Deutsche Bank などの大手が顔を揃えている。

Reuters に拠れば、Sub Prime 関連の損失の噂で株価が急落した Lehman Brothers は、市場で憶測されているような損失は無い、と発表した。

FT 紙に拠れば、JP Morgan の CEO である Jamie Dimon 氏は、投資銀行が PE Fund の M&A 案件に参加する際に行う「Equity Bridge Loan」に対し、極めて質の悪い取引だと痛烈な批判を行った。融資の際に、PE Fund とともにその株式を投資銀行が保有してリスクをシェアするものであり、市場でも投資銀行が案件を取りたいがために過大なリスクを抱え始めている、との警告が聞こえている。

- 姉妹紙「マネタリー・アフェアーズ」のご紹介 -

TFJ では、2001 年 6 月より隔週で「Bi-Weekly Monetary Affairs」(旧: Credit Research & Pricing) を発行しております。

日本の銀行問題、社債市場、派生商品市場、金融政策、金融制度などを対象に、実務界で活躍する人々が、それぞれの視点から独自の分析や意見を寄稿するユニークな金融論壇誌です。金融行政機関、内外金融機関、シンクタンク、メディアなど幅広いお客様からご好評を頂いております。

「世界潮流アップデート」と併せ、是非ともご参照ください。

(企業購読、個人購読、年間購読、個別購読いずれも可能です。)

TFJ のホームページ <http://www.t-fj.co.jp/> をご参照ください。)

第 151 号 <7 月 20 日号> の目次

| | |
|----------------------------|------------------------------|
| 投資家から見る債券市場 | 八須 賀雄 |
| 国内企業ニュースダイジェスト | TFJ 編集部 |
| JGB 市場トピックス | TFJ 編集部 |
| 社債・CDS 市場の動向 | TFJ 編集部 |
| 起債市場概観 | TFJ 編集部 |
| J-REIT と為替トピックス | TFJ 編集部 |
| 最近のクレジット市場周辺トピックス | 田中 雅史 (フィスコ 記者) |
| オポチュニティ・ファンド再考 #3 | 杜羅 三郎 (証券アナリスト) |
| 株価の歴史(3) 技術革新と株価上昇のサイクル | 平山 賢一 (アセット・アロケーター) |
| 格付会社に対する規制(続) | 八須 賀雄 (RP テック シニア・リサーチャー) |
| タウラの裏読み#11 | 田浦 哲哉 (フィスコ 資本市場アナリスト) |
| 世界システム分析に学ぶ | 倉都 康行 (RP テック 代表) |

発行 RP テック株式会社

編集 Tokyo Financial Journal

編集人 倉都 康行

本情報誌には弊社及び情報提供者に著作権その他の財産権が帰属する情報が含まれておりますので、弊社の許可無き転送、転載、複写は固くお断りいたします。また情報は信頼出来るソースから入手したものです。正確で完全なものであるかどうかを弊社が保証するものではなく、情報又は情報の配信に起因する担保責任を弊社が負うものではありません。また金融資産の売買に関する助言、勧誘、推奨を行うものでもありません。