



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
	ユーロ圏・IMF 間の亀裂鮮明に	2
	日本の総選挙とドル円動向	3
	大統領選で米銀にも敗北感	4
	米国の「資源大国」への道程	5
<hr/>		
C	国際政治経済のアップデート	6
	オバマ二期目の住宅政策	6
	厄介なユーロ圏景気後退	7
	東南アジアへの期待とリスク	8
	ギリシアの現実像	9
	党大会開催中の中国経済指標	10
<hr/>		
D	今週の注目トピックス	11
	金融は 6 年連続の人員削減へ	11
	「社債バブル」の継続性	12
	金融緩和下の「ゾンビフィクション」	13
	独連銀総裁のブレーキ機能	14
<hr/>		
E	ファイナンシャル・カレイドスコープ	15

★ 本ニューズレターは、年間購読のご契約者に対してのみ配信されるものです。詳細につきましては mafs@rptech.co.jp までお問い合わせ下さい。また本誌の無断複製・無断転載を禁止致します。個人契約での無断配布が発覚した際は、当該期間にわたり所定の法人料金を請求させて頂いておりますので予めご了承下さい。(編集人) ★

A. 今週のワールド・ウォッチ

米国では「財政の崖」回避への協議が長期化すると懸念が強まっている。いずれ妥協に向かうとの観測も根強いが、再選された Obama 大統領は強気の姿勢を維持しており、警戒感払拭できない情勢だ。ユーロ圏と日本の景気後退入り、そして中国の政権交代への不安や中東情勢への懸念なども海外株式市場にはマイナス材料となって下落基調が続いている。日本の政権交代思惑は為替市場での円安要因となっているが、ドルやユーロの売り材料も豊富な中でその持続性はまだ不透明との見方も少なくない。

円建て海外株式運用利回り比較 (2012年)

ヘッジファンド収益率状況 (2012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	8,829.72	-7.43	4.43%	4.43%
米		79.28	81.14	SP500	1,353.33	-24.18	7.61%	13.55%
EU	EUR/USD	1.2782	103.71	DAX	7,043.42	-161.54	26.40%	31.69%
英	GBP/USD	1.5866	128.74	FTSE	5,677.75	-98.30	-5.59%	1.76%
豪	AUD/USD	1.0334	83.85	SP300	4,331.49	-134.24	6.89%	13.33%
中	USD/RMB	6.2332	13.02	ShanghaiA	2,125.99	-43.24	-7.73%	-1.69%
印	USD/INR	54.8950	1.48	SENSEX	18,471.37	-374.89	19.52%	22.46%
露	USD/RUB	31.6480	2.56	RTS	1,379.42	-25.22	-0.18%	5.33%
伯	USD/BRL	2.0669	39.26	Bovespa	56,279.36	-1,245.09	-0.84%	-5.26%
							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	

	HFR	CS Tremont	平均値
総合指数	1.80%	3.86%	2.83%
CB裁定型	5.71%	5.74%	5.73%
ディストレス	0.39%		0.39%
イベントドリブン	3.33%	3.36%	3.35%
ロングショート	3.00%	7.11%	5.06%
マクロ型	-1.93%	0.19%	-0.87%
債券型		6.10%	6.10%
エマージング	3.34%	7.19%	5.27%

エマージング株式市場 (2012年)

各国 CDS 5YRS (2012年)

	2012/11/15	2011年末	収益率A
韓国	1,870.72	1,826.37	2.43%
台湾	7,143.84	6,952.21	2.76%
インドネシア	4,351.28	3,809.14	14.23%
マレーシア	1,631.68	1,530.73	6.59%
タイ	1,274.02	1,025.32	24.26%
ベトナム	386.91	351.55	10.06%
トルコ	71,597.22	51,266.62	39.66%
エストニア	680.05	531.17	28.03%
チェコ	969.35	911.10	6.39%
サウジアラビア	6,816.93	6,386.04	6.75%
南アフリカ	32,845.63	28,469.80	15.37%
アルゼンチン	2,322.27	2,462.63	-5.70%
メキシコ	40,573.66	37,077.54	9.43%

	5YRS CDS			10YRS Rates		
	2012/11/15	2011年末	変化	2012/11/15	2011年末	変化
米国	36	51	-15	1.58%	1.88%	-0.30%
日本	72	143	-71	0.74%	0.98%	-0.24%
ドイツ	32	102	-70	1.33%	1.90%	-0.57%
英国	31	98	-67	1.74%	1.98%	-0.24%
フランス	90	217	-127	2.09%	3.22%	-1.13%
イタリア	307	482	-175	4.90%	6.97%	-2.07%
スペイン	350	394	-44	5.91%	5.14%	0.77%
ギリシア	6959	n.a.	n.a.	17.73%	33.97%	-16.24%
アイルランド	201	726	-525	4.77%	8.54%	-3.77%
ポルトガル	634	1093	-459	8.93%	13.71%	-4.78%
ブラジル	108	161	-53			
ロシア	154	275	-121			
韓国	71	169	-98			

商品指数 (2012年)

	2012/11/15	2011年末	変化率
WTI(原油先物)	85.45	98.83	-13.5%
Gold 先物	1,713.80	1,566.80	9.4%

B. 海外企業・市場のアップデート

【ユーロ圏・IMF 間の亀裂鮮明に】

金融市場は、依然として「財政の崖」という米国の不安要因とギリシアなど欧州の不透明要因とに振り回されている。米国では共和党にやや柔軟な姿勢が見え始めており、妥協への期待感も醸成されつつあるが、欧州には先送りされるスペイン支援、収束点の見えなくなった銀行同盟案、さらには予算案を巡る紛糾での英国の EU 離れといった問題もある。中でも最大の懸念はやはりギリシアだ。その支援を巡っては、EU と IMF の間の亀裂が鮮明になり始めている。

米共和党にはやや妥協のムードが出始めている、と FT 紙は指摘する。敗れた Romney 候補のアドバイザーでもあった Glenn Hubbard 教授は、税制の抜け穴を埋める形での歳入増を図ることが重要だと述べて、共和党路線に修正を加える必要性を説いている。また Boehner 下院議長も「歳出削減だけでなく歳入についても議論の一つとして検討する用意がある」と述べるなど、財源に関しては何も言及していないものの、やや態度を軟化させている気配がある。

Tea Party 勢力の躍進以来「いかなる増税も断固として反対」との立場を変えない共和党員も数多く残っており、党内調整には時間が掛かるかもしれないが、妥協に抛る「財政の崖」回避の確率はそれほど低くなさそうに見える。一方で妥協が進まないのが欧州だ。ギリシアの来年度予算案可決を受けてユーロ圏は同国の財政再建目標 2 年間先送りしたものの、315 億ユーロの追加融資に関する結論は来週の会議へと先延ばししている。

そこで鮮明になったのが、EU と IMF のスタンスの差異である。GDP 比の債務残高目標として 2020 年に 120% というオリジナルの合意に拘る IMF の Lagarde 専務理事と、2022 年へのずれ込みを許容する Euro Group の Junker 議長との対立が、メディアの前でももの見事に映し出されてしまったのである。これまで水面下の協議における両者間の確執が報道されることはあったが、ここまで露骨に対立が表面化した事で、市場も疑心暗鬼となっている。

IMF は各国に損失負担を要求するが、ドイツなどは憲法違反を盾として首を縦に振らない。同国 11 月の ZEW 景気期待指数はマイナス 15.7 と予想以上に落ち込むなど、自国経済の足許も揺らいでおり、総選挙への意識もちらつき始めている。だが IMF もこのままではギリシアの財政再建は不可能との見方を譲る気配はない、と FT 紙は報じる。その対立の中で、ユーロ圏に閉じ込められたギリシアの苦悩が解放される見通しも立たないままである。

【日本の総選挙とドル円動向】

野田首相が遂に衆院解散を決断し、日本では12月16日に総選挙が行われることになった。安倍総裁率いる自民党主導の政権樹立との見通しに、市場は早速円売りで反応している。ドル円は81円台、ユーロ円は103円台へと戻し、いよいよ円安トレンド定着と期待する声が強まっている。確かに円安材料が増えてはいるが、どこまで円安になるのかは、やはり米国とユーロ圏それぞれにおける売り要因との綱引き次第ということになりそうだ。

日本の次期政権は、どの政党も過半数が取れない中で「金融政策で日本経済を立て直す」と豪語する安倍自民党総裁が中核になる可能性が高い。それは日銀総裁人事を含む、量的緩和政策への急傾斜である。それが円売りを加速し、株価にも好影響を与えると期待する向きは少なくない。3%程度のインフレを起こせば日本経済が復活するという、妄想に近い政治哲学に共鳴する人が増えているのも事実である。確かに円を売りたいくなる状況ではあるが、欧米にも怪しさは残る。

ユーロ圏では前述のギリシア問題に加え、スペインを取り巻く不透明要因も懸念されている。Rehn 欧州委員は「同国が改革を遂行する限り追加緊縮策を求めない」と発言し、財政赤字削減を強く求める従来のスタンスを緩和する姿勢を見せている、と FT 紙は報じている。これは同国が公的支援を申請する必要性を低下させるものであるが、一方で財政規律を求めてきたドイツなどの財政哲学を否定するものだ。欧州財政観の統一性は大きく崩れ始めたようにも見える。

米国市場では依然として「財政の崖」問題への政治的駆け引きが焦点となっている。Obama 大統領は「富裕層減税を継続する選択肢など無い」とのシグナルを米議会に送り、交渉を優位に進めようとしているが、その強気手段が株式市場には逆効果となっている。FRB の Yellen 副議長は「ゼロ金利政策は2016年初まで継続する可能性がある」と述べており、前回の FOMC 議事録では、12月で終了する Operation Twist 後の資産購入の必要性も言及されている。

ユーロ売り材料は消えず新たなドル売り材料も観測される中では、政権交代という円売り材料が出てもなかなか本格的な円安トレンドには転換しにくいだろう。依然としてドル円 82円あたりの壁は相当に厚いものと見られる。日本の追加緩和が海外の追加緩和で帳消しにされるといって「不健全なたちごっこ」が継続する可能性は高い。経済の本質は生産性であるが、先進国の政治家の視点はどんどんその核心から乖離している印象は否めない。

【大統領選で米銀にも敗北感】

米大統領選に敗れたのは共和党の Romney 氏だけではない。同氏に巨額の献金を行い、金融規制強化の波を止めようとした金融界もまた敗北感に浸っている。だが収益力の低下する中で、その Lobbying を止める訳にはいかない。Volcker Rule の適用時期に加え、Basel III の導入時期を遅らせることにも成功した。だが、業界の天敵とも言える Elizabeth Warren 氏が上院議席を獲得したことは、米銀にとってはかなりの逆風になる可能性を秘めている。

金融実務を熟知する Romney 氏は、構造不況に陥り始めている米金融界にとっての希望の星であった。副大統領候補の Ryan 氏は必ずしも金融の味方とは言えない人物であったが、共和党政権は Obama 大統領続投よりはマシであった。だが現実には甘くなかった。Wall Street に何かと配慮してきた Geithner 財務長官も、既に辞意を表明しており、OCC の Curry 長官も前任の Dugan 氏とは全く違って、金融界とは一線を画している。

Romney 氏の敗北に加えて、Harvard 大学の Warren 教授が上院議員として当選したことも、米銀経営者らにはショックだったかもしれない、と FT 紙は報じる。同氏は、大手金融機関の不正行為を徹底して追求し、一時は新設された CFPB (消費者金融保護局) の局長の筆頭候補に挙げられていた人物である。その人事案を共和党が個人攻撃を含む執拗な反対で阻止したことは記憶に新しい。Geithner 長官とそりが合わなかったことも、金融界に幸いした。

だが今回の選挙で同教授は Massachusetts 州で民主党から立候補し、リベラルの票を集めて初当選した。同女史が上院銀行委員会の委員に選ばれるのはほぼ確実と見られている。そこで、規制緩和に反対する銀行の Lobbying を抑え付ける重要な役割を果たすことになりそうだ。米議会には「Too Big to Fail」問題に片を付けようとして検討を始めた勢力も増えつつあり、Warren 議員の登場でその動きが加速することも予想される、と同紙は指摘する。

先週、FRB など規制当局は 2013 年 1 月に Basel III を導入することは難しい、との姿勢を示している。これは金融業界から寄せられた Public Comment から準備不足と判断したと言われているが、業界の「反撃」であることは確実だ。規制強化に反対する米金融業の執念は凄まじいものがある。だが政治環境は決して Wall Street にとって順風ではなく、規制当局内にも味方は少なくなってきた。さしもの米銀勢も、ギリ貧を反転させる動力は乏しいように思える。

【米国の「資源大国」への道程】

米国市場には依然として「財政の崖」を巡る不透明感が漂っている。Obama 大統領は選挙前と同様に富裕層への減税打ち切りを主張しているが、その路線のままでは年末までに米議会と合意することは難しそうだ。市場ではいずれ両者が歩み寄って妥協しつつ崖を回避し、本格的な修正論争は 2 月以降に持ち越しとの見方が強まっている。霧は当面晴れそうにない。「シェール革命」にも、期待と疑念が交差する状況に変わりはない。

今週、国際エネルギー機関(IEA)が公表した「世界エネルギー展望」に拠れば、米国のガス生産量は 2015 年までにロシアを抜いて世界最大になる、という。また原油生産量も 2020 年までにはサウジの日量 10.6 百万バレルを抜いて米国が 11.1 百万バレルの生産水準に達するだろう、と予想している。米国はいずれエネルギー輸出国になり、かつ安価なエネルギーコストの下で企業競争力が大幅に改善するとの期待値を高めている。雇用にも神風が吹く、と予想する向きもある。

先般 OPEC は、Shale Oil の台頭により原油輸出の米国向けシェアが大幅に低下するとの見通しを発表した。FT 紙に拠れば、先週ドイツの Bayer や BASF などの大企業は Lobbying 団体である BDI を通じ、安価なエネルギーを武器にする米国企業に対して欧州企業は劣勢に立たされる、と極めて強い危機感を表明している。だが米国が確実にエネルギー生産大国になれると断定するのは早計だ、と同紙は警告している。

IEA は、石油供給が豊富となれば価格は下落して生産にも響き米国の生産量は早い時期にピークを打つ可能性が高い、と IEA は指摘し、生産コストが安いサウジが再び世界一の座を取り戻すだろう、と予想する。また頁岩からガスや石油を取り出す為に必要となる大量の水を確保することが必要であり、その「水コスト」が更に生産コストを引き上げる可能性も指摘されている。環境や健康などの規制の視点から逆風が更に強まる、と見る向きもある。

米国がエネルギー大国になるにはこうした難関のハードルをクリアする必要がある、と FT 紙は指摘する。石油・ガス産業と並んで化学産業にも Shale Gas/Oil への期待は大きく、市場には「久々の革命」といったムードも流れているが、全米石油協会(API)は「現時点ではまだ機会と呼ぶべき段階」だと慎重な姿勢を維持している。米国の原油輸入量が大幅に減少すればドルのイメージも変わる可能性は高いが、その行方はまだ明確には見えてこない。

C. 国際政治経済のアップデート

【オバマ二期目の住宅政策】

米国の住宅市況は、Obama 大統領一期目の最終年に漸く底打ち気配が明らかになった。市場では、FRB の緩和策にも支えられて市況改善は進むとの強気の見方が大勢である。GSE も黒字決算が定着してきた。だがそうした好調さは、住宅産業が依然として「米政府お抱え部門」になっていることが主因であることを忘れてはなるまい。大統領の二期目の重要な仕事の一つは、住宅市場を「民間市場」に戻すことである。

住宅バブル崩壊の中で米政府が採った政策には批判が少なくない。金融機関救済を重視する一方で、Robo-Signer のような事件が発生した。また市場支援の為に政府が徹底介入した結果として、新規ローンの殆どを政府が請け負うシステムとなってしまった。Geithner 財務長官はこの「社会主義化」の是正に動くことは無かった。Inside Mortgage Finance の調査に拠れば、9 月末時点での米政府保証は新規 Mortgage の 92% に上っている。

Obama 大統領もこの問題の重要性を熟知しているが、修正に動けないのは関係者がすべて現状で満足しているからだ、と NY Times 紙は指摘する。貸し手も借り手も、政府バックアップの下での柔軟で低利の 30 年 Mortgage で救われている。これを是正出来るのは、もう選挙の洗礼を受ける必要が無くなった Obama 大統領しかいない、と同紙は述べ、抵抗勢力に対してどれだけ Leadership が発揮できるかが問題だ、と述べている。

政府の介入撤退に関しては、まず Fannie Mae と Freddie Mac の縮小に市場が耐えられるかどうか、が問題になる。住宅業界は「まだ市場は脆弱だ」と反論するだろう。徐々に政府保証の金額を減らしていくのが現実的かもしれない。その穴埋めを銀行や証券化市場が埋められるかどうかは、やってみないと解らない。CFPB が来年初にも導入する Mortgage の新ルールの内容も、貸し手の意欲を左右しそうだ。

そもそも金融機関は未だに巨額の不良住宅債権を抱えている。住宅市況改善とは言いながら、民間力はまだ十分に戻っていない可能性は小さくない。GSE を管理する FHFA がその償却を認めてこなかったという経緯もあり、第二期目の Obama 大統領がそこメスを入れられるかどうかは試金石だ、と同紙は報じている。また新規 Mortgage 保証で 13% のシェアを持つ FHA を縮小させることも課題の一つだろう。大統領の責務は重い。

【厄介なユーロ圏景気後退】

現在の市場が、米議会での協議が長期化しそうな「財政の崖」問題に加えて、中国の不安漂う政権交代や日本の景気後退入り、そして衝突激化の様相を呈してきたイスラエル・ハマス間の中東情勢など、新たな懸念材料に揺さぶられ始めたのは事実だが、ユーロ圏債務問題がもたらす景気後退もやはり無視できない要素である。その低迷ぶりは、バブル崩壊後の日本経済よりも質が悪い、と指摘する声もある。

ユーロ圏は、4-6 月期のマイナス 0.2% 成長に続き 7-9 月期 GDP が前期比マイナス 0.1% となったことで景気後退入りが確認された。2008 年の金融危機後のリセッション以来約 3 年ぶりの景気後退であるが、今回の厳しさは前回のような「唐突なショック」ではなく「出口の見えない低迷」であるだけに、厄介である。スペインはマイナス 0.3%、イタリアはマイナス 0.2% とともにマイナス幅は縮小しているものの、プラス転換への道は厳しい情勢だ。

また支援プログラム脱出を目指すポルトガルはマイナス 0.8%、支援要請が予想されるキプロスはマイナス 0.5% と、それぞれ低迷が続いている。気になるのはマイナス 1.1% と急速に失速した勝ち組のオランダである。オーストリアもマイナス 0.1% へと萎んでいる。ドイツとフランスはともに 0.2% 成長と何とかプラスを維持した。前期にマイナス 1.1% へと落ち込んでいたフィンランドも 0.3% 成長へと復調している。

前期マイナス成長であったフランスの復調は予想以上の健闘であったが、ドイツの腰折れは懸念材料であろう。10-12 月期に同国がマイナス成長に転落すると見る向きも増えつつある。9 月のユーロ圏鉱工業生産も前月比 2.5% 減と約 3 年ぶりの厳しい悪化となった。救いは EU27 か国の GDP 成長率が前期のマイナス 0.2% から 0.1% へとプラスに転じたことだが、これはオリンピック効果で 1.0% 成長となった英国の「一時的効果」に過ぎないと思われる。

連日デモやストが繰り返されるギリシアに加えて、スペインやポルトガルでも今週はゼネストで交通機関がマヒし、学校が休日になり観光地の商店も店仕舞いするなど、混乱が続いている。市場を安定化させたと評価される ECB の「OMT」の効果も薄れ、スペイン 10 年債利回りは再び 6% を窺う展開になっている。ESM などの安全装置もいつその機能が発揮されるのか、全く読めない状況だ。欧州に立ち込める暗雲は、まだ当分消えそうにない。

【東南アジアへの期待とリスク】

領土問題と反日運動の激化から、日本企業が中国から東南アジアへと生産や販売のターゲットを移し始めている。もっともそれは日中間の反目が無くてもいずれば起きた現象であったかもしれない。東南アジア経済の安定性は、数字にも良く示されている。従来は成長率の高さで注目されてきた同地域は、いまその安定性が先進国企業にとっての大きな魅力になりつつある。もっとも、東南アジアに全く死角が無いとは言えない。

1997 年のアジア危機は東南アジア経済を変えた、と言って良い。それまで外資流入に依存し、外国市場への輸出を成長の柱としてきた同地域は、IMF の支援を受けながら、輸出の復興を図るとともに内需依存型への経済への移行を目指してきた。危機前後の成長率は、確かにプラスマイナス 8% といった大幅な変動に見舞われていたが、今では標準偏差で図った東南アジアの成長安定性は先進国を上回っている、と英 Economist 誌は述べる。

GDP に対して個人消費が占める比率が上昇する一方で、輸出依存度は着実に低下している。2008 年から 2011 年までの間に、香港・シンガポール・台湾・韓国を除く新興アジアでは、経常黒字が半減している。それは外需依存構造の変化を意味している。国内経済の安定度には、危機後の外貨準備蓄積により外貨借入れが減少したため、為替防衛の為の無用の利上げを行う必要が無くなった、という点が寄与しているとも言える。

この状況は、1990 年代に先進国が「Great Moderation」と呼んだ時期にどことなく似ている、と同誌は指摘する。金融政策を通じて経済が上手く運営されていた時代が、東南アジアで再現されることになったのだろうか。同地域には、市場万能という幻想もなくまた国家管理意識が強いこともあって、米国などが陥った金融危機を招く可能性は乏しいように見える。インドネシアでは、住宅ローンに関して過剰な借入が起きないように、と規制当局が常に監視している。

だが金融は魔物である。HSBC の統計に拠れば、アジアでの Leverage は急上昇中であり、GDP に占める銀行信用の割合は 1997 年の金融危機の水準を超えて現在 100% 超となって更に上昇する気配を示している。健全な信用拡大は新興経済にとって必要不可欠であるが、問題はある閾値を超えた後の展開だ。経済全般を見れば金利政策は引き締めには向かいにくい。東南アジアが先進国の失態を回避出来るかどうか、まだ楽観視することは出来ないかもしれない。

【ギリシアの現実像】

先週 ECB 理事会後の Draghi 総裁の会見で、ユーロの新札発行計画が明らかになった。来年 5 月以降発行されるその紙幣の透かしに使われるのは、ギリシア神話に登場する女神「エウロペ」である。偽造対策の一環ではあるが、そこにはギリシアの離脱は有り得ないとするユーロ圏の悲痛な想いが込められているような気もする。もっとも現実の同国経済は、「エウロペ」も顔を逸らしかねないような激痛に見舞われている。

今週ギリシアでは、先週の追加緊縮策の可決に続いて 2013 年度の厳しい予算案も何とか過半数を確保して採択された。Samaras 首相は「これで市場のユーロ離脱観測は終焉する」と述べているが、同国民の間ですら、赤字削減は「可決すれども実行出来ず」と冷笑する向きは少なくない。来年もマイナス 4.5% 成長予想で 6 年連続の景気後退は確実である。欧州委員会は 2014 年には 0.6% 成長と予想しているが、その超楽観見通しの根拠は乏しい。資金繰りも自転車操業だ。

市場は、20 日に持ち越しとなった同国債務再編を巡る IMF と EU との協議内容や両者間の溝の深さに懸念を示しているが、もっと注目すべきは国内政治と国民生活である。連立政府が Troika に屈して容認した追加緊縮策は、年金の 5% 削減という厳しい現実を年金受給者に突き付けた。月額にして約 1,000 ユーロの削減はかなりの衝撃だろう、と英 Economist 誌は述べる。公立の大学、病院、裁判所そして中銀なども一斉に厳しい給与削減の対象となっている。

国営企業の給与も一律 35% カットで月額上限は 5,000 ユーロに設定された。年金も給与も従来の支給額が寛容過ぎたのは事実だろうが、生活設計はそれほど劇的に変えられるものではない。Samaras 首相は「これが最後の緊縮だ」と叫んだが、その発言の信用力は高くない。議会採決の際に連立与党の一角が崩れたのも、これでは国民生活が持たない、との危機意識の表れである。そんなギリシアに投資するのは、投機色の強い一部の Distress 系 Hedge Fund くらいである。

Samaras 首相を取り巻く環境は脆弱化する一方だ、と同誌は指摘する。重要なパートナーである PASOK でも、Venizelos 党首が前財務相時代に「Lagarde-List」と呼ばれる富裕層の脱税問題を放置したことが問題視され始めており、内紛が浮上しつつある、という。同党分裂となれば、現連立政権は空中崩壊する可能性が高い。市場がギリシア問題は当面一服と見ているとすれば、それは大きな誤りであるように思われる。

【党大会開催中の中国経済指標】

中国は 10 年に一度の政権交代期を迎えた。胡錦濤氏から習近平氏へと主席が禪譲され、党大会開催中まで内部権力争いが続くという異例の事態の中で、常務委員人事が公表される。その生々しい「政治ライブ」の下で、予想を上回る経済指標が次々と発表されている。市場はこれを中国経済が底打ちした証拠と判断しているが、党大会前の駆け込み銀行融資が数字を押し上げた可能性も否定は出来ない。もっとも 10 月の新規貸出額は予想を下回る金額であり、整合性が採れないという違和感も否めない。

先週末に発表された統計は、すべて市場の不安感を和らげるものであった。まず 10 月の CPI は前年同月比 1.7% 上昇と前月の 1.9% から上昇幅が低下し、2010 年 1 月以来 3 年ぶりの低水準となった。PPI もまた 2.8% 上昇と前月の 3.6% から大幅に低下しており、CPI の上昇抑制要因になっている。現時点での利下げ観測は乏しいものの、緩和基調を支える数字として、市場はこれらの物価統計を好感している。

そして 10 月の鉱工業生産は前年同月比 9.6% 増加、小売売上高は同 14.5% 増、1-10 月の固定資産投資は前年同期比 20.7% 増、同じく 1-10 月の不動産投資は同 15.4% 増と、市場予想を上回る数値のオンパレードとなった。すべての統計で前月比の増加率がプラスとなっている。また 10 月の電力生産量も前年同月比 6.4% 増と 9 月の 1.5% 増から急伸びして伸び率は 7 か月ぶりの高水準、貿易黒字も 320 億ドルと 4 年ぶりの高水準となった。景気不安感などどこにも見られない。

日本メーカーが苦戦している自動車販売に関しても、10 月は前年同月比 5.3% 増と 9 月の 1.8% 減から一転して増加している。日本車販売減の恩恵を受けたのは、14% 増の GM や 37% 増と躍進した現代自動車など米韓勢である、と Reuters は報じている。だが日本車敬遠で本当に全体の販売増が確保で来ているかどうかは疑問無しとしない。党大会に合わせた都合よい数字との印象は残る。李克強氏が示唆した中国経済統計の「正しい見方」を思い出すべきかもしれない。

市場ではこうした数字をもとに、第 3 四半期に 7.4% 成長まで減速した中国経済は第 4 四半期には 7.7% 程度まで加速する、との見方が浮上している。それは、中国国家統計局が「2012 年通期は 7.5% 成長を達成する」としている見通しそのものである。過去 10 年間の総決算として、経済成長の実績を第一に掲げる現支配層にとって最終年に目標を下回することは許されない事態であることを考えれば、公表統計も計画経済の一部との疑念が湧くのは致し方ないことであろう。

D. 論壇誌等より注目トピックス

【金融は 6 年連続の人員削減へ】

2008 年の危機を契機として始まった世界の金融機関における人員削減傾向は、今年あたり漸く反転するかと思われたものの、結局は縮小継続で越年することになりそうだ。これで 5 年連続の業界縮小である。特に厳しいのが、資産圧縮とともに人員削減でも調整ペースが遅れた欧州系金融である。先般、UBS が 3 年間で 10,000 人の削減計画を発表したのに続いて、他行もあらためて人員計画の見直しを強いられている。

ドイツとともに堅調な経済成長を維持してきたオランダも、ユーロ危機の波を回避しきれないでいる。ABN AMRO や Robobank に続き、ING も先週、予想を大場に下回る決算と同時に向こう 2 年間で 2,350 人の人員削減を行う計画を発表した。保険部門で 1,350 人、商業銀行で 1,000 人との内訳が示されている。全体の約 2.5% に相当する削減であるが、Reuters は更に削減が積み増しされる可能性を示唆する内部情報がある、と報じている。

また南アフリカ最大銀行である元英国系の Standard Bank も、Private Equity や資本市場業務などを行う London 拠点の 900 名の陣容を 15% 削減する、と発表した。これは国際業務が縮小していることを反映したものであり、事業をアフリカに集中させるという経営判断のようだ、と FT 紙は述べている。同行は中国の ICBC が大株主になったにもかかわらず、香港やシンガポール、中国本土の拠点でも人員削減を行っている。

日本の野村証券やスイスの Credit Suisse は既に欧州の投資銀行部門で各々 1,000 人程度の人員削減を発表している。7 月に 2,000 人規模の削減を公表した Deutsche Bank は、既に日本を含むアジアの株式業務で縮小を開始しているが、欧州においても新たな削減計画が囁かれているようだ。Commerzbank も縮小検討と報じられている。第 3 四半期決算が冴えなかったイタリアやフランスの大手銀行の経営も、今年の経費削減が十分だったとは考えていないかもしれない。

この 5 年間の金融機関の世界的な収縮は、未曾有とは言えないまでも、過去に例の少ない厳しい環境である。一足先に縮小を終えた米銀でも預貸率は日本並みに低下しており、貸出部門で人員増強するほどの余裕は無い。資本市場は回復基調にあるものの、収益性は大幅に低下しており、報酬水準が更に低下しなければ、人員増へと舵を切るのは難しいだろう。実体経済の低迷も続く中、2013 年にこの逆風が止まるとの確信もまだ持てそうにない。

【「社債バブル」の継続性】

低金利の継続は、企業の資金調達を楽にする一方で投資家の運用を難しくする。従来、後者を手助けしてきたのが Derivatives などを駆使した仕組み手段であった。それには成功例もあるが、日経平均リンク債や天国地獄債など派手な失敗例も少なくない。Sub-Prime Loan の CDO などこの範疇に入れて良い。その教訓として、現在では純粋に金利を取る社債が選好されているが、そんな単純な商品にもリスクが無いとは言えない。

いまの資本市場は「社債バブル」とでも言えそうな気配を感じる債券時代である。EPFR の推計に拠れば、本年の債券ファンドへの資金流入額は遂に 4,000 億ドルを突破した、という。2008 年からの累計では、約 1.1 兆ドルの資金が債券市場に流れ込んでいる。個人投資家のマネーが注がれているのは、主に社債市場である。その一方で、株式ファンドからは 4,670 億ドルが流出し、MMF からは 7,930 億ドルが消えている。

FRB は QE3 の一つの目的として、民間市場の資産構成を国債からリスク資産、特に株式などの商品へのウェイトを高める Portfolio Rebalance に置いているが、実際に資金が流入しているのは企業が発行する債券市場である。Dealogic に拠れば、グローバル・ベースでの本年の社債発行額は 10 月末で 3.3 兆ドルに達しており、2009 年通期の最高記録を塗り替えるのはほぼ確実な情勢だ。個人だけでなく保険会社などもその消化を助けている、と英 Economist 誌は指摘する。

周知の通り、社債投資にはデフォルトと金利上昇の 2 つの主要なリスクがある。前者に関して、S&P のデフォルト・データを見れば、去年の 35 件に対し今年には 64 件と増えてはいるが、ジャンク債のデフォルト率は 3%前後であり、長期平均の 4.5%よりもまだ低水準である。後者に関しても、マクロな経済状況を見れば主要通貨金利の反転時期が近いとは思えない。FRB の示す緩和終了の 2015 年頃に、米国が再び景気後退期を迎える可能性も否定出来ない。

2 つのうち、どちらかと言えばデフォルト・リスクの方が高いだろう、と同誌は述べている。特にジャンク債に関しては、来年そのデフォルト率が急上昇することは十分想定される。問題は、それが引き金になって優良格付けにまで社債売りが殺到するシナリオである。金利狙いで企業内容も吟味せず格付けを頼りに購入額を積み上げている投資家も少なくないと思われる。証券化バブル崩壊の再来が社債市場に起きないという保証はない。

【金融緩和下の「ゾンビフィクション」】

Obama 大統領の続投が決まり、米政府は雇用という最重要課題の克服に向けて新たな経済チームを編成することになる。FRB の Bernanke 議長が仮にその座を去る日が来たとしても、Yellen 副議長ら主流派が現行の超緩和策継続方針を維持するだろう。だが資本コストの継続的な低水準が経済にダメージを与えているという指摘もある。それが観察される典型的な実例は、同議長が丹念に研究して来た筈の日本経済である。

日本のバブル崩壊後の失策が、銀行不良債権処理のスピードが遅かったことであることは、今では世界が認める事実である。同時に、行政が全金融機関を支援する体制を採ったことで、不要な企業への融資継続をも許容してしまったことも周知の通りだ。Zombi Bank が Zombi Company を活かし続けるという非効率性は、優良企業の競争力まで殺いでしまった。日本産業の沈没の原因は、為替やデフレだけの問題ではあるまい。

量的緩和のような非伝統的金融政策の拡大は、資本コスト低下を長期化させることで、1990 年代の日本のように確実に産業構造にダメージを与えていく、と FT 紙は指摘する。巷間、FRB の QE3 はインフレ懸念との側面で批判されることが多いが、資本市場の毀損と並んで、Zombi Company の存続を通じての悪影響も見逃せない欠点だ。資金の非効率な利用により、雇用拡大というゴールが遠のいてしまうリスクもある。

実際に日本の低資本コストは産業構造転換を妨げてきたが、現時点においても依然として産業転換に苦しんでいる、と同紙は述べる。電機業界の苦戦はその象徴かもしれない。ウォン安で韓国勢に敗れたという見方も出来なくはないが、1970-80 年代に成功した産業構造を 40 年後も維持しようという考え方にも問題はある。その「時代遅れ」を支えたのが、低資金コストで融資を続けた銀行であった、と言えなくもない。

円安とインフレに拘ることが予想される日本の次期政権下では、その局面から脱却することは難しそうだ。同紙は中国が全く日本と同じ軌跡を辿りつつある、として強い警戒感を放っているが、その状況は、FRB や ECB の政策を通じて低資本コストを構造化している欧米経済も同じことであろう。ユーロ圏では、疲弊した企業や銀行だけでなく破綻に近い国家に対してもそうした非効率な支援が行われようとしている。Zombification は、いまや世界的な傾向である。

【独連銀総裁のブレーキ機能】

ECB の OMT は、発表後 2 か月経過しても発動はされないままである。スペインは態度を保留したまま、2012 年の予定資金調達を終えており、ECB の買い入れ条件である EU への支援要請を行う可能性は低下している。IMF は同国に対して救済メカニズムの活用を迫っているが、Rajoy 首相には要請への動機が薄れている。この微妙な均衡を作り上げたのは、Weidmann 独連銀総裁のブレーキ機能なのかもしれない。

先週の定例理事会後、スペイン救済に関するメディアからの相次ぐ質問に対し、Draghi 総裁は一貫してボールは先方にあると応え、ECB が積極的に同国へ働きかける意図のない姿勢を強調した。域内経済見通しの悪化にもかかわらず政策金利も現行の 0.75% にも据え置いたことから、FT 紙は、同総裁が「Whatever-it-takes」から「Do-Nothing」に変貌してしまった、と揶揄している。

8 月時点では、Draghi 総裁はもっと積極的な行動を想定していた筈である。長期債を含め、自動的介入水準なども検討されていた。だがその「何でもやる」精神を押し留めたのが独連銀の Weidmann 総裁であったことは周知の事実だ。結果的に ECB の OMT は、1-3 年債に制限され、介入水準も設定されず、そして最も重要なことは、EU 支援要請の下で初移動するという条件が大前提として設けられたのである。

「Draghi VS. Weidmann」の闘いは、一般的に前者の勝利・後者の敗戦として認識されているが、白黒はそれほど明瞭ではない、と Bloomberg は述べている。確かに OMT 導入の際に反対したのは独連銀総裁一人であったが、ドイツに近い国々の理事が賛成票を投じたのは、Weidmann 総裁の抵抗によって OMT が大幅に骨抜きにされたからだ、と見る向きも少なくない。ブレーキ機能の装着により、OMT は賛成多数を得られたとの解釈だ。

そして今、そのブレーキが効きすぎるほど効いている。市場は OMT 発表によって安心感を抱き、スペインは目先の市場調達を終え、ECB は何もしてなくて済んでいる。重要なのは、その間にスペインなどが構造改革を進めることだ。だが Rajoy 首相は、そのブレーキ機能をむしろ国債購入を阻止する悪者扱いしてきたかのように見える。国債利回りの再上昇は、その考えが間違いであることに警鐘を鳴らし始めているのではないか。

E. ファイナンシャル・カレイドスコープ

- ★ JP Morgan が CDS 絡みの投資で巨額損失を計上し停止していた自社株買いを 2013 年に再開する。FRB が最大 30 億ドルの自社株買いを承認した。市場では、他金融機関も自社株買いや増配で追随するとの見方が増えている。
- ★ スイス中銀は自国通貨売りの為替介入の結果、世界第 5 位の外貨準備保有国になっているが、ユーロの割合が 60%に達したため、その一部を豪ドルやスウェーデン・クローネなどに分散し始めていると見られている。
- ★ 中国国営 CNOOC は、南シナ海の原油・ガスの埋蔵量が従前の予想よりも多いことが確認された、と述べている。これがベトナムやフィリピンとの領土論争を激化することは確実と見られ、東シナ海での日本との対立と併せて「海洋国家戦略」が更に過激化することも予想される。
- ★ 中国証券監督管理委員会は、外人投資家による同国内の資本市場への投資枠を拡大する姿勢を明らかにした。海外市場からの資金流入枠を 2,000 億ドル引き上げる他、適格機関投資家への投資割当額も 4 月に増枠された 800 億ドルが一杯となれば更に増枠する方針だ。
- ★ KKR が個人向けのファンドを Charles Schwab の Network を通じて販売するという。High Yield Fund は最低 2,500 ドルから、Distressed Fund は 25,000 ドルから投資可能となる。PE Fund も、投資案件の小型化や機関投資家の投資減少で戦略を変更し始めたようだ。
- ★ 中国の 10 月人民元建て新規融資額は予想を下回る 5052 億元となった。資金供給源が社債や信託などに信用がシフトしている、との見方もある。また周人民銀行総裁は今回の党大会で中央委員に選出されなかった為、退任することが確実視されている。
- ★ 米国の独立系投資銀行で資金繰り難に直面していた Jefferies が、市場時価比 24%プレミアムの 36 億ドルでコングロマリットの Leucadia National に買収されることとなった。本件は、独立系のまま投資銀行業務を継続することの難しさを示したものの、として注目されている。
- ★ イタリア検察は、同国格下げ発表にあたり EU のルールに抵触する不正行為があったとして、S&P の職員 5 名と FITCH の職員 2 名に対する公判を開始するよう起訴請求を行った。裁判所判事の判断は数か月後に公表される予定だ。
- ★ 今週の EU 財務相会合で協議された銀行同盟に関し、早期設立を目指すフランスと、制度欠陥を指摘する独欧瑞などの抵抗勢力との食い違いが更に鮮明になりつつあり、同盟案の空中分解を危惧する声も聞こえ始めている。
- ★ スペインでは厳しい Mortgage 条件の法的制約から銀行による住宅差し押さえが急増、その結果として自殺する借入人も増えており、国内法の修正によってローン返済の猶予などを求める声が上がっているが、それを許容すると不良債権比率が急上昇すると見る向きもある。
- ★ 米国 10 月の小売売上高は前月比 0.3%減と 4 か月ぶりの減少となった。これまで快調であった自動車・同部品が 1.5%減となったことが懸念されるが、9 月の数字は上方修正されており、Hurricane Sandy の影響も読み取りにくい為、消費動向に著変は無いと見る向きが多い。

ディスクレマー（ご購入に際してのお断り）

掲載される情報はリサーチアンドプライシング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 テックは保証を行なっており、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。

本文およびデータ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・加工することは強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・譲渡することは強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@rpotech.co.jp) または電話 (03-3265-3865) にてお願いいたします。

### **Monetary Affairs 世界潮流アップデート**

Monetary Affairs 世界潮流アップデート 毎週金曜日発行

編集 Monetary Affairs

編集人 倉都 康行

発行 RP テック株式会社

〒102-0083 東京都千代田区麹町 4-3

紅谷ビル 6 階

電話番号：03-3265-3865

E-mail：mafs@rpotech.co.jp