

2008.11.18

「アセットマネジメントの理論と実務」

【京都大学 日本証券投資顧問業協会・投資信託協会 寄付講座】 第11回

---

# 「投資資産の種類と グローバル・マーケットの動向」



DIAMアセットマネジメント株式会社

チーフエコノミスト

小出晃三

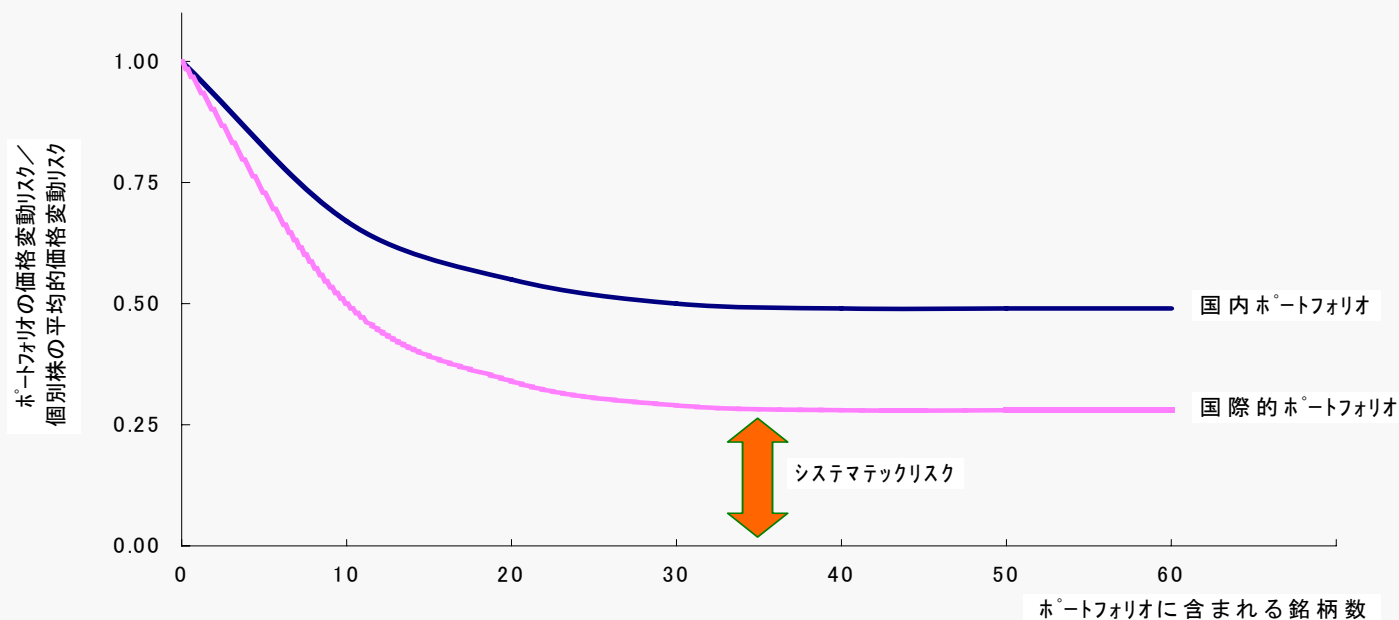
# 基本資産：内外5資産→多様化の動き

- **国内株式、外国株式、国内債券、外国債券、短期円資金**
  - 対象：信用力、流動性、投資スタイル等により、細分化可能（→顧客の方針次第）
  - 一般的なインデックスに含まれる投資対象国：20カ国超
  - 5資産分類：規制時代の残滓引きずる面
  - 為替を独立した資産クラスとして分別管理する動き（為替オーバーレイ）
- **「オルタナティブ投資」：対象、手法に多様化の動き**
  - デフレ下でのリターン低迷、金融技術の進歩が背景に
  - 投資対象：実物資産（不動産、商品）へ拡大←証券化
  - 投資手法：売ることによるリターン追求、デリバティブズ（先物、オプション、スワップ）の利用。（←ヘッジファンド運用の拡大）

# 国際的投資→分散効果の向上

- **国内投資に比べ、システマティックリスク(分散不能リスク)が低下**
  - ∵①PPP(購買力平価)は長期的にしか成立せず、②税制・取引コスト・資本規制などにより市場分断(→分散効果向上)
  - 但し、分散効果は常に安定しているとは限らず。Global Contagion

【 国際的分散投資：分散効果の概念図 】



# 国際分散投資へのアプローチ

- **先決問題：国別配分か対象資産配分（株式／債券）か**
  - 98年前後から、株式／債券配分を先に決める方が効率的だとの分析
    - 推定される背景：①為替変動リスク低下（←過剰流動性・経常赤字RP低下）、②米国中心の景気変動、③グローバル運用の拡大
    - 将来的に、環境が変化する可能性はあるかも知れない
- **株式／債券配分から入る難しさ・・・何を基点とするか？**
  - 世界景気全体が良くなるか悪くなるか⇔株か債券か
  - 世界景気全体を示唆する良質な先行指標を採ることは困難
    - 敢えて挙げれば、例えばOECD景気先行指標等だが

# 市場動向を予測するためのマクロ経済分析

## ■ そもそも株価、金利(長短金利差)が景気の先行指標

- 株価か債券かを、株価と債券利回りに聞く？必要な先読み
- 例：我が国の景気動向指数＜先行系列＞(内閣府)
  - ①最終需要財在庫率指数(逆サイクル)、②鉱工業生産財在庫率指数(逆サイクル)、③新規求人数(除学卒)、④実質機械受注(船舶・電力を除く民需)、⑤新設住宅着工床面積、⑥耐久消費財出荷指数(前年同月比)、⑦消費者態度指数、⑧日経商品指数(42種総合)(前年同月比)、⑨投資環境指数(製造業)、⑩中小企業売上見通しD.I.、⑪長短金利差、⑫東証株価指数(前年同月比)

## ■ 景気循環:さまざまな周期

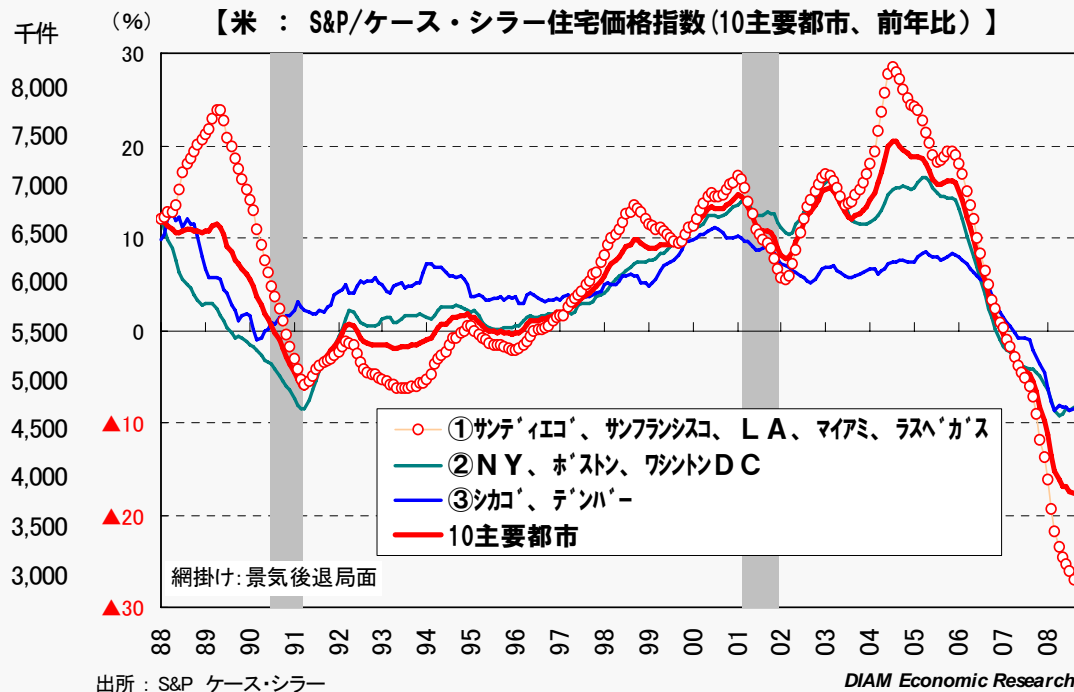
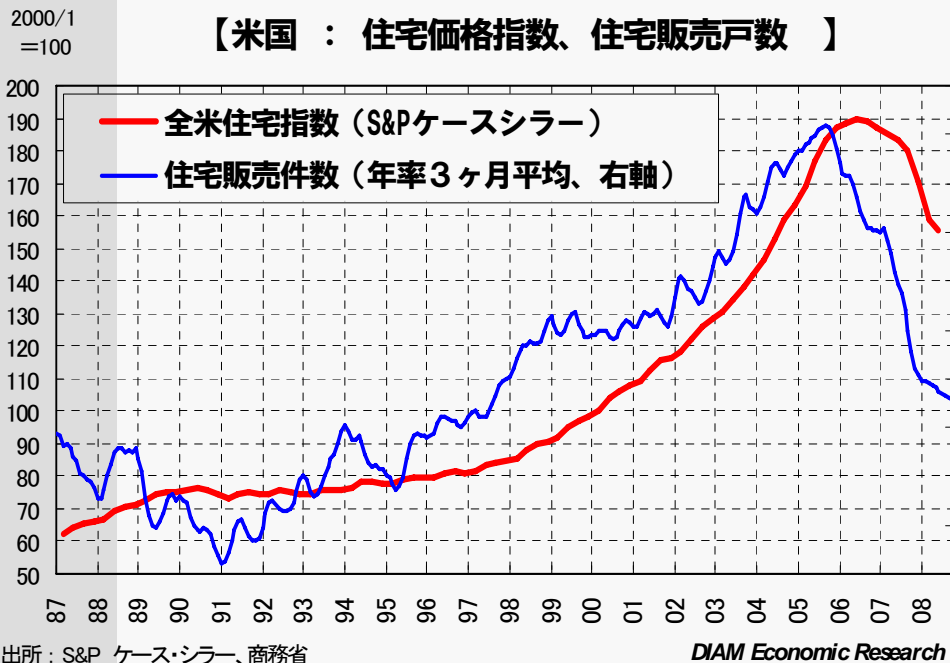
- 在庫循環(約40か月)、設備投資循環(約10年)、建設投資循環(約20年)、技術革新循環(約50年)



# 住宅バブルは崩壊。元を込れば、911

## ■ 減税+急激な金融緩和+サブプライムローン増加が後押し

- 911テロ後の財政金融政策。融資姿勢の弛緩、証券化商品進化
- 住宅価格は、後どのくらい下落するのか？

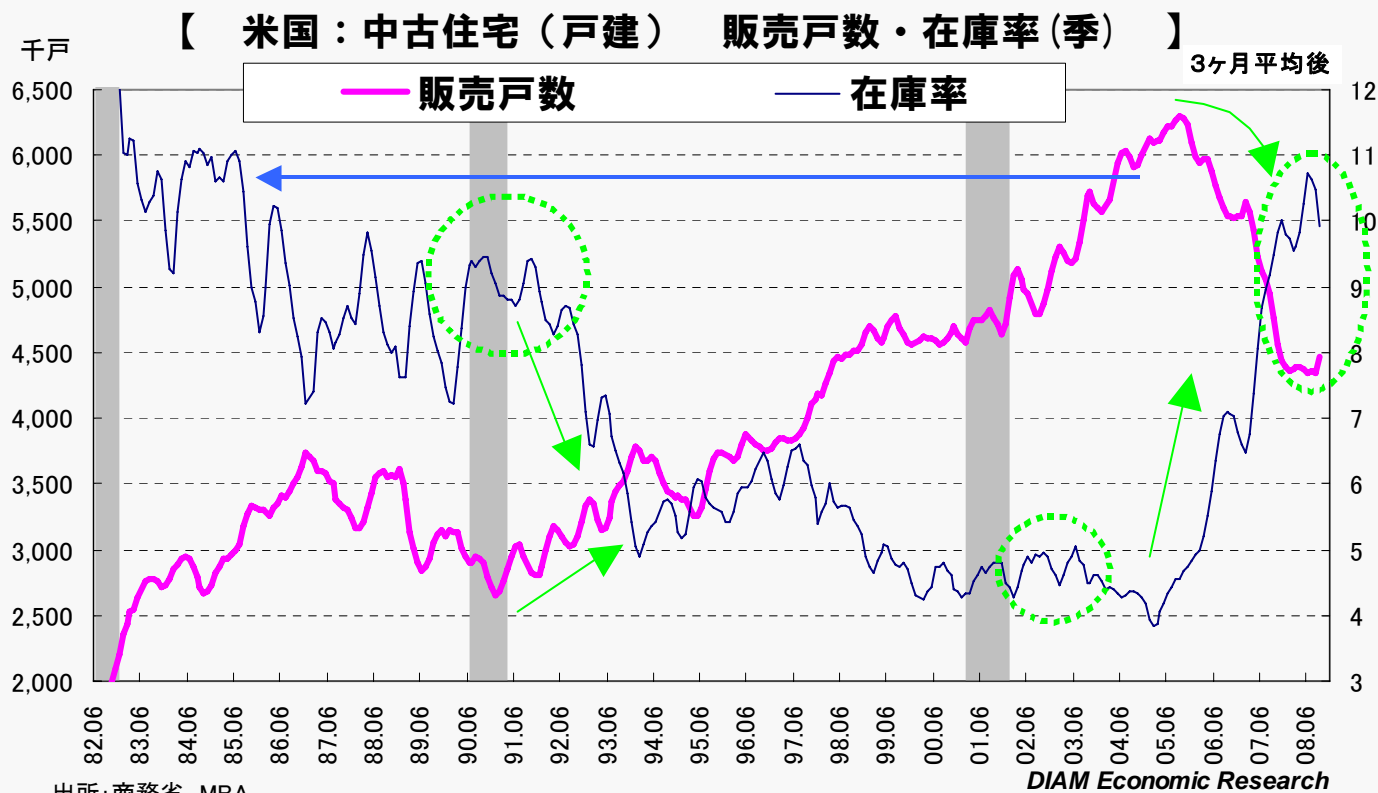




# 住宅販売は、底入れを窺う

## ■ 中古住宅販売は7-9月期に増加。在庫率も低下

- 価格の低下、政府金融機関への挺入れなどの財政政策





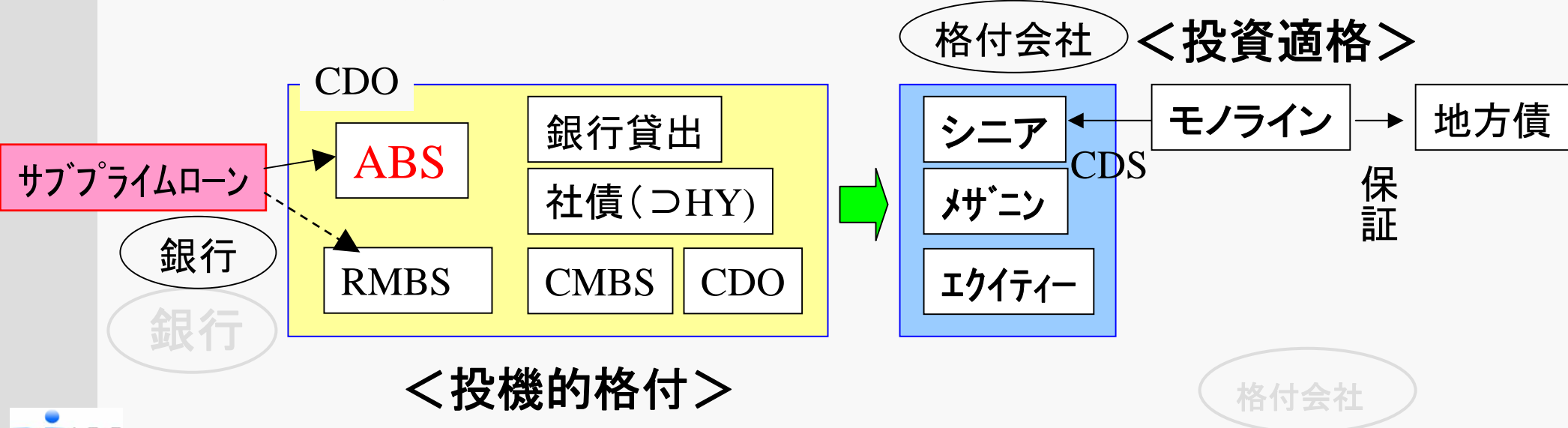
# サブプライム問題→CDO、CDS市場に影響

## ■ CDO:サブプライムローン証券の重要な買い手

- CDOコンテュット(≡SIV)の構造的問題点。欧米当局の手抜き
- 見えにくい抜本的解決

## ■ CDS:信用保証と同様の機能

- 爆発的膨張。リスクの所在が不透明。清算機関設立に動く当局



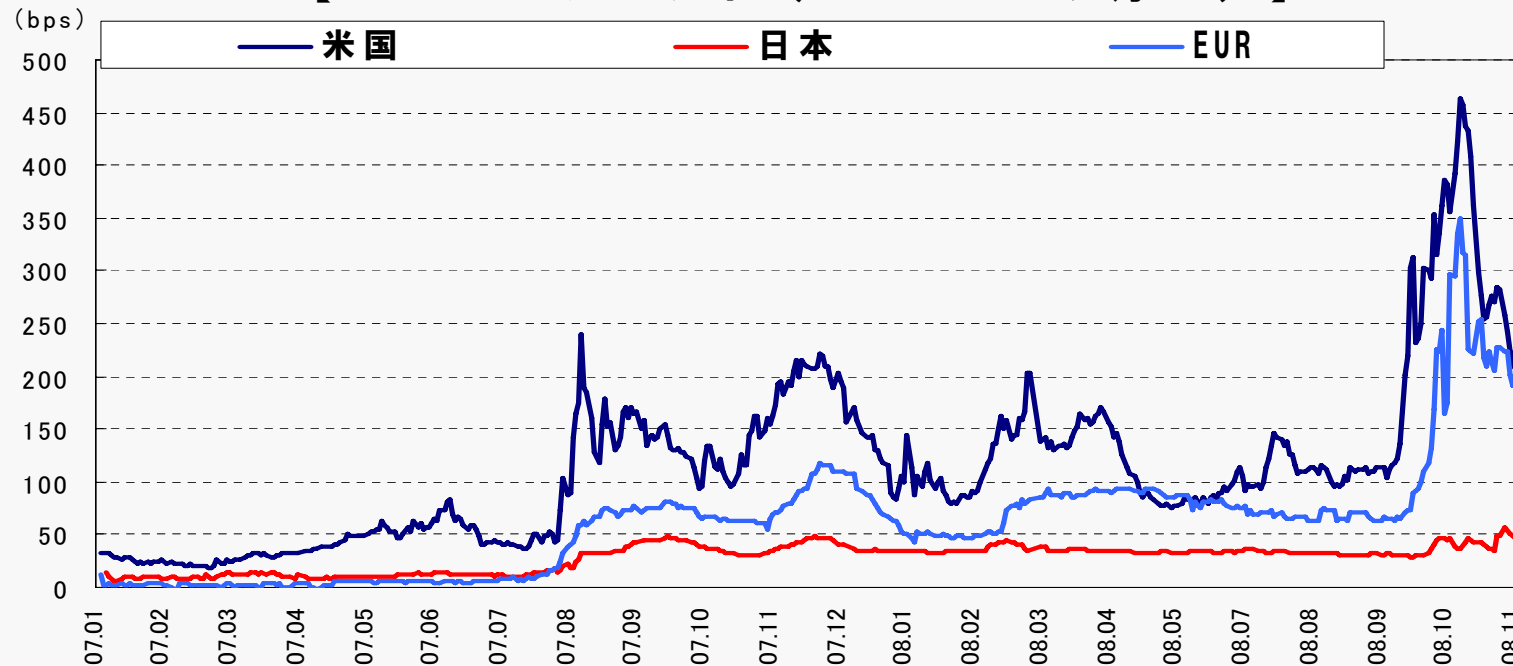


# 銀行間市場の緊張感解けず

### ■ TEDスプレッド:縮小したが、依然として、高水準続く

- 「無リスク」資産である国債の利回りと、銀行間取引レート乖離
- 日本:水面下で緊張感高まる

【TEDスプレッド (LIBOR - 3ヶ月TB)】



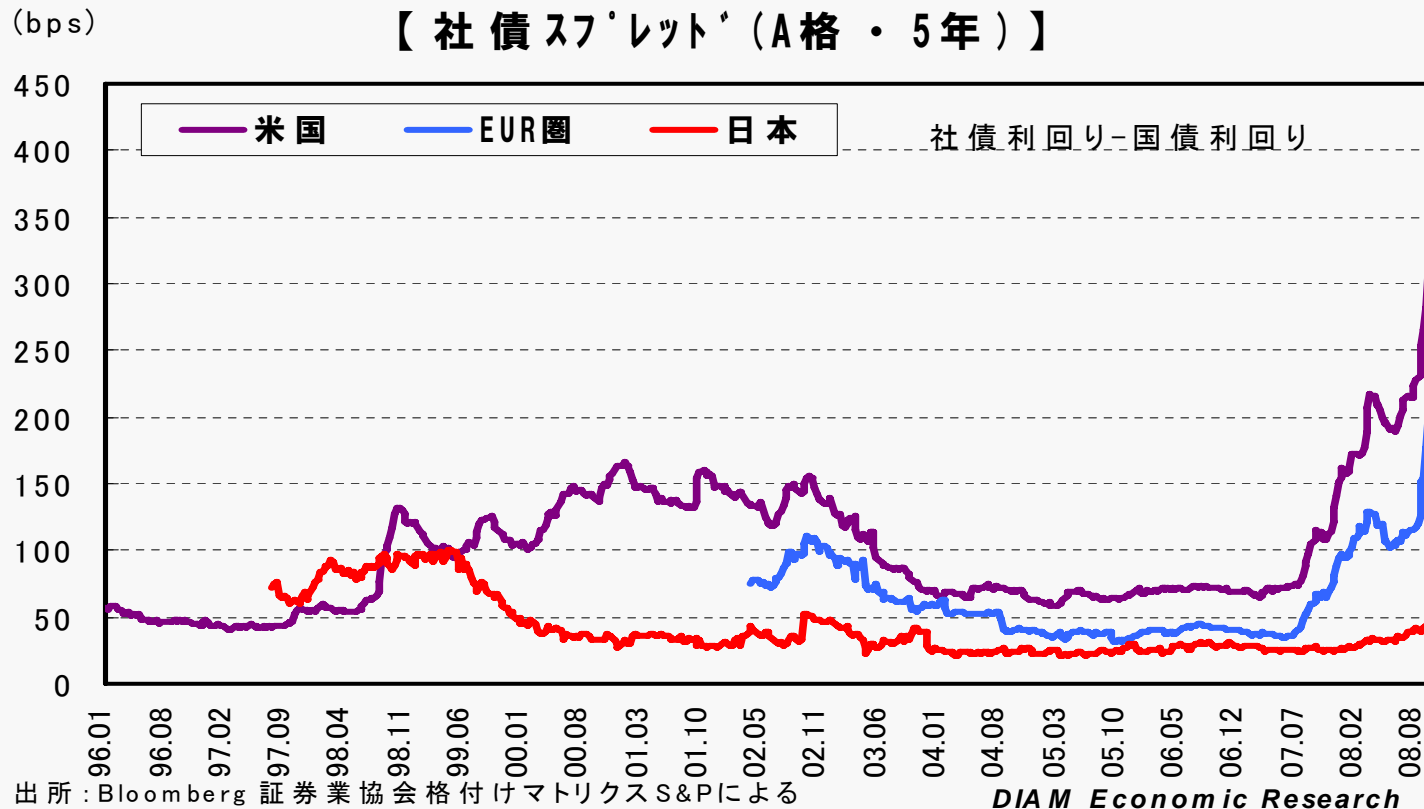
出所: Bloomberg

DIAM Economic Research

# 債券(社債): 総じて利回りは高まる方向

## ■ 米国の急激な金融緩和にも関わらず、上昇傾向

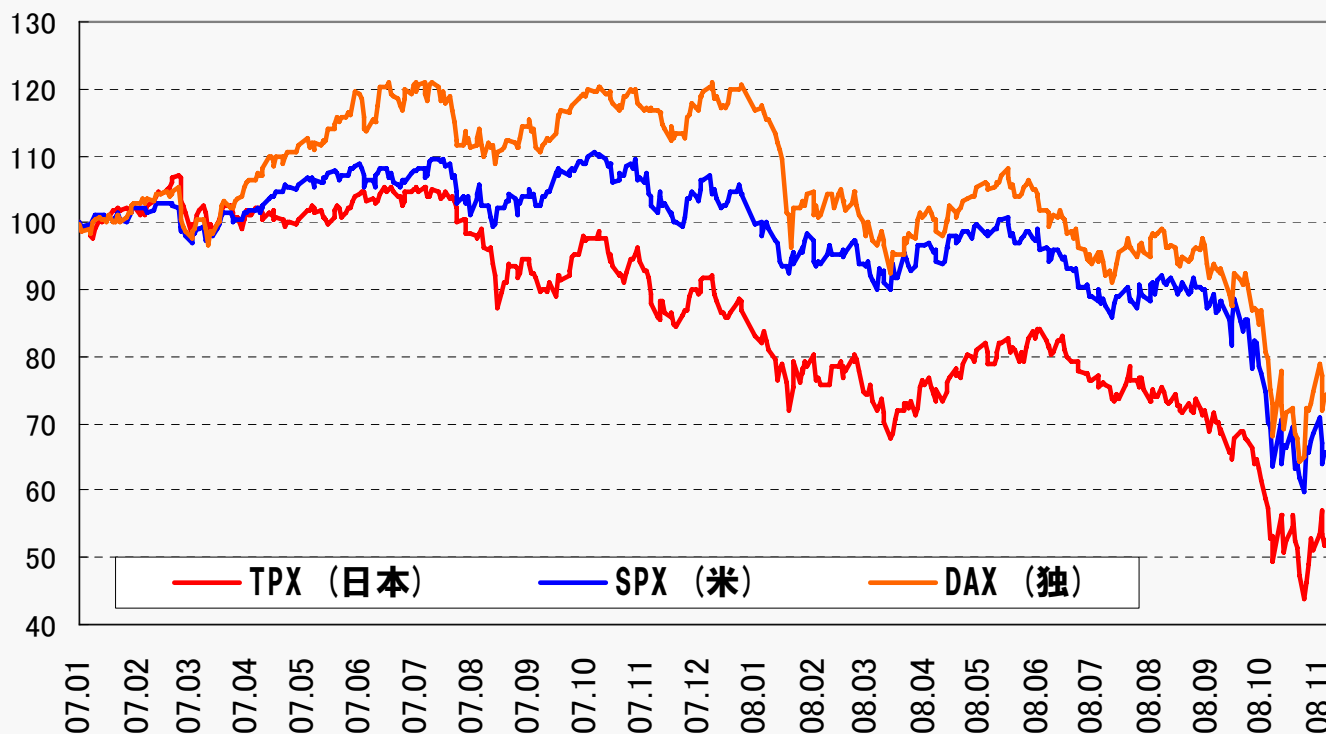
- 信用リスク+流動性リスク、日本と欧米に際立った差異
- 国債利回りと社債利回りの差は、総じて拡大傾向



# 株式：世界的に、過去最大級の急落

## ■ 米国金融機関の破綻を契機として、下げ足加速

- 何故、サブプライムショックの影響が小さい日本の下げがきつかったのか？ (2007/1/1=100) 【日・米・独： 株価指数】



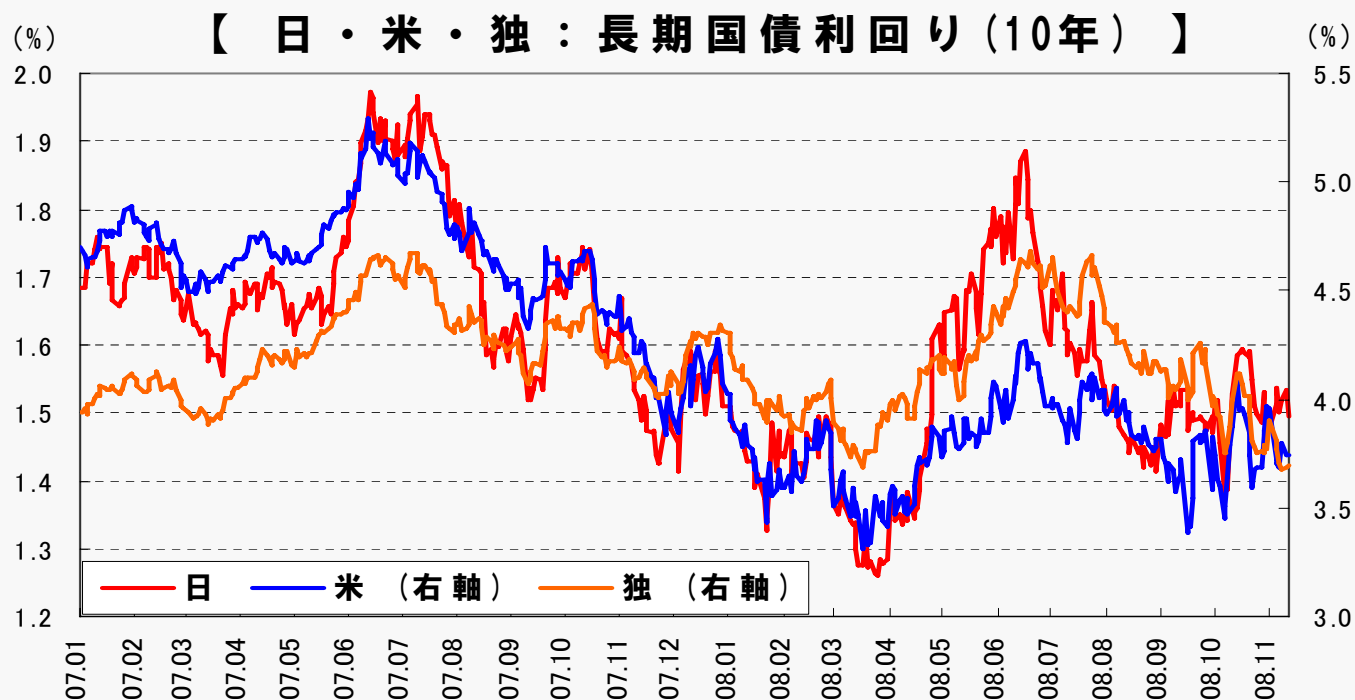
出所: Bloomberg

DIAM Economic Research

## 債券(国債):「質への逃避」か増発懸念か

### ■ 市場混乱に伴うリスク回避と、増発懸念が闘ぎ合う状況

- 国債＝「無」リスク資産
- 増発懸念、インフレ懸念



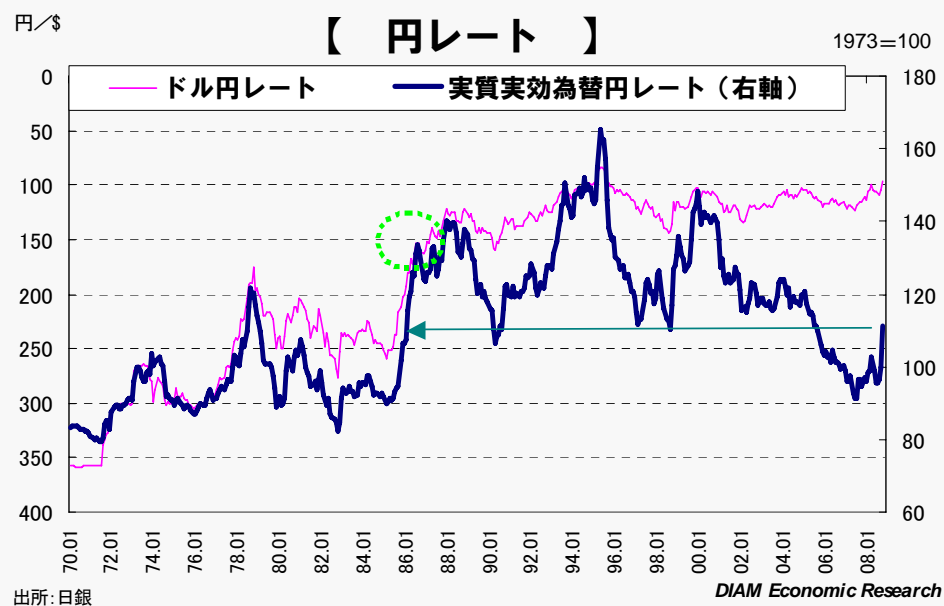
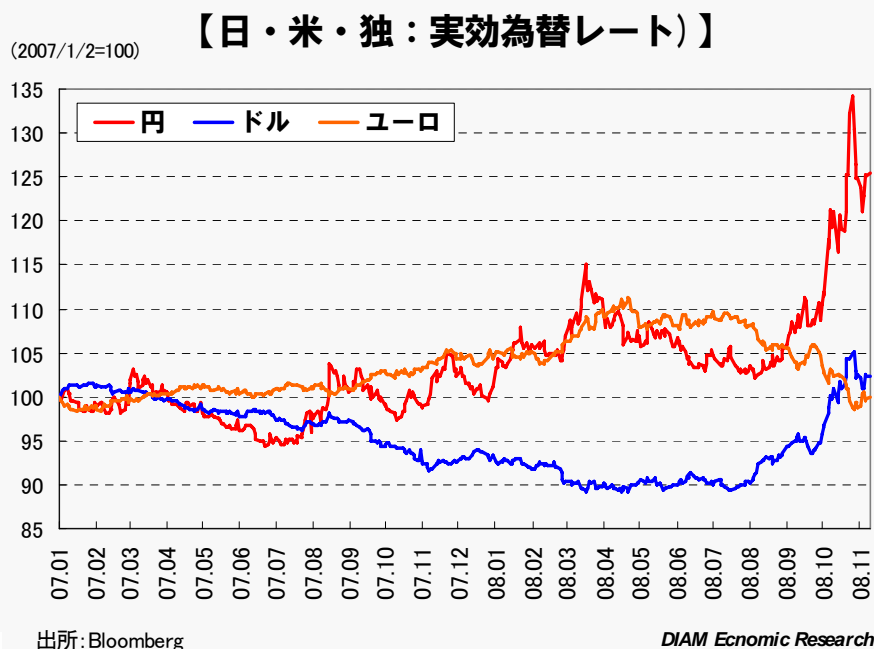
出所: Bloomberg

DIAM Economic Research

# 為替：円高が進む。ドルも堅調（だが・・・）

### ■ 投資の巻き戻しで為替の変動率が高まる

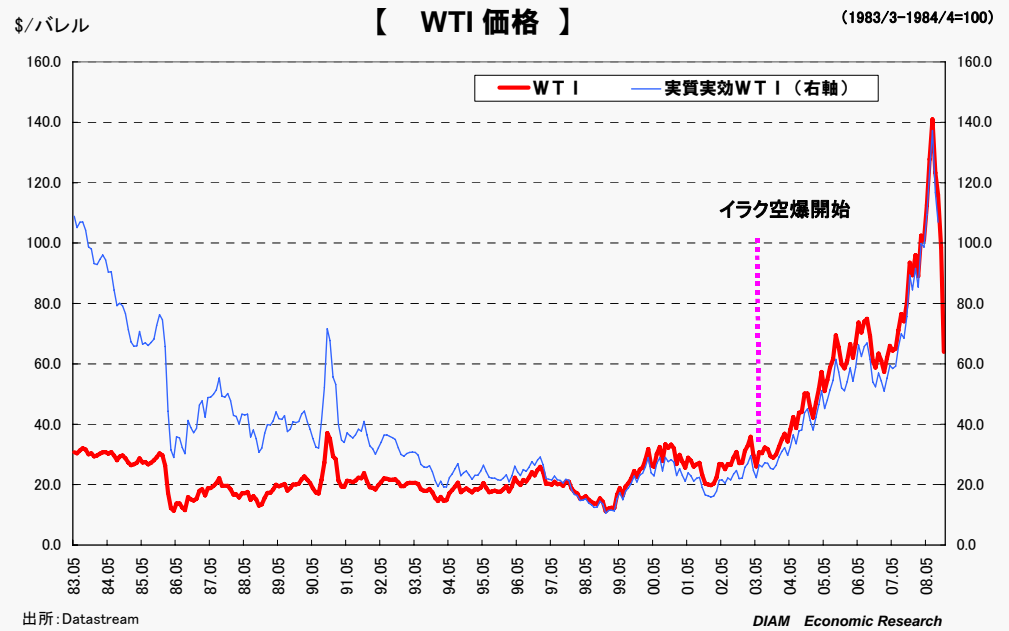
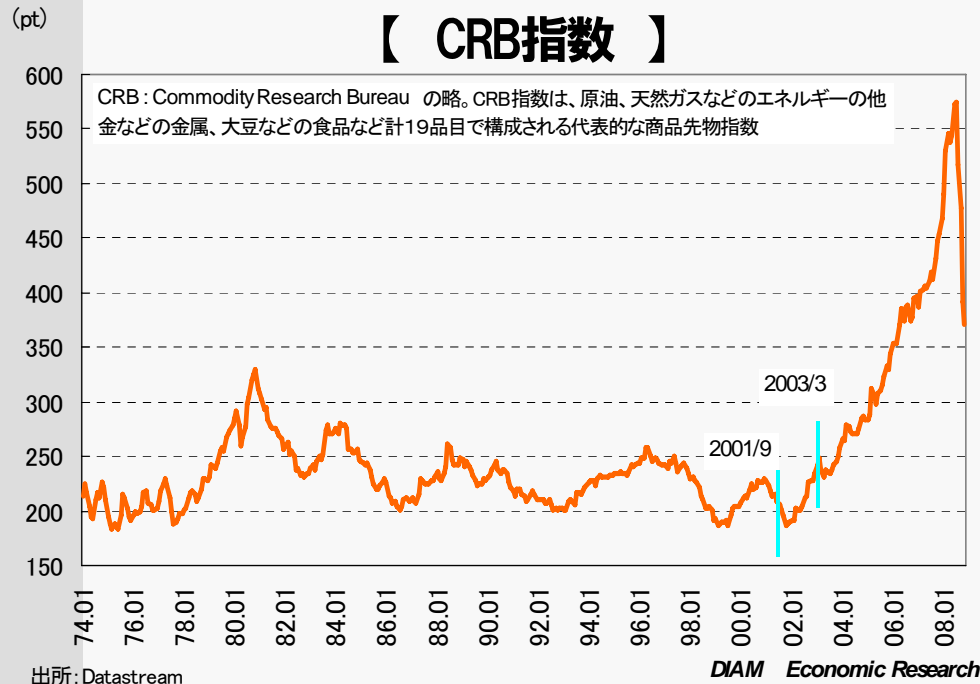
- 円に対してはドル安だが、他の通貨に対してはドルは堅調
- 「実質」実効為替レートで見れば、違った印象
- 為替相場を動かす力学：経常収支か金利差か。キャリーの実態



# 商品：景気後退懸念と共に、急落

### ■ 新興国を含めた世界経済の急速な減速を織込む

- 投機資金の引上げで、価格下落に拍車
- 但し、元には戻らない←世界経済の構造変化

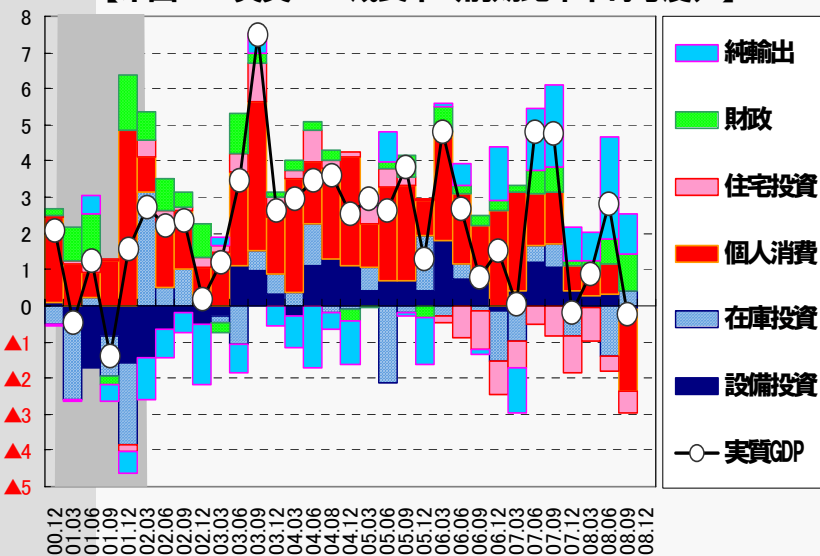




# 厳しい景気後退期に入ったと見られる

- 7-9月期は3四半期振りに▲成長。今後、▲が深まる見込み
  - 住宅投資の減少が続く一方、減税にも拘らず個人消費が急減
  - 頼みの綱は輸出だが、輸出新規受注は10月以降、下振れ

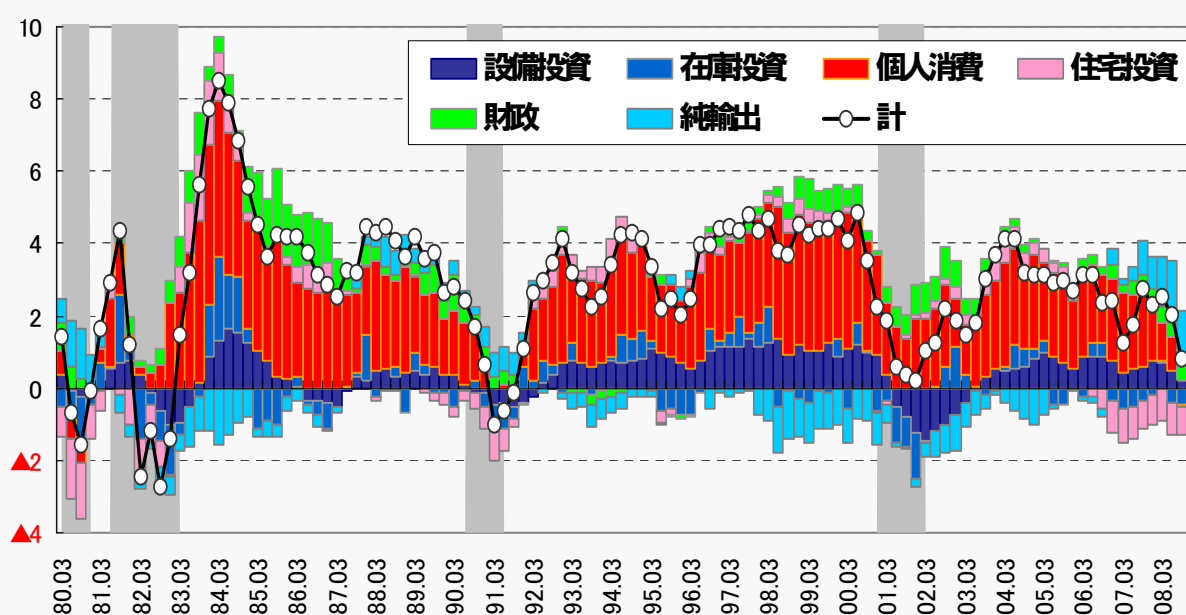
【米国：実質GDP成長率（前期比年率寄与度）】



出所：商務省

DIAM Economic Research

【米国：実質GDP成長率（前年比寄与度）】



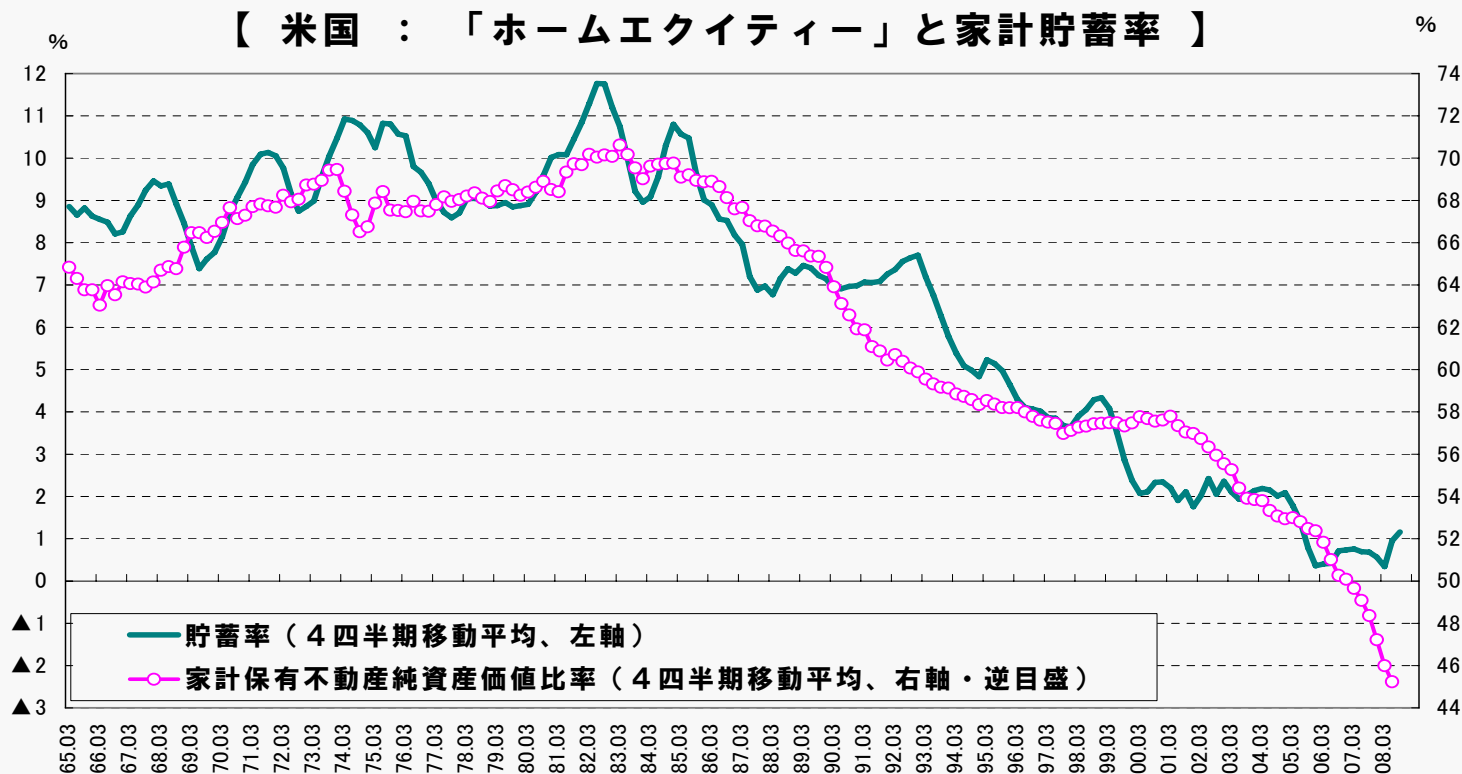
出所：商務省

DIAM Economic Research



# 住宅価格下落による、逆資産効果が懸念される

- **住宅投資ローン増加→消費：共鳴的拡大。住宅価格急落→？**
  - 春～初夏にかけて実施された減税の効果は、極めて小さかった



出所: FED、BEA

© DIAM Economic Research



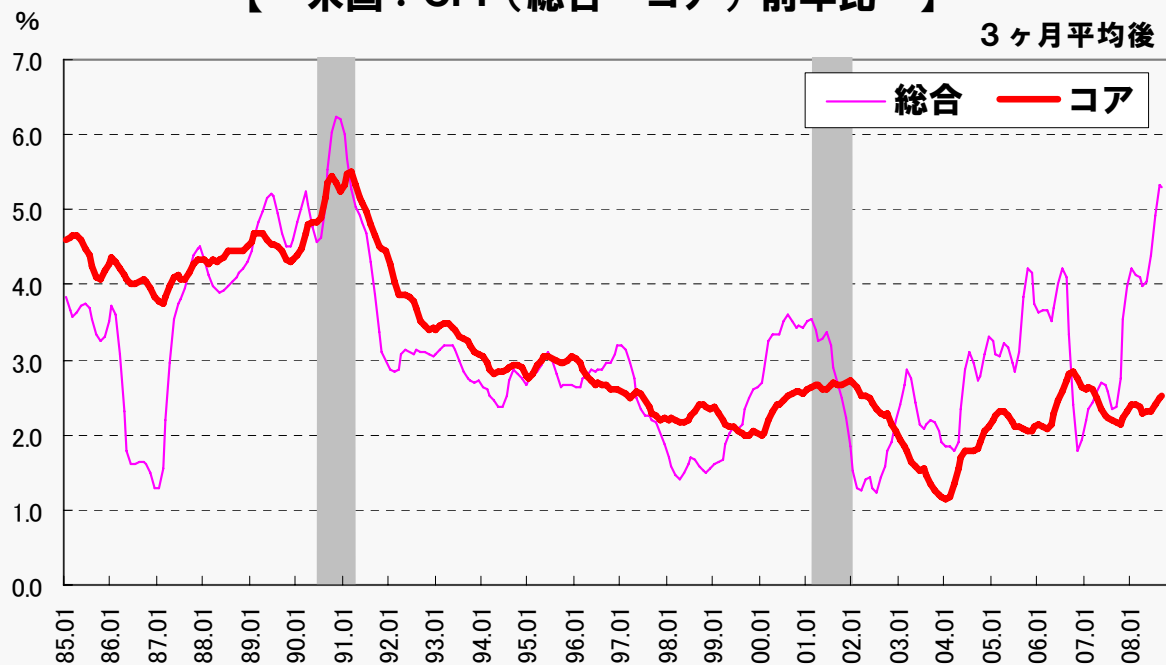


# インフレ懸念は後退。但し、リスクは伏在

## ■ CPI (コア): 連銀の容認限度に。景気後退でインフレ懸念後退

- 連銀の暗黙の目標レンジ: 前年比1.5~2.5%程度
- しかしリスクは伏在。①ドル安、②素材価格持直し、③期待

【 米国: CPI (総合・コア) 前年比 】



出所: 労働省

DIAM Economic Research

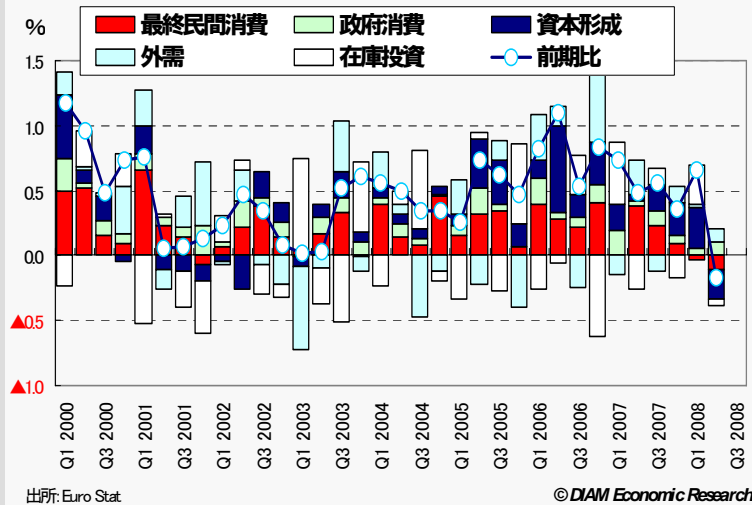


# 厳しい景気後退期に入ったと見られる

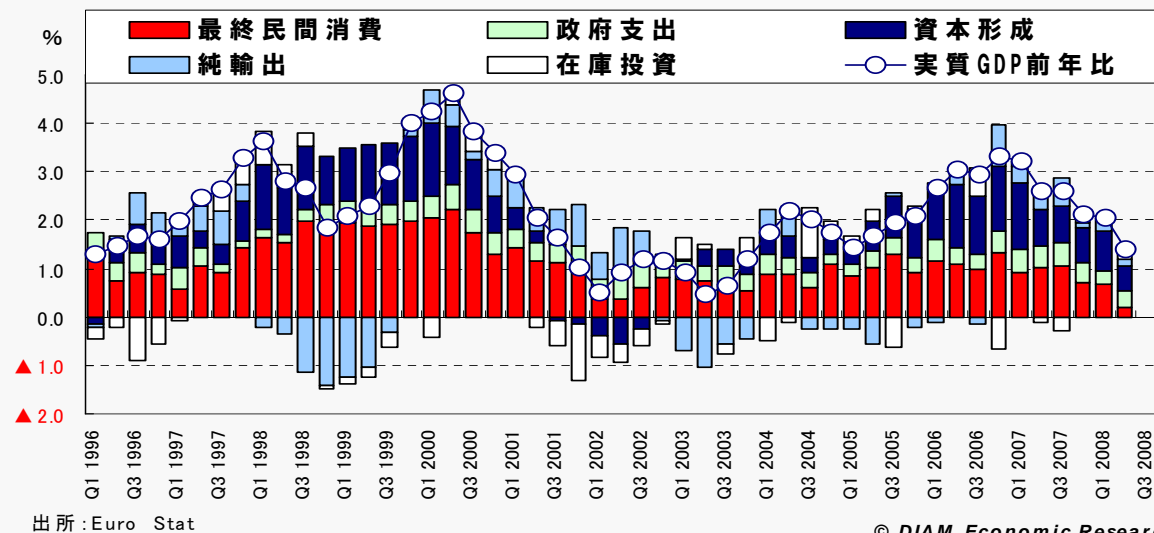
## ■ 4-6月期:ユーロ圏(15カ国ベース)で初の前期比▲成長

- 建設投資減少、欧州内新興国への輸出減少、インフレで消費抑制
- 国別に跛行感。特に苦しいスペイン・アイルランド(∵建設バブル崩壊)
- 圏外だが、英も厳しい▲成長に(16年振り)

【 ユーロ圏：実質GDP成長率（前期比寄与度） 】



【 ユーロ圏：実質GDP前年比（寄与度） 】

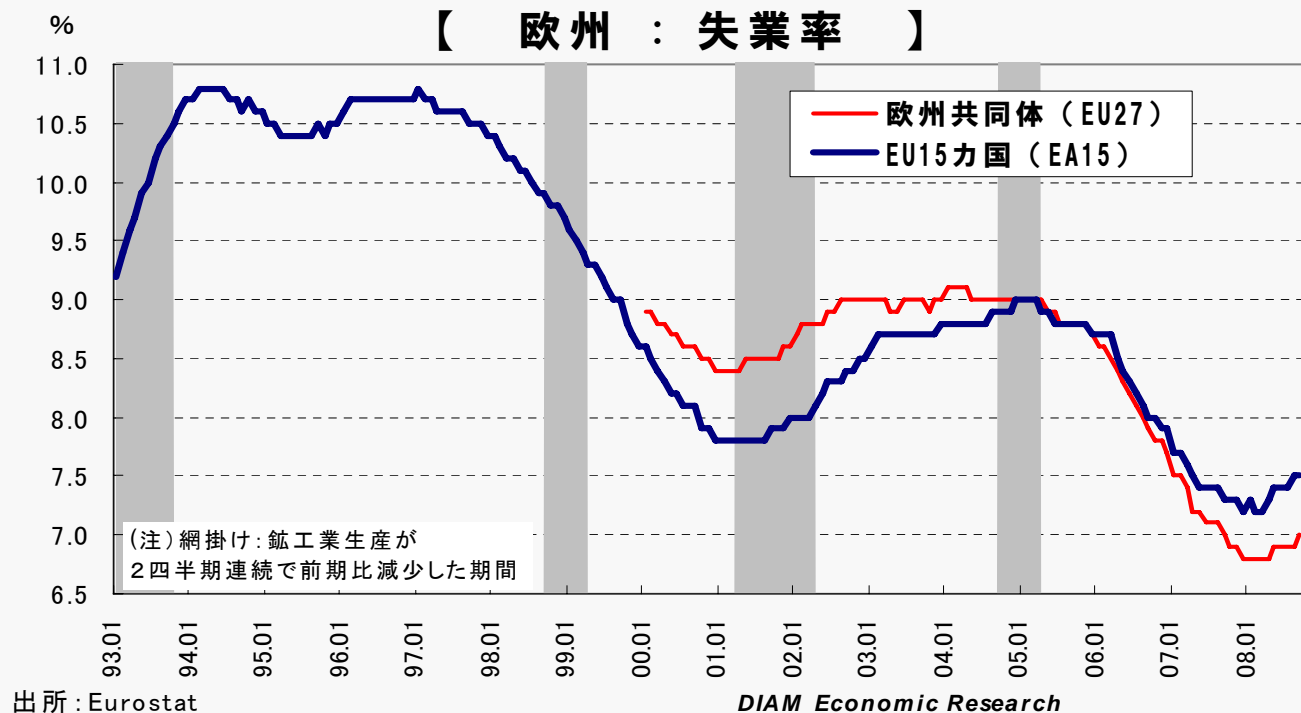




# 失業率：上昇に転じたが、水準はまだ低い

## ■ 労働市場の構造変化あったが、未だ部分的に残る構造問題

- 経済統合→より柔軟な雇用制度による雇用機会の創造
- しかし、一部の国々でインフレに賃金を連動させる制度残す

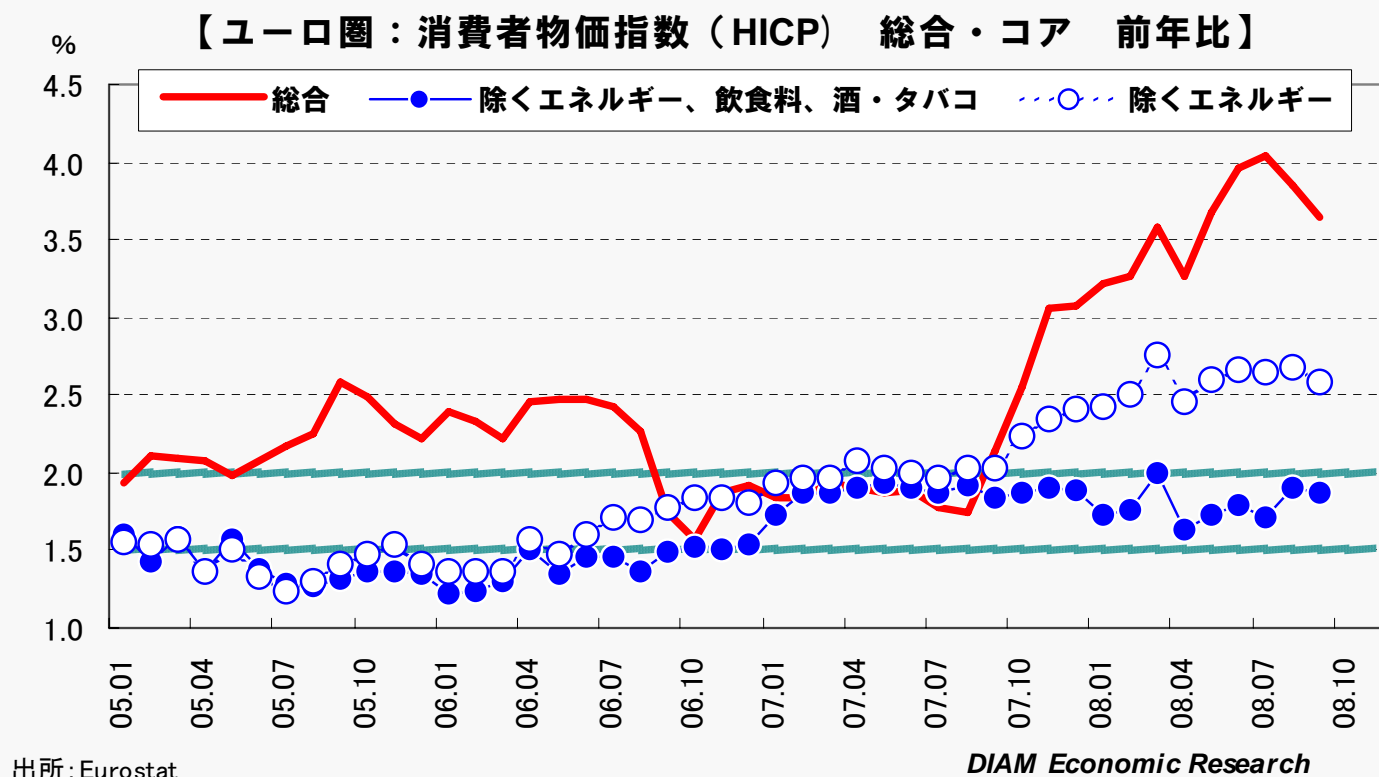


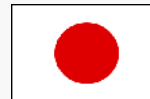


# CPI: 騰勢緩むが、上昇率の水準は高い

## ■ 漸く上昇率は頭を打ったが、目標圏を大きく上回る水準

- ECBはエネルギー、生鮮、制度要因を勘案せず判断



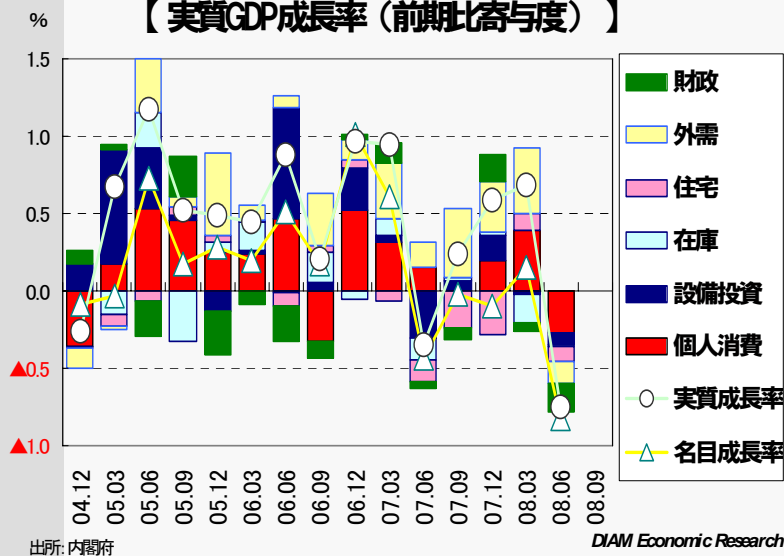


# 昨年秋に景気後退期入りしていた可能性大

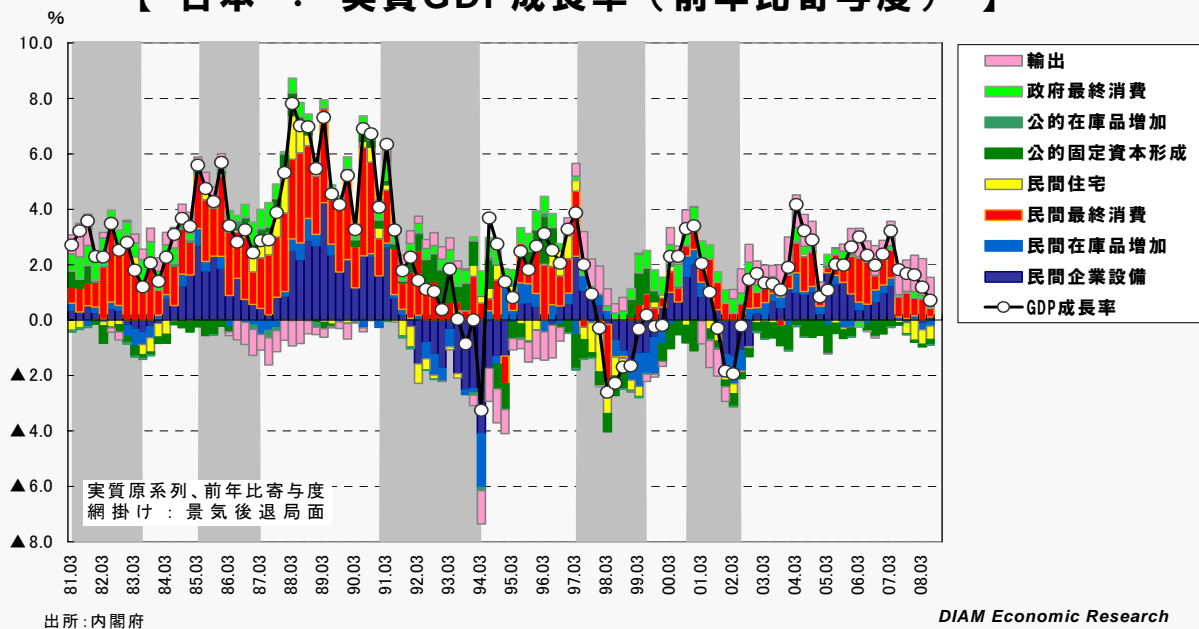
## ■ 4-6月期: 4四半期振りの▲成長。内外需ともに下振れ

- 支え役の輸出が減少。設備投資に波及。実質賃金▲で消費不振続く
  - 深く厳しい調整は避けられるか(設備、雇用、負債、在庫)

【 実質GDP成長率（前期比寄与度） 】



【 日本 : 実質GDP成長率（前年比寄与度） 】

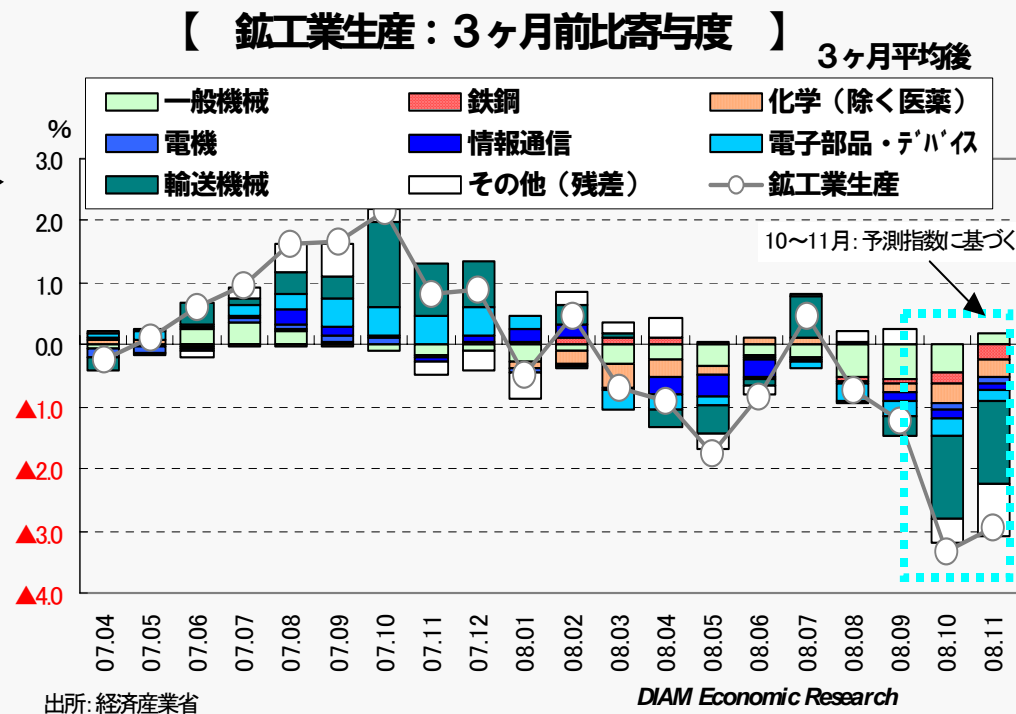
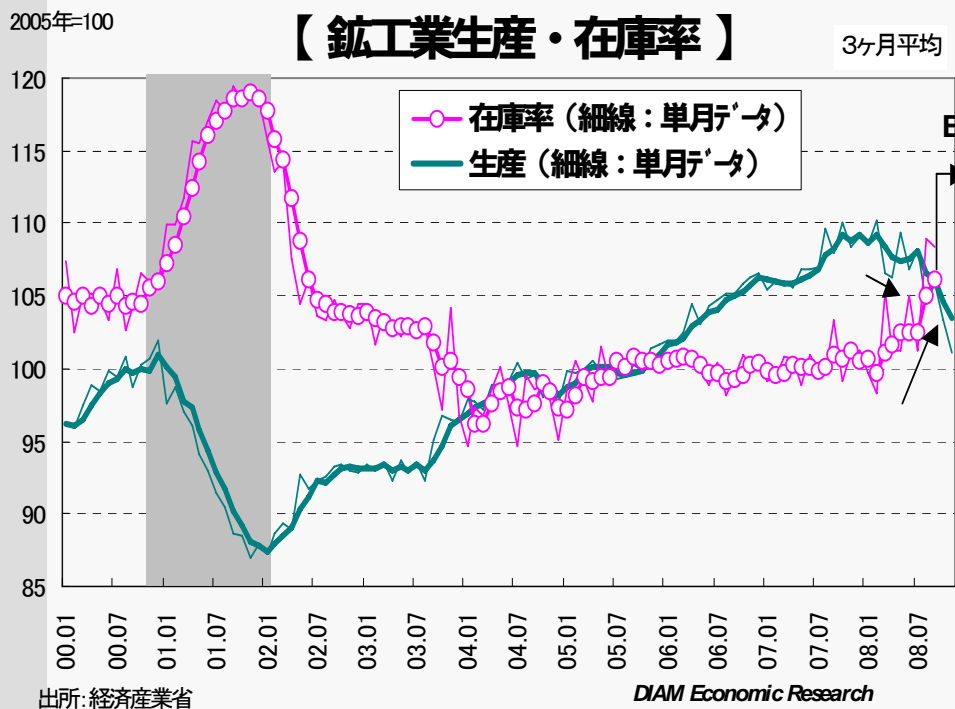




# 生産：減産基調が強まる

## ■ 輸出依存度の高い産業中心に、年末に向け厳しい減産へ

- 在庫率が上昇する下、減産傾向が強まりつつある
  - 減産が強まることを前向きに捉え得る面も。但し、予想以上の減益になりそう

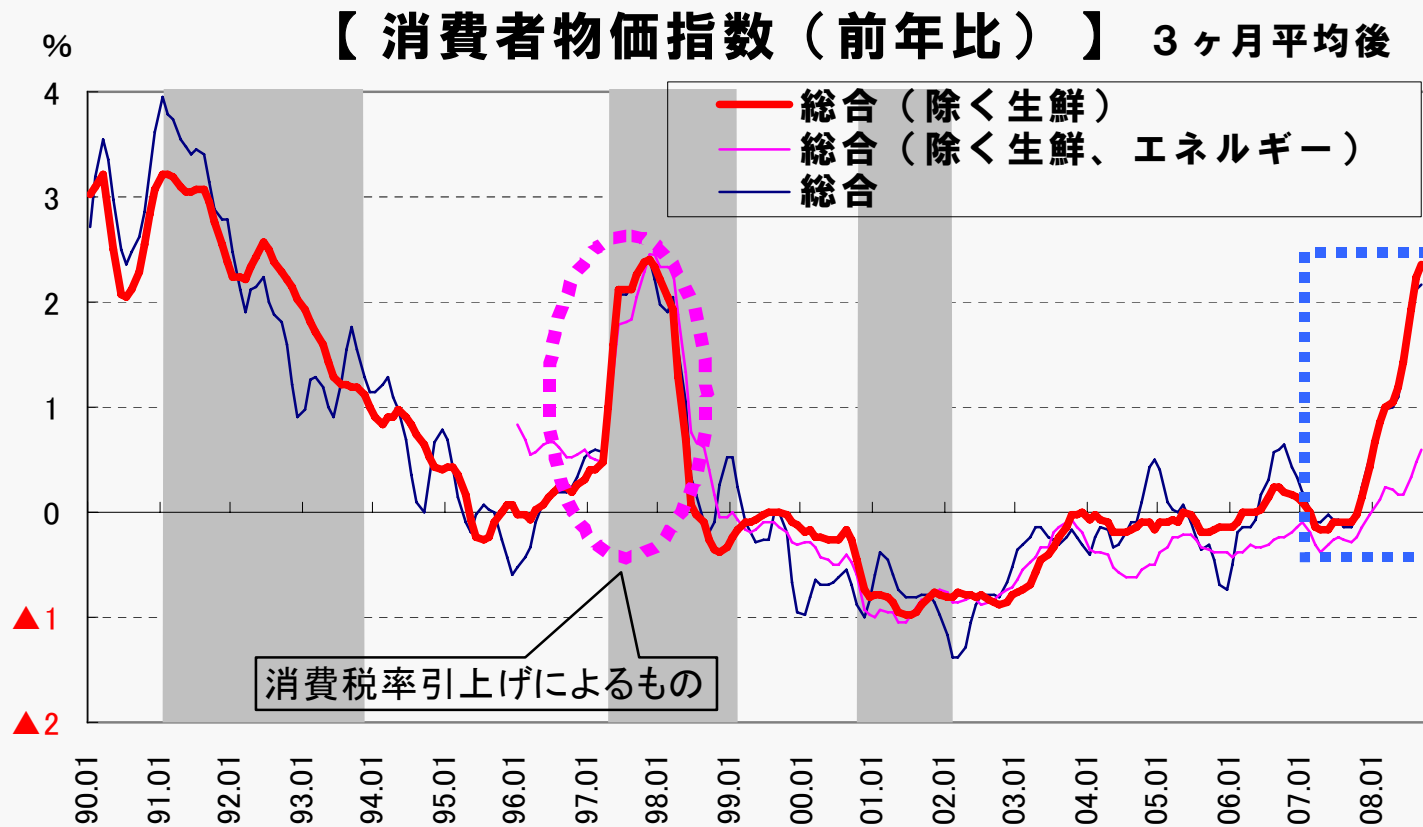




# CPI: 前年比上昇傾向強まるが、持続性は？

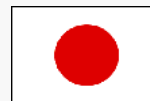
## ■ エネルギー、食品価格の上昇が主因

- エネルギー、食品価格の落ち着きに加え、円高で、上昇率は低下する方向へ



出所：総務省

DIAM Economic Research



## まとめ：金融システムリスクと実体経済

- **金融システム不安が、遅れて実体経済への影響を強める**
  - 金融システムリスクは、「最悪期・峠を越した?!」
    - 金融システム不安に対処する3段階。今、何処まで来たか？
  - 新興国を含めた減速懸念強まる
    - 先進国の景気減速を、新興国は何処まで補えるか
  - 政治的な問題も影落とす
    - 欧米間(いつか来た途?)、先進国・新興国間の不協和音
  
- **投資先を選択するに当たっての、頭の体操・・・**
  - 世界同時不況。本当の危機はこれから？次の合理的バブル近い？
    - 異例な形でマネタリーベースが、先進国・新興国問わず供給されている
    - 実質金利は総じて極めて低い(多くの国々でマイナス)

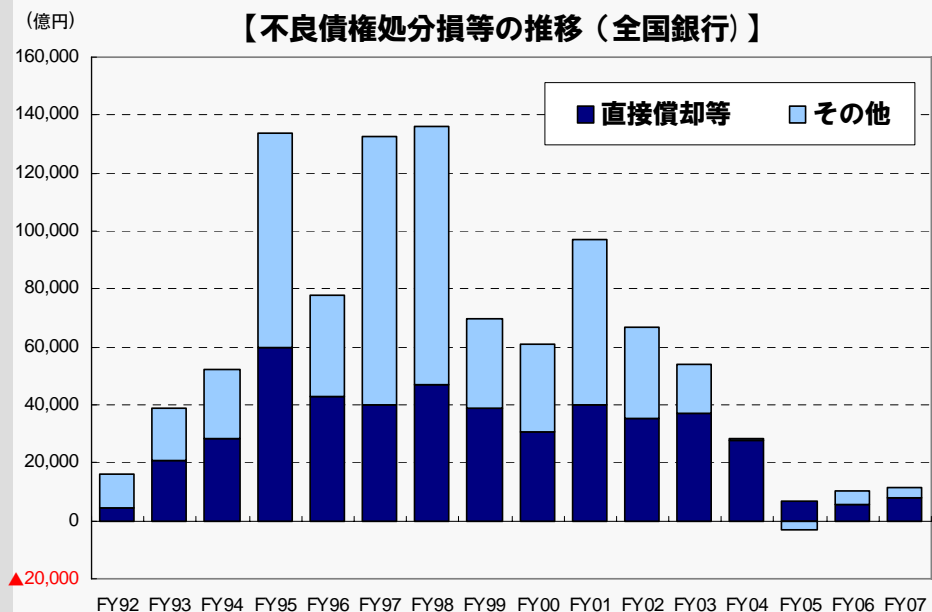




# 米金融危機対応：日本に学んで上手くやってる!?

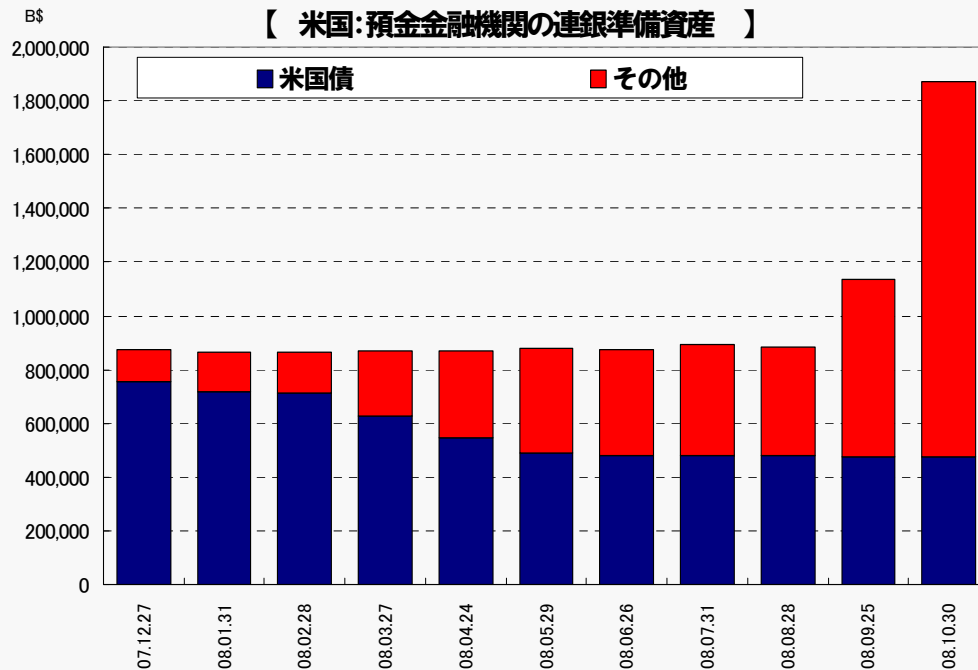
## ■ 経験に3つの相違：①資産査定、②時価会計、③中銀

- ①いくら資本が要るか判らない・・・、②価格を見つけられないようにする・・・、③“Ketchup Ben”
- 推定される損失額：1～4兆ドル？。加えて、通常の不良債権も・・・



出所：金融庁

DIAM Economic Research



Source：FED

DIAM Economic Research

## ①覇権国家システムの軋み、②再び「ローマクラブ」

### ■ 米国一強の政治経済体制が動揺

- 覇権国の一条件：基軸通貨国（成長通貨供給←経常黒字）
  - 金融危機は大きな構造変化の序章となる可能性
- 欧米、新興国、産油国夫々の思惑。日本の立ち位置は？
- 「チェンマイ・イニシアティブ」「ACU」
- グローバリゼーションの曲がり角？、「文明の衝突」

### ■ 自然環境や資源の保全を、より意識すべき時代

- 「京都議定書」、ロンドンっ子のスキーシーズン、オガララ水系
- 環境重視の投資：社会的責任投資（SRI）の一環。慈善というよりリターン  
の源泉。エコファンドと女性（CF：敵対的M&Aと男性）

## International & Inter-disciplinary

- **国際的視野に留まらず、学際的視野が問われる**
  - 経済学、商学、法学、政治(経済)学、数学、物理学、心理学、史学・・・
  - 語学と数学(理系採用の増加の意味と限界)
- **徒然なる追加的アドバイス**
  - 「少数説→多数説」～本邦投資家をみる海外の視線～
  - 「背骨」が感じる良識～ホリエモンに何を感じたか～
  - 投資顧問業者(投資家)の矜持～スコットランドの凄み～
- **書かれた情報と、話される情報**
  - 多彩な人的ネットワークを拡げることが大切。学生時代に基礎