

2007年2月28日

投資家の皆様へ

日興アセットマネジメント株式会社
 インベストメントストラテジーグループ
 ジョン・ヴェイル

世界同時株安を受けてのグローバル・ストラテジー・コメント

今回の世界同時株安は、27日の中国本土株式市場の急落が原因だと言いたいところですが、同市場の8%を超える下落を説明する新しい話は見当たりません。恐らく、中国政府が何らかの重大な政策的措置を検討しているとの観測が市場に広がったのか、あるいは、米国経済指標に関する失望的なニュースが増えるのが予見されたのかもかもしれません。

27日の主要株式市場および為替レートの動き

主要株価指数	27日終値	前日比
日経平均株価	18,119.92	-0.5%
TOPIX(東証株価指数)	1,811.33	-0.3%
ムンバイ SENSEX30指数	13478.83	-1.3%
中国 上海総合指数	2771.79	-8.8%
FT100指数	6286.1	-2.3%
ダウ 欧州株価指数	370.56	-3.0%
ドイツ DAX指数	6819.65	-3.0%
フランス CAC40指数	5588.39	-3.0%
NYダウ工業株30種	12216.24	-3.3%
S&P500種	1399.04	-3.5%
ナスダック総合指数	2407.86	-3.9%
MSCI-KOKUSAIインデックス	5114.162	-2.9%
MSCIエマージング・マーケット・インデックス	226.89	-3.0%

主要通貨	27日終値	前日比
円/米ドル	117.93円	2.72円・円高
円/ユーロ	156.18円	2.94円・円高
円/豪ドル	92.89円	2.86円・円高

(信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)

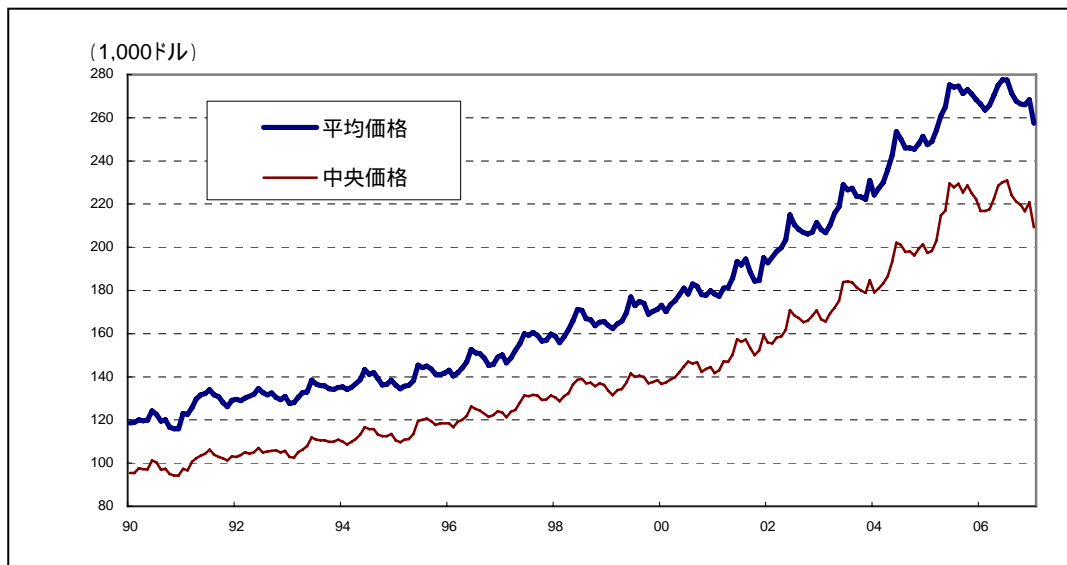
【株安の背景】

もしも中国政府が新規に何らかの厳しい政策を採るとすれば、それは世界の市場に影響を及ぼす可能性があります。しかし、それぐらいのことが起きるのでなければ、世界的な悪影響を及ぼすような力は中国の株式市場にないでしょう。われわれは、今回の世界同時株安の原因はむしろ、昨日発表された米国の経済指標が失望的な内容であったためだと考えています。そうしたニュースが無ければ、株式市場の下落は極めて穏やかなものに留まったことでしょう。

当資料は、日興アセットマネジメントが経済、市況他、投資環境に関する情報をお伝えすること等を目的として作成した資料であり、証券取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料でも特定ファンドの勧誘資料でもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の弊社の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

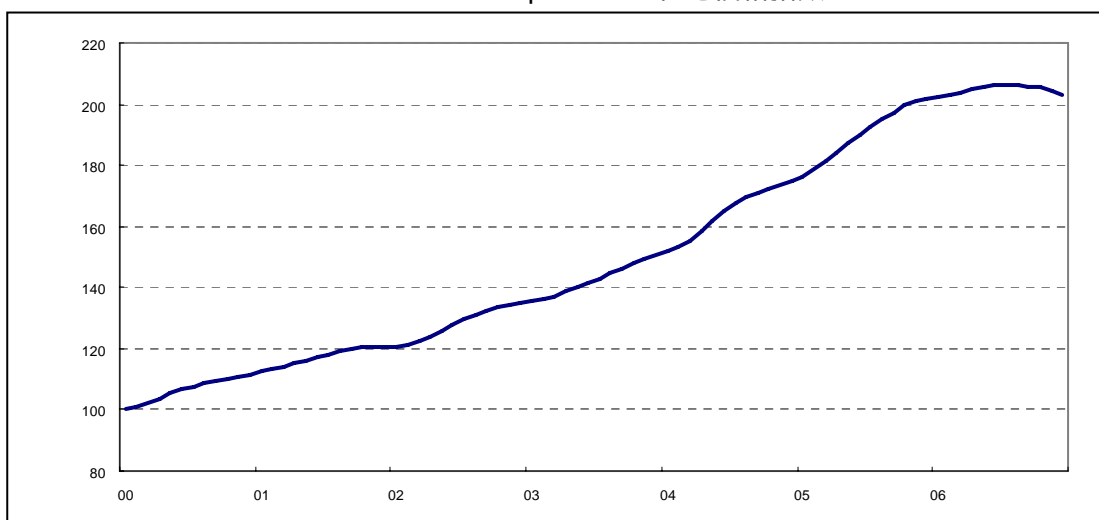
まず、米国の1月の中古住宅については、販売戸数の反発が見られたものの、販売価格の中央値は前月比 5.0%、前年同月比 3.1%となりました。振れが大きく、質があまり高くない同統計の評価は容易ではありませんが、投資家の注目する見出しとしては、このデータは極めて大きな影響を与えました。一方、“ケース・シラー”と呼ばれる、大都市圏の時価総額ベースのデータを用いた、より質の高い住宅価格指標は、最新データの昨年12月で前月比 0.7%と、より穏やかな下落に留まったばかりでなく、前年同月比では依然としてわずかにプラスとなっています。つまり、米国の住宅価格は、平均以上の上昇を数年間続けた後に下落に転じているものの、現在の水準からの大幅下落は見込み難しいというのがわれわれの見解です。

米中古住宅販売価格の推移



(信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)

S&P/Case-Shiller Composite-20 住宅価格指数



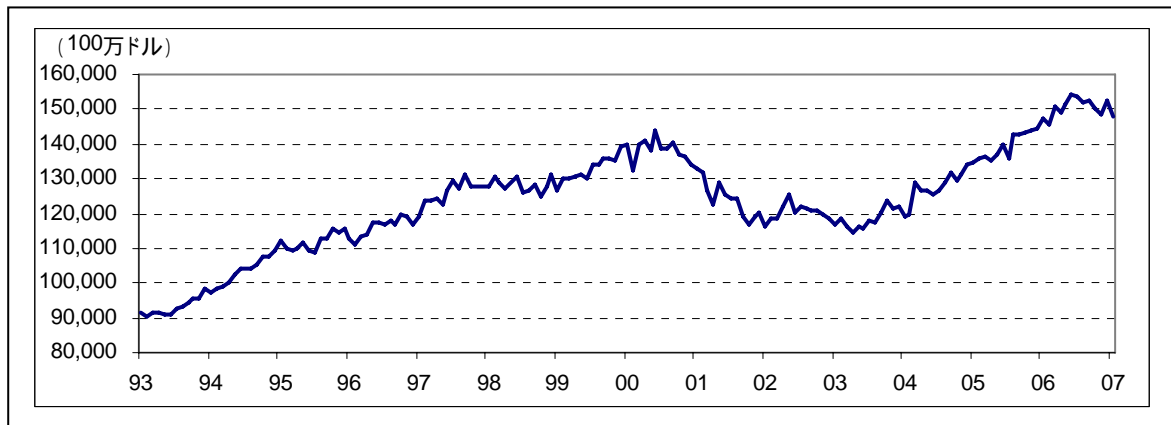
(信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)

当資料は、日興アセットマネジメントが経済、市況他、投資環境に関する情報をお伝えすること等を目的として作成した資料であり、証券取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料でも特定ファンドの勧誘資料でもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の弊社の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

もうひとつ目立ったニュースとしては、米住宅ローン大手で、住宅ローンを購入し、それをもとに債券などを発行している政府系企業のフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）が、サブプライム（信用度の低い顧客向けの）住宅ローンの購入基準を厳格化し、金利上昇によって支払額が突然膨らむ可能性のあるものについては購入を控えることを決定したというものがあります。これにより、特にカリフォルニアなど、多くの都市部で住宅購買力が大きく低下するものと考えられます。また、この現象が、より広範にわたる住宅金融市場に影響を及ぼしていることを示す事例が増加しています。

さらに、米耐久財受注（除く輸送用機器）が1月に前月比 3.1%となり、製造業セクターでの景気後退懸念につながりました。ただし、耐久財受注はしばしば大きく修正される点に注意が必要でしょう。

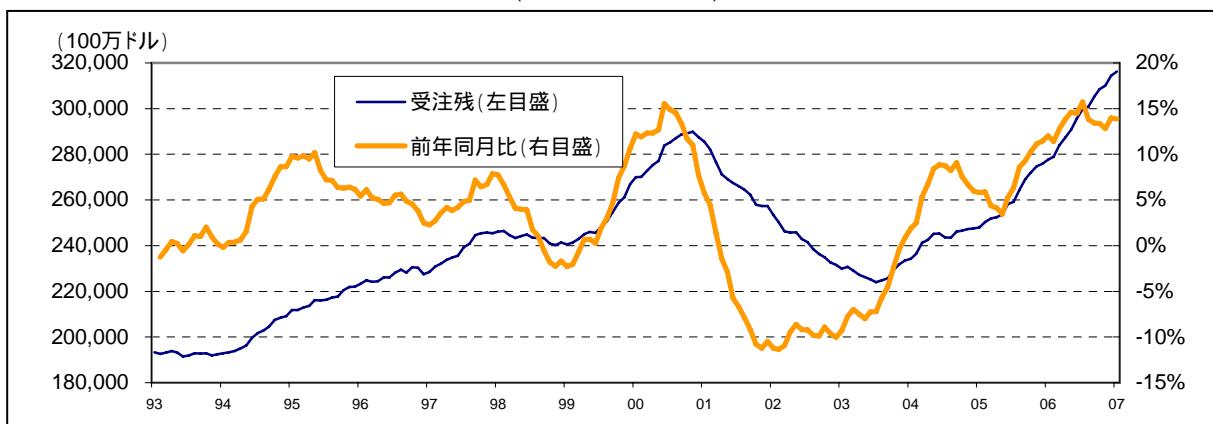
製造業耐久財受注(除く輸送用機器)



(信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)

また、受注残が前年同月比+14%近くもの伸びを見せ、過去最高を更新したことに注目すべきです。なお、これは、受注残が高水準の輸送用機器を除いたベースでのことです。こうした受注残の増加は、米製造業セクターにおいて、今後もかなりの生産を見込めるということを意味しています。

製造業耐久財(除く輸送用機器)の受注残の推移



(信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)

当資料は、日興アセットマネジメントが経済、市況他、投資環境に関する情報をお伝えすること等を目的として作成した資料であり、証券取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料でも特定ファンドの勧誘資料でもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の弊社の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

昨日の世界同時株安は、こうした失望的なニュースの効果が、金融システムにおける高水準のレバレッジによって増幅されたことを背景にしているものと考えられます。(既に数社が破綻した)サブプライム住宅ローン業界、そして、恐らくはヘッジファンドの中においても、破綻するところが数社出てきてもさほど驚くに値しません。なお、こうしたレバレッジの背景の一端には円キャリートレード(円借取り)があります。これは、円資金を低利で借りた投資家が、それを比較的高い利回りや値上がりを見込んだ資産に投資するというものです。円高の可能性が低下したとみられるような状況になると、特に短期のトレーディングを目的として、円キャリートレードが拡大する傾向がありますが、昨日のように円が上昇する場合(例えば、対ユーロではかなりの上昇でした)短期志向の投機家による円キャリートレードの強制的な解消が起きたことが示唆されます。

【今後の見方】

しかし、われわれは世界的な弱気相場入りを見込んでいる訳ではありません。その理由は次のとおりです。

まず、米国についてですが、景気は昨日の耐久財受注が示すほど軟調ではないと考えられます。耐久財受注は非常に振れが大きい統計で、例えば、2005年7月の前月比 3.1%のように、前回の景気拡大局面でも何度か下振れを見せています。また、今年1月のマイナスは、昨年12月の同+2.6%に続くものであり、この2ヵ月をあわせて考えた場合には事実上横ばいと言えるでしょう。横ばいというのは特に明るい兆しでこそありませんが、大きな危険とはかけ離れたものです。われわれは従来から、今年は米国経済の成長ペースが鈍化すると見込んでいますが、景気後退に陥ることはないと考えています。消費者は依然として高い購買力を備えているほか、サブプライム住宅ローン以外のクレジット市場では、ローンは広く利用可能です。また、企業はキャッシュを豊富に保有しており、個別企業訪問などのボトムアップ調査からは、企業の支出抑制を示唆する兆しはほとんど見受けられません。一方、低水準の在庫と高水準の受注残は、生産に増加余地があることを示しています。

また、欧州では、着実な景気拡大が見られており、日本も着々と回復を続けています。BRICs各国(ブラジル、ロシア、インド、中国)も引き続き堅調で、合計した経済規模は日本を上回るほどです。米国経済が厳しい鈍化に陥らない限り、これらの国の経済成長が世界経済の成長を着実なものとするでしょう。

実のところ、世界の中央銀行関係者達は、商品分野でのインフレや投機的な動きの低下を伴っているような場合には特に、リスク資産の足元での下落をさほど懸念しないことでしょう。金融システムの根本が脅かされない限り、一部の国の経済における問題は当たり前の出来事と捉えられます。しかし、こうした出来事が、各国中央銀行の穏やかな金融政策につながり、比較的短い時間を置いて、投資家の不安を鎮めることでしょう。なお、われわれは世界の株式市場が割高な状態にないかとみていますが、このことは重要です。なぜなら、昨年5月に起こったように、過剰な楽観が市場から削ぎ落ちるようなことはあり得るものの、市場に割高感が無いため、大幅な株価下落の可能性は低いと考えられるからです。

当資料は、日興アセットマネジメントが経済、市況他、投資環境に関する情報をお伝えすること等を目的として作成した資料であり、証券取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料でも特定ファンドの勧誘資料でもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の弊社の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

以上のような比較的ポジティブなわれわれの見解に対するリスクは、米議会で保護貿易主義的な動きが急増することです。そうした動きがあまりに厳しいと中国が感じるかもしれないような時は、特に要注意です。他のリスクとしては、金融派生商品の複雑な特性を考えると、米国の著名投資銀行の中に、従来想定していた以上のリスクを金融派生商品を通じて負っていることが判明するところが出てくることも考えられます。われわれは、現状、いずれのリスクもさほど高くないと考えていますが、状況を注意深く見守っていくことは言うまでもありません。

以上

John F. Vail

当資料は、日興アセットマネジメントが経済、市況他、投資環境に関する情報をお伝えすること等を目的として作成した資料であり、証券取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料でも特定ファンドの勧誘資料でもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の弊社の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。