

2007年8月13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

世界の金融市場の動向について

何が起きているのか

サブプライム（信用力の低い借り手向け）ローン問題の影響について、弊社では、相場のブレを見込んでいたほか、過度に高まった投資家のリスク許容度が全般的に低下するとみていましたが、危機の拡大は予想以上となりました。多くの機関投資家は現在、同ローンを証券化した金融商品を避けており、なかには、それらを保有しているということが会社の評価に悪影響を及ぼすリスクに配慮して、投売りしているところもあるほどです。こうした行動が、信用リスク取引市場などでの危機的状況につながり、そのことが企業買収資金の調達を困難にさせていることなどから、株式市場のバリュエーションの低下、つまり、株式相場の下落につながりました。しかし、先週末にかけての各国中央銀行による流動性供給は、不安を鎮めると共に、状況悪化につながる、世界の一部の企業に対する短期的な信用供与収縮を抑えるのに寄与する可能性があります。

なお、ヘッジファンドや金融機関で今後も問題発生が明らかになる可能性はあるものの、弊社では、大規模な破綻が起きるとは見込んでいません。主要国の中央銀行は、投資家の高リスク資産への過度な選好が落ち着くことを永く期待してきましたが、それが実現しつつあります。そして、過度な高リスク資産の追求意欲は、しばらく回復する可能性は低いとみられます。

今後、どんなことが見込まれるのか

米国の不動産市況は引き続き厳しい状況となるでしょうが、政府系金融機関による住宅ローン債権購入額の拡大など、危機を防ぐために追加的な措置が取られることでしょう。また、住宅ローンの保証を行なっている企業や住宅金融会社の資金調達を助けることもまた、必要となるかもしれません。

弊社では、下期の米国経済は冴えないものの、それでも+2.0%を超える成長を維持すると見込んでおり、世界が景気後退を回避するのに十分な勢いを維持すると引き続き考えています。商品市況はさほど大きく下落していませんが、このことは、世界経済の成長が引き続き堅調であることを示唆しているだけでなく、各国中央銀行があまりに金融緩和的になることを抑制するものでもあります。なお、中国の輸出価格指数が引き続き急上昇するなど、世界的にインフレ上昇圧力が見られています。これらの状況を考えると、各国中央銀行は、利上げを行なわないとみられますが、利下げは制約を受けざるを得ないでしょう。市場コンセンサスでは、ECB（欧州中央銀行）が9月に追加利上げを行なうとみられているようですが、現在の状況を考えると、これが実現する可能性は低いと考えられます。ECBも、利上げが現実的でなくなったことをまもなくほのめかす可能性があると考えられますが、こうした話もまた、市場を落ち着かせ

■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。■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などを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。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。

るのに寄与することでしょう。主要国の中央銀行が利上げを見送ると予想される一方、新興国のなかには利上げが必要となる国が出てくる可能性があります。

為替動向について

米ドルがスイス・フランのような避難通貨に対して大きく下落していないことは、米国経済や金融システムについてパニックが起きていないことを示唆しています。確かに円は幾分上昇したものの、驚くほどではありません。投機的な円キャリートレード（円借り取引）を行ってきた投資家のなかには、損失を被るケースが出てくるかもしれませんが、円ベースの投資家による着実な海外投資によって経常黒字が相殺され、急速な円高は妨げられることでしょう。

世界の株式市場について

かなり大きくブレているものの、株式市場は危機的な状況になく、経済の鈍化を示唆しているようなこともないと考えられます。特に、米国の投資銀行の株価は高値から大きく下落しましたが、危機的状況が示唆されている訳ではありません。世界の銀行セクターを見渡すと、金融派生商品への収益依存度が比較的高いフランスの銀行がこれまで最も打撃を受けており、主要中央銀行による流動性供給の最も大きな受け入れ先となっている可能性があります。一方、日本の主要銀行は危機に直面していないようです。これは、金融派生商品で過去に大きな痛みを負ったことがあるため、それらへの過度な投資を避けたからであるとみられます。

なお、4-6 月期の企業収益は世界的に驚くほど良好で、下期の収益見通しも達成困難な状況にはありません。また、株価バリュエーションも高くありません。さらに、投資可能な資金は世界的に巨額にのぼっており、特に株式のような投機色の比較的低い伝統資産への投資に向けて、引き続き拡大しています。弊社では特に、中国の GIC（政府投資会社）がインデックス連動型ながら、世界の株式市場、特に米国向けを中心に大規模な投資を開始すると見込んでいます。他の国の GIC もまた、こうした方向に動き、なかには金融派生商品に投資するところが出てくる可能性もあります。これらも、関連市場の支えとなるかもしれません。

結論

要約すると、サブプライムローンに絡む一部の債券分野を除くと、ほとんどの市場は、危機が迫っていることを示唆していません。例えば、世界で高まる“公正な貿易”を求める声に中国が過剰反応するといったケースなど、いくつかのリスクは存在するものの、弊社も市場と同様に、危機が迫っているとは考えていません。これまでの高リスク資産の過度な選好による損失がさらに広がる可能性はあるものの、金融状況は安定化し、さらには妥当で良好な状態に戻るものと考えられます。そうした過程において、各国中央銀行は、流動性供給の継続など、主要な役割を担うことでしょう。特に、(先に利上げを示唆していた) ECB は様子見姿勢に転じ、他の各国中央銀行関係者のコメントなどからも、利上げに前向きな表現は無くなることでしょう。一方、各国の GIC による投資は、比較的堅調な世界経済と共に、金融市場の大きな支えとなる可能性があります。

以上

John F. Vail

■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。■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などを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。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。