

ファーバーレポート 2015年8月

THE MONTHLY MARKET COMMENTARY

ギリシャの火はすぐそこまで

「人が生来備えている尊厳について静かに思いを巡らし、(中略) その人格に敬意を払い、幸せな気分になると、皆が悪者で愚者であるかのように人を圧力と謀略で支配しようとするやり方に怒りを感じる。そして、それを受け入れている人々に嫌悪感を持たずにいられない」

——トマス・ペイン (米国の哲学者)

「自分の自由を守ろうとする人は、自分の敵でさえ圧制から護ろうとするに違いない。その義を破れば、自分の身にも降りかかりかねない前例を作ってしまうからだ」

——トマス・ペイン

「民主主義と社会主義には、ひとつだけ共通する言葉がある。平等だ。しかし、その違いに気づいてほしい。民主主義は自由の中に平等を求め、社会主義は抑圧と隷属の中に平等を求める」

——アレクシ・ド・トクヴィル (フランスの政治家)

「計画と競争の唯一正しい組み合わせは、競争に利する計画である。競争に反する計画ではない」

——フリードリヒ・ハイエク (オーストリアの経済学者)

「疑われているのは、計画の実現性ではない。計画の実効性だ」

——フリードリヒ・ハイエク

「資本主義体制の大きな欠陥を修正し得る権力と意思を合わせ持つ政府は、それを完全に取り除く意思と権力を持つだろう」

——ジョン・ロビンソン (英国の経済学者)

フランスのタクシースト

先日、カンバーランド社チーフ・グローバル・エコノミストのビル・ウィズレルが記したフランスについてのレポートが私の目を引いた(www.cumber.com)。

ウィズレルには、パリにあるOECD(経済協力開発機構)金融・企業局のディレクターとして、28年ほどフランスに住んだ経験がある。そして最近、この国に3週間滞在したときのことを語っていた。

ところで、OECDだが、この組織は1948年にマーシャルプランの実行を支援するために設立されたOEEC(欧州経済協力機構)を前身とする。1961年にOECDとして正式に創立し、現在は34カ国(大半が欧州諸国)が加盟する国際機関として、経済発展と世界貿易の活性化のために活動している。ロシアはメンバーではないし、中国も、インドも、日本と韓国を除くアジア諸国もメンバーではない。

OECDは、民主主義と市場経済を国是とする国々が議論する場となっている。加盟国の政治的経験を比較し、共有する問題の解決策を探り、優れた実例を確認し、内外政策を調整する場だ。

しかし、すべてのOECD加盟国には、ある共通する特徴がある。債務超過と低成長に苦しんでいることだ。OECDは今日、その存在意義が(仮にあったとしても)失われている。それどころか、経済成長の足を

引っ張る官僚組織となっているのだ。

なお、私がOECDを嫌っているからといって、ウィズレルのフランスレポートとは何の関係もない。私は常に彼の経済分析に強い関心を持っている。

ウィズレルによると、滞在当初は良かったパリの雰囲気、終盤には大きく様変わりしたという。

現代フランス社会のネガティブな面を反映する事件が、いくつか勃発した。まず、タクシー運転手の組合による大規模な終日ストライキだ。これでパリをはじめ主要都市の交通網が麻痺した。

抗議の目的はフランスで100万人を超える顧客が登録し、事業を急拡大させているウーバー(Uber)との競争に対してである。最新テクノロジーを駆使したウーバーの事業モデルは、顧客にとってタクシーよりも非常に効率的で魅力的だ。料金はかなり安く、車はより清潔で、運転手はより礼儀正しいという。

フランスで展開しているウーバーの事業で最大のサービスであるウーバーポップの運転手は、24万ユーロもかかるというタクシーの営業免許を持っていない。タクシー運転手たちは「ウーバーの“違法営業”のせいで、売上が3割も落ちた」と主張する。

抗議集会では、彼らの怒りが激化して、ウーバーの車に対する暴力行為がいくつかみられた。残念

ながら、私たちもその混乱に巻き込まれてしまった。シャルル・ド・ゴール空港に友人を送ったとき、まさにその抗議のさなかだったのだ。

空港に向かう道という道がタクシーで封鎖された。空港行きバスの乗客は途中で降ろされてしまい、荷物を持って、上り坂をテクテク歩かなければならなかった。私たちの車は、ようやく空港に向かう道を見つけたものの、スト参加者がウーバーで働いていると思われる運転手と口論している間、さらに1時間、足止めを食らうはめとなった。

この騒ぎは、駅など他の主要ターミナルでもみられた。ある車は焼打ちにされ、ある車は金属バットでボコボコにされた。

翌日、フランソワ・オランド仏大統領は声明を出し、暴動に強いショックを受けたと語った。しかし、一方でタクシー組合の抗議者たちが望むものを与えた。米系企業のウーバーを違法と宣告したのだ。大統領は「(ウーバーは)営業を停止すべき」と語った。数日後、パリのウーバー幹部が「共謀して違法営業を組織した疑い」で逮捕された。

これは、抗議者が道に出て暴力事件を起こしてようやく政府が行動を起こすというフランス社会の一面を表している。今回は、非常に非効率的で政府に規制された独占組織と労働組合が、最新テクノ

た約3420億ドルから急激に減っている)。これは世界の2014年GDPの約0.3%である (IMFによると米国は77.3兆ドル)。

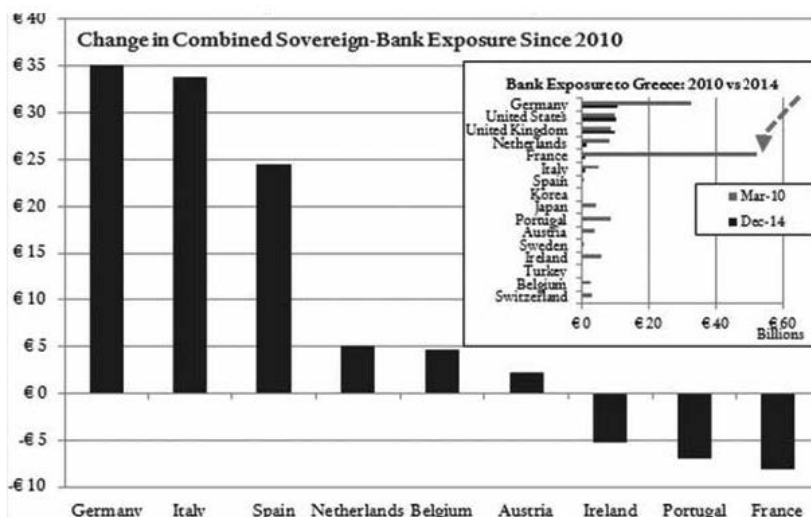
ギリシャの経済規模はルイジアナ州やコネチカット州とほぼ同じだ。ゼロヘッジ社 (訳注: 金融ブログ) に次のような記事があった。

したがって、債務不履行でギリシャ経済がどれだけ収縮したとしても、世界経済全体からみれば、大した問題には、まずならないだろう。ギリシャ経済がさらに10%収縮しても、世界経済全体では約0.3%程度でしかない。

同記事では、米外交問題評議会のベン・ステイルとダイナ・ウォーカーの研究が紹介されている。2010年に最初のギリシャ救済が発表される2カ月前、欧州の銀行は1340億ユーロに相当するギリシャ向け債権を抱えていた。このとき群を抜く大きさを520億ユーロものリスクを抱えていたのがフランスの銀行である。これはドイツの1.6倍であり、イタリアの11倍であり、スペインの62倍であった(図5)。記事はさらに続く。

2010年5月、IMFとユーロ圏がギリシャに1100億ユーロの融資をした。そのおかげで、ギリシャはこうした銀行への債務不履行を回避できた。この融資がなければ、フランスは、国内金融システムの大規模な救済に乗り出さ

図5 ギリシャ向け債権 (2010~15年、単位: 10億ユーロ)



出所: Zero Hedge, Benn Steil and Dinah Walker, blogs.cfr.org/geographics (data from BIS, EFSF, ECB, IESEG)

ざるを得なかったろう。とはいえ、その代わりに、フランスの銀行は、債券を売却し、債券が満期となるのを認め、2012年に一部を損金処理することで、ギリシャリスクを事実上、取り除くことができたはずだ。

しかし、この救済によってリスクの大半をユーロ圏内でお互いに抱えることになってしまった。

ギリシャが歴史的な債務不履行の危機に瀕したいま、このフランスの銀行に対する裏口救済の影響を実感せずにはられない。2010年3月、欧州がギリシャに貸した額の約40%がフランスの銀行を経由していた。ところが、現在はたった0.6%にすぎないのだ。

フランス政府も肩代わりをしている。しかし、その割合は2010年当時自国の銀行が抱えていたリ

スクほどではない。むしろ、それはECBに払い込まれた資本金の割合である。フランスの場合、たった20%だ。

結論からいえば、フランスのギリシャリスク (債券と銀行) は計80億ユーロであり、何とか縮小できる規模となった (前述の図5)。一方、2010年にはギリシャリスクがほとんどなかったイタリアには、現在390億ユーロもの大きなリスクがある。ドイツが抱えるリスクは計350億ユーロとなり、イタリアと同水準の額にまで増加した。スペインが抱えるリスクも2009年にはほとんど関係がなかったのに、現在は250億ユーロと激増している。

要するに、フランスはギリシャ救済をうまく利用して、80億ユーロのジャンク債を近隣諸国

に押し付けたうえに、2010年にギリシャの債務不履行を認めていけばなかったであろう何百億ユーロもの債務負担を背負させたわけだ。その結果、イタリアとスペインは現在、あるべき姿よりもかなり金融危機に近づいている。

ご存じのように“解決策”らしきものが見出され、トロイカとギリシャの間で非常に残念な合意が結ばれた。ギリシャはEUを離脱しなかった。

IMFは2012年11月に設定した債務目標に合わせ、ギリシャが抱える債務の30%超を減免（ヘアカット）する必要があるとの見方を示している。いいかえれば、ギリシャを持続させるには債務が30%超も多いわけだ（もっとも私の意見では、ギリシャの経済を安定させるには少なくとも50%の減免が必要である）。

アンディ・リーズ（訳注：調査会社のAMLマクロ社代表）が最近、アラスデア・マクラウドの記事（www.financeandconomics.org）を引用して以下のように記している。

「ギリシャがECBから借りているELA（緊急流動性支援）は890億ユーロにのぼる。そして、ギリシャ銀行がユーロ圏の他の中央銀行から借りているターゲット2（訳注：ユーロ圏中央銀行間の決済システム）バランスが、さらに1003億ユーロある（それはその日の終わりにECBの債務

となる）。合計1893億ユーロは、ECBの自己資本である985億ユーロのおよそ2倍だ」

（中略）マクラウドは、ギリシャで金融システムが崩壊し、政府が債務不履行となれば、融資の担保は、ほぼゼロ価値になるだろうと推測している。しかしIMFの30%減免策が正しければ、まだECB資本の57%で済む。

またマクラウドは、ECBが増資をするのは難しいだろうと述べている。しかし、私はサインひとつでなんとかなるように思う。

より興味深いのは、もしギリシャがユーロを離脱すれば、ユーロ圏は、出口のない単一通貨から、情弱な為替レートのシステムに姿を変える点である。つまり、次の危機があれば、事態はより難しくなるわけだ。

数人のエコノミストが、ギリシャ

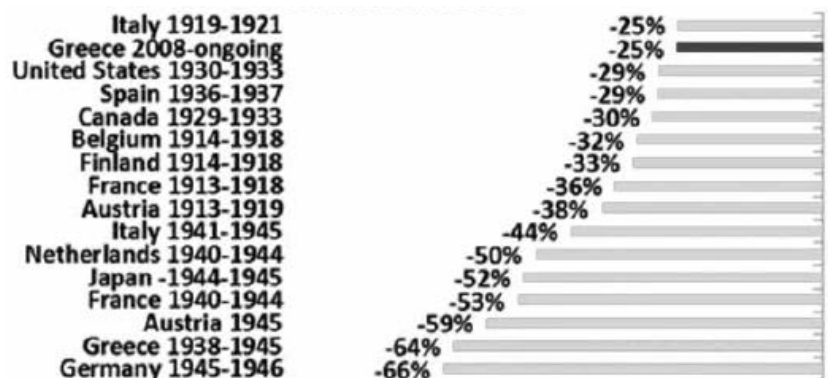
が過剰債務を抑えていくには、力強い成長が必要だと指摘している。しかし、私の見解では、ギリシャの債務が高い水準にあるため（しかもさらに増えているため）、力強い成長は不可能である。その債務のため、経済は活力を失い続けるだろう。

2008年以降、ギリシャのGDPは25%縮小している（図6）。この落ち込みは、1870年以降、現在の先進諸国では最大級の下げのひとつだ。最悪の結果ではないものの、戦争に関連していない数少ないケースのひとつであることが注目される。

先ほど述べたように、ギリシャの債務は膨らみ続けており、したがって債権者が大幅な債務免除に承諾しないかぎり、経済成長は実現しないだろう（IMFもこのようにみている）。私は冒頭で論じたタクシー問題と同じように、市場による解決が最適な選択肢であると考えている。つまり国家の破綻、膨大な債務の放棄、

図6 ギリシャのGDP急減

現在の先進国が1870年以降に実質GDPをどれだけ大きく減らしたことがあるか。ギリシャの減少は、戦争と無関係のケースでは最悪のひとつである。



出所：RBS Economics, Maddison Database, IMF

ギリシャのユーロ離脱（グレグジット）だ。

しかし、この解決策は欧州官僚にとって“不都合”なものであり、恥ずべきことであろう。そのため、ギリシャ政府とトロイカの間で不十分な合意が結ばれた。解決できない問題をもう一度“先送り”にするというものだ。

ここで別の考え方を紹介したい。

かつて帝国は、力で征服した諸国で構成されていた。征服した国々に軍隊を駐屯させ、その国の諸侯には貢物を課した。そして、その諸侯が民衆から税を徴収するのである。

諸侯が貢物を献上できないと、軍事介入が発生した。そして諸侯は、力関係を見極め、帝国にとどまるか、離脱するかを決めた。

結局のところ、すべての帝国が失敗に終わっている。原因は“手の伸ばしすぎ”だ。高騰する軍事費が、領土から搾取する貢物などによる経済的利益を超え始めたからである。

EUを「多くの条約（前述）と共通通貨で汎欧州帝国を築く試み」としてみると、ここでも“手の伸ばしすぎ”の問題が出てくる。

経済の好調な国（特にドイツ）が、それほどうまくいっていない国々（ギリシャ、スペイン、ポルトガル、イタリアなど）のために支払わなければならない。ユーロ導入以降、それは豊かな国々からそれほどうまくいっていない国々への融資の形で（直接的もしくは間接的に）大規模に起きた。そしてギリシャの場合、

過剰な債務となっていったのである（サミュエル・アダムズいわく「国を征服し服従させる方法が2つある。ひとつは剣、もうひとつは借金だ」）。

富める国とその有権者が貧しい国に融資する覚悟があるかぎり、そして貧しい国が自分たちのいくつかの独立や自由と引き換えに追加融資の受け入れに優位性を見出すかぎり、汎欧州帝国の構造は続く。しかし、この“構図”は非常に不安定だ。借り手（この場合はギリシャ）が「追加融資の恩恵よりも債務返済の費用のほうが、はるかに重大」と判断すれば、この構図が終焉を迎えるのは、火を見るよりも明らかといえる。

国家の債務不履行でEUを離脱する国がひとつやふたつ出てくるかもしれない。ギリシャの場合、債務超過の問題が、それなりに大きな債務免除もしくは完全な債務不履行によって解決されず、ずるずると長引

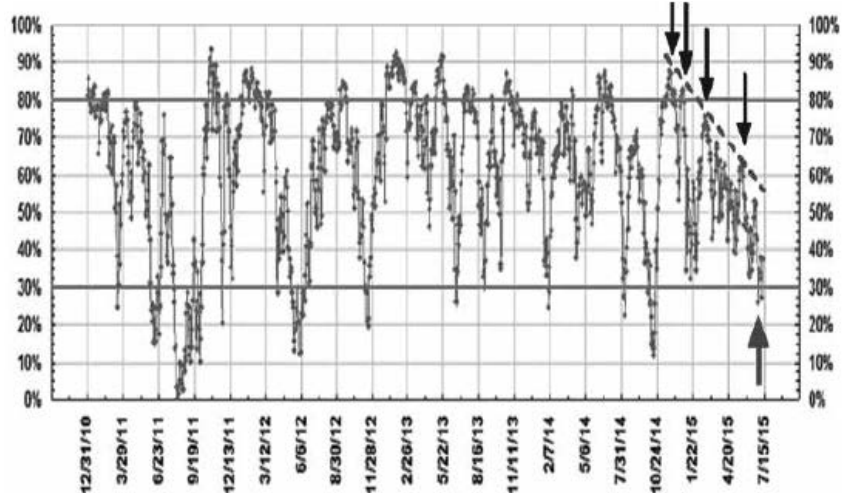
けば長引くほど、その債務は大きくなる。結局のところ、大きな痛みを伴うが、富める欧州諸国が融資を損金処理する以外に選択肢はないのだ。

ギリシャ危機で資産市場のボラティリティは増加しているか？

原油相場では2014年6月から50%を超える暴落があった。2010年から下降トレンドにあった銅など工業用コモディティの価格は、今年初めに反発したものの、2015年5月に再び急落した。鉄鉱石価格は最近、乱高下している。

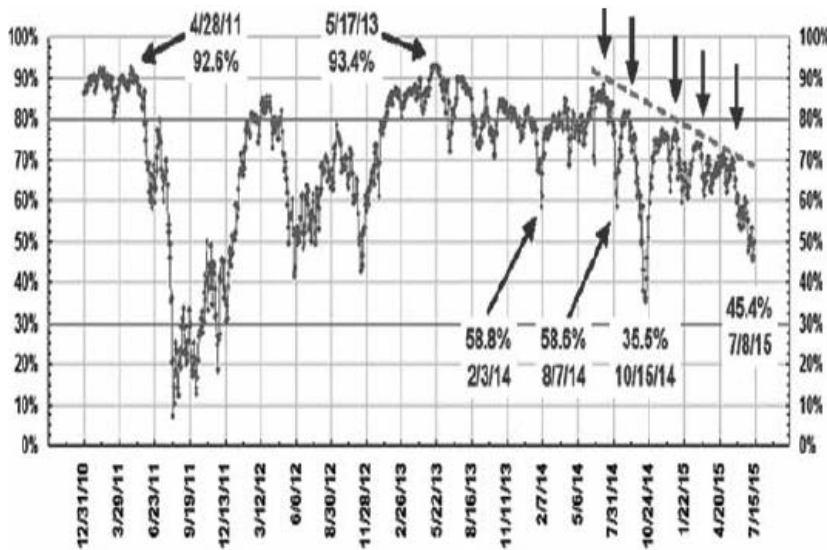
米国では、ダウ運輸株平均が昨年11月に天井を打ち、それからほぼ10%下げた。S&P500は5月20日に今年最高値の2134で天井を付けてから売られ、6月には売られ過ぎ圏に入っている（図7）。ただし、株価が21%下げた2011年10月ほどの

図7 S&P500が50日移動平均を上回った割合（2010～15年）



出所：Ron Griess, www.thechartstore.com

図8 S&P500が200日移動平均を上回った割合 (2010～15年)



出所：Ron Griess, www.thechartstore.com

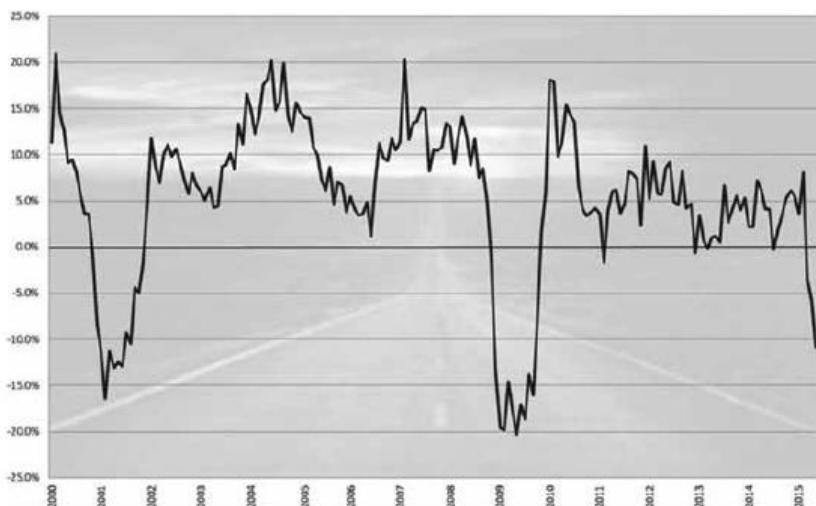
売られ過ぎにはなっていない (図7と図8)。

大半のアジア諸国で、鉱工業生産が前年比で減少している。世界貿易 (米ドル) も落ち込んでいる。韓国の5月対米輸出は前年比6.3%減、

対欧州は28.4%減だ。貨物運賃は乱高下しており、シンガポールのコンテナ・スループット (訳注：単位時間当たりの処理能力) は急速に落ちた (図9)。

これらの統計値は、すべて世界経

図9 シンガポールの前年比コンテナ・スループット (2000～15年)



出所：Paul Mylchreest, ADM Investor Services International

済の“回復”を示しているのだろうか、それとも状況悪化を示しているのだろうか。

そして、中国株の問題がある。証拠金債務が膨らんでいるのだ。ブルームバーグによると、中国全取引所の証拠金債務残高は6月半ばに3630億米ドルを記録するまでに跳ね上がったという。

NYSE (ニューヨーク証券取引所) の証拠金債務も危険な水域にある。時価総額の2.58%だ (長期平均は1.73%)。しかし、上海に比べれば、NYSEの証拠金負債水準はおとなしいほうだ。上海の証拠金負債残高は2010年10月以降、時価総額の0.02%から4.22%の記録の水準にまで膨張している。なお、市場が売られたことで証拠金負債が縮小し始めていることを付け加えておかねばなるまい (図10)。

先月レポートで、私は中国株には40%の修正があると予想する必要があると述べた。上海指数は3000ぐらいいまで、あるいはさらに割るところまで、落ち込む可能性がある。経済の弱さがより浮き彫りとなっているからだ (ただし、2013～14年の高値圏から50%以上すでに下落しており、マカオのカジノ株は買いレンジにある)。

数多くの学者先生、諸専門家が「家計にある金融資産のうち株式は15%に満たないので、中国株の下落が経済に与える影響はとるにたらない」と主張している。そうかもしれない。しかし、信用の負荷がかかっ

図 10 上海証券取引所指数 (2014 ~ 15 年)



出所：www.stockcharts.com

際の売上だ。しかし、国内企業の多くは、古いやり方を踏襲したままである(図11)。

(中略) 自動車市場の減速は、景気の鈍化、株価のボラティリティ、渋滞・大気汚染対策を目的とした自動車所有の規制強化、中古車販売の増加といった要素が重なった結果だ。CAAMのディーラー調査から分かるように、展示場に訪れる人の数が2015年上半年に急減している。自動車販売の早期回復は見込みそうにない。(太字筆者)

ハントの意見に同意するが、私は中国の自動車販売がしばらく大きく落ち込み、海外自動車メーカーの収益に大きな打撃をもたらすとみている。米国内の自動車販売が報告されたとき、多くのメディアが米国の自動車会社について熱狂的に報じた。しかし実際には、自動車株の値動き

た経済で(私が信頼を置いている情報源の推定値では、信用残高の対経済比は約300%である)、株価の大幅下落は、家計だけでなく、企業部門にも同様に衝撃をもたらすだろう。

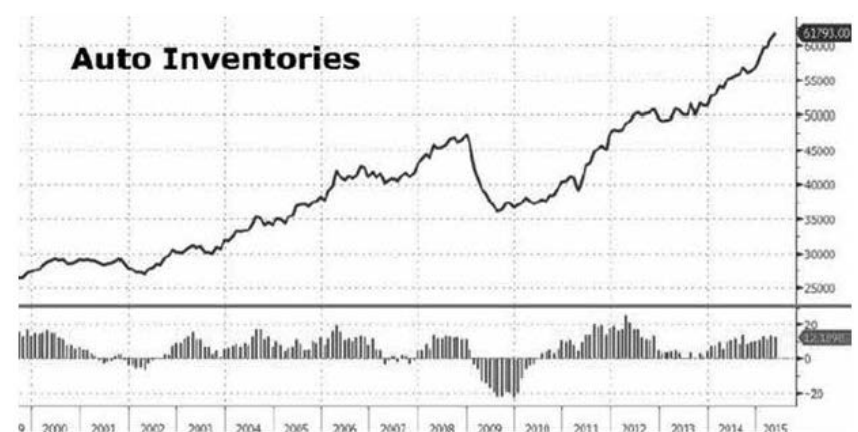
この株価下落で影響を受けているとみられる業種のひとつに自動車がある。友人のサイモン・ハントが以下のような記事を書いた(www.simonhuntstrategicservices.com)。

に中古車販売の人气がさらに高まっていること、もうひとつは車の在庫が膨らみ始めていることだ。

いくつかの海外メーカーが販売の定義を工場渡しから展示場(店舗)渡しに変えている。つまり実

CAAM(中国汽車工業協会)6月報告によると、売上が年初来3.4%減に落ち込んだという(4月の3.7%増、5月のわずか1.2%増の後で)。また、2015年の成長予測を7%から3%に引き下げている。この修正さえ楽観的かもしれない。それには2つの理由がある。ひとつは最近報告したよう

図 11 中国の自動車在庫 (2000 ~ 15 年)



出所：Simon Hunt (www.simonhuntstrategicservices.com), China Association of Automobile Manufacturers

図 12 GM：ゼネラルモーターズ (2012～15年)



出所：www.stockcharts.com

が売上と収益のさらなる悪化を示唆している (図 12)。

例えば、GMは2013年12月に42ドル近くで天井を打ち、それから25%下げた。前にも述べたように、

多くの経済番組が熱狂的な発言をしているわりには、NYSE上場株の約半数が1年前よりも下げているのだ (図8も参照のこと)。

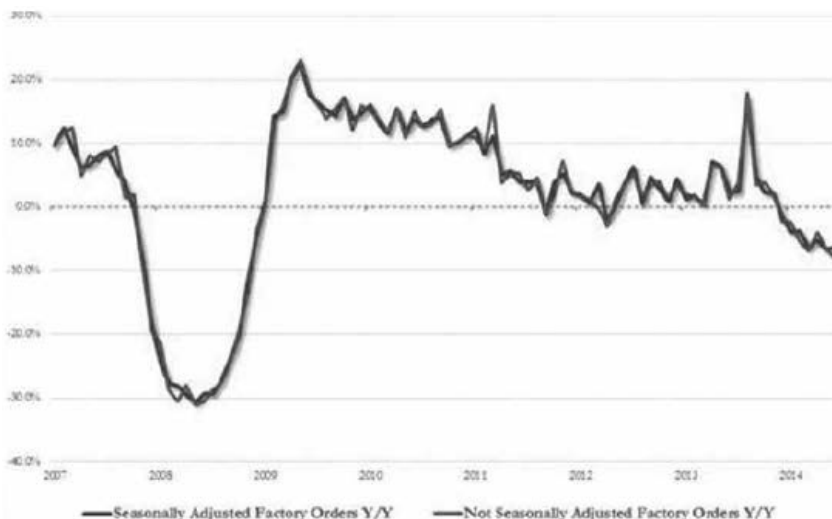
エコノミストやストラテジストが

楽観的に語る米国株は、すべて買うべきではないだろう。米国経済が好調なわけではないのは、5月の米製造業受注からも明らかである。受注は調整値で前年比6.3%に下落しているが、調整前の数字は8%だ。また、ここ10カ月で下げなかったのは、一度だけである (図 13)。

ゼロヘッジでは、米製造業受注の急落が景気後退期以外に起きたためしがないと指摘している (図 14)。

もうひとつ注目されるのが、エリオット・ウェーブ・インターナショナルが指摘しているように、株価の天井圏ではIPO (新規公開株) に損失の出るケースが増える点だ。同社のロバート・プレクター率いるチームは、最近送った書面で「ブルームバーグIPO指数が昨年11月に天井を打った」として、次のように記している (エリオット波動のチャートはwww.SentimenTrader.comを参考にしてほしい)。

図 13 米製造業受注の年次変化 (2007～15年)



出所：Commerce Department, Zero Hedge

(中略) 2015年5月、IPO投資のリスクがさらに高まった。ここ6カ月の間に米国でIPOをした銘柄の78%で純利益がマイナスとなったからだ。この割合は2007年4月のピークである65%、さらには2000年7月のピークである76%を超えている。これらのピークに続いて弱気相場となり、NASDAQ指数はそれぞれ78%、56%下げた。

4月に指摘したように“あいまいなイカれた計算”が“ネットの

1990年台後半も2007年も、弱気投資家の割合は、いまほど低くなかったし、いまほど長く続いていなかった。

個人的には、投資家が株式の将来性にも楽観的であるのと対照的に、米国債にも悲観的であるように見える。世界経済の回復が幻想にすぎないと明らかになると、長期米国債の価格は少なくとも10%反発するだろう。

本レポートでは繰り返し触れてい

るように、私はシンガポールREITと香港REITのポートフォリオを保有している。米国の長期金利がまた下がりそうな状況で、こうしたREITは地味ながらいくらかのリターンを出してくれるはずだ（ただし不動産市場には過剰供給という逆風がある）。

現在、アジアで最も気に入っている株式市場はベトナムだ。本レポートでも機会があるたびに述べている。詳しい情報はインドシナ・キャ

ピタル社のトニー・ジェップ (tony.diep@indochinacapital.com) に連絡してほしい。

最後に、貴金属と鉱山株について。これほどまでの弱気をめったにみたことがない。まるで高値にでも達したかのようだ。安値を更新し続けているからだろう。しかし私には、8月初旬に米国株が天井となり、ほぼ同時に米国債と貴金属が底入れするという感触がある。

本レポートの全文または一部を電子メール・コピー・ファックス等の手段で複製するのは、米連邦著作権法および国際著作権法違反にあたります。著作権法では、そうした侵害行為に対し、1件当たり100,000ドルの罰金が課されます。本レポートの日本語版は、Marc Faber と gloomboomdoom.com の許諾を受け、パンローリング社から定期購読者向けに直接配信されています。定期購読者でない人がパンローリング社以外の情報ソースから電子メール・ファックス・複写物の形で本レポートの日本語版を受け取った場合、著作権法違反に該当します。パンローリング社から書面による明確な承諾がないかぎり、本レポートを電子メール等で頒布・配信・転送しないでください。

免責事項

本レポートに掲載された情報・ツール・資料は、あくまで情報提供を目的としたものです。証券など金融商品の売り買いを提案・勧誘するためのものとして、また証券など金融商品について助言・推奨するものとして、利用・解釈しないでください。

また、本レポートは一般向けに編集されています。特定の投資目的、特定の投資環境、特定の投資家を一切考慮していません。事前に専門家の適切な助言を受けるべきですし、最終的な投資判断は個人が個々の状況を考慮して自らの責任で下すようにしてください。