



西部戦線異状なし

1918年10月、彼が戦死した日はすべての戦線がきわめて静かで、目立った動きがなく、司令部報告にはただ一言、こう綴られていた。

「西部戦線異状なし」。

彼は前に打伏して倒れ、寝ているかのように横たわっていた。

身体をひっくり返してみると、長く苦しんだ形跡はないようであり、

その表情はあたかもこうした最期を迎えたことを喜んでいるかのような、穏やかなものであった。

こう結ばれるエーリッヒ・マリア・レマルクの1929年の代表作『西部戦線異状なし』は主人公の独白の形で戦争の恐ろしさを見事に描き出した作品です。レマルクはこう書いています。「最も冷静であったのは罪のない普通の人々だった。こうした人々は戦争、すなわち不幸であると知っていた。これに対して、裕福な層といえば浮き足立っていた」。この小説の舞台となった第一次世界大戦下のマジノ線（仏独国境における要塞線）からは、現代の、即席起爆装置（IED）がそこかしこに置かれ、コンピューターによって操縦される無人飛行物体が飛び回る混沌としたイラク戦線を思い描くことはできませんが、戦争で多くの人々が命を落とすこと、そして、おそらくは戦争が無意味であることには変わりありません。戦いの舞台はレマルクが描いた西部戦線から中東に移りましたが、人間の政治的なぶつかり合いはそのままです。それぞれの側に神の加護があり、命を捧げる大義名分があります。しかし、塹壕の中の兵士達にとって、重要になるのは生き残ることと仲間意識です。レマルクは当時の強力な防衛線に広がる恐怖をこのように描いています。「僕達はその他に関するあらゆる感覚を失った。事実だけが正しく、意味のあるものだった。そしてまともな戦闘ブーツは手に入れることが難しかった」。それは今でも変わらないと考えられます。ただし、現代では手に入れること

が難しいものは、防弾チョッキであり、装甲を施した軍用車となりました。それでも、兵士は命を落とし、それにより、さらなる悲しみが広がります。今、戦線にある兵士達が無事に任務を終え、再び米国の地をその足で踏みしめることができるよう、祈りたいと思います。

運用の世界でも、近年のイラク戦争でみられるように、戦局はさまざまに変化し、それに応じて戦略も変化してきました。しかし、少なくとも、偏っている上に怪しくなりつつある私の記憶からすると、PIMCOは2006年終盤以降、非常に明確な定義可能な戦闘計画を一貫して掲げてきました。

- (1) サブプライム・モーゲージの崩壊に巻き込まれないようにしつつ、住宅市場の悪化がもたらす帰結にポートフォリオを備えること（任務完了！）。
- (2) FRBの金融政策の変化を見越し、最終的に2%までのFF金利引き下げにより利益を得られる高格付の短期商品を購入すること（任務はほぼ完了！）。
- (3) 予想される景気後退局面で自己資本の毀損に見舞われる高格付金融機関に再投資すること（任務の成否は不確定）。
- (4) 最終的に企業のデフォルトが天井をつけた段階で、低格付債に投資すること（今後の任務）。

- (5) 経済と金融市場におけるグローバル化の進行がもたらす影響に常に目を配り、それが実質金利、インフレ、為替に与える影響を見守ること。(続行中の任務)。

これまでのところ、この戦闘計画がかなり上手くいっていることは明らかですが、リスクがなかったわけではなく、不安がなかったわけでもありません。クレジット市場の勢いが止まらず、レバレッジを活用した投資家の安心感を揺るがす事態など起きえないとも思われた2007年前半、塹壕に釘付けにされたPIMCO部隊は自信喪失に苛まれ、そこかしこで舌打ちが聞かれたものです。リスク・テイクの戦いのマジノ線にはLibor + 0.25% などというもったいぶった金利が配給されましたが、頭を打ち抜かれないようにするためには、あえてそれには手を出さないようにしてはなりません。しかし、その後、事態は動き始め、2007年6月にベア・スターン傘下のヘッジ・ファンドが破綻し、8月中旬には市場に恐怖が広がりました。そして、最初の破綻から1年後、今度はベア・スターン自体が破綻し、今でもその余波は残っています。私達は生き残ることができただけでなく、領土を拡大し、さらに前進することを視野に入れています。

しかし、部隊の指揮官としてはここで前進を一旦停止して、全面攻撃を仕掛けるべきか、それとも、手薄になった敵の正面だけでなく、側面についても慎重に分析すべきかをよく考える必要があります。PIMCO部隊の指揮官であるCIOは現在、私とモハメド・エラリアンが共同で務めています。エラリアンはこの数ヶ月間、先ほど紹介した戦略的戦闘計画リストのステップ3の段階で攻撃の一時中断を余儀なくさせるファットテールの可能性について、少なくとも検討してみることが必要と助言してきました。

エラリアンが指摘したファットテールの可能性とは、蓋然性は低いものの、最近の株価やクレ

ジット市場スプレッドの楽観的な動きが先走り過ぎていている可能性です。市場が先走っているとすると、それは次の2つの判断に拠って立っていると考えられます。すなわち(1) 価格が下げ止まり、銀行と投資銀行が資本基盤を強化する中、金融システムのレバレッジの解消はピークを越えようとしていること。そして、(2) 以前であれば考えられなかった数多くの革新的な政策対応により、金融を基盤とする現代の経済を再度円滑に機能させるに十分な水準に流動性を回復させたことです。エラリアンの主張によると、こうした可能性を排除することはできないものの、こうした点はウォール街とロンドンの金融街「シティ」を中心とする変化であり、米国と英国の実体経済とは別問題であると考えられます。景気後退とそれが雇用と個人消費支出に与える悪影響は依然として懸念材料です。そして、今回の景気後退はこれまでのところ穏やかであり、依然として公式に認定されていませんが、以前から馴染みのあるありきたりの景気後退とは異なったものになる可能性があります。

その可能性に対し、PIMCOのインベストメント・コミッティー(IC)はメンバーの1人であるポール・マカリーの主張に耳を傾けてきました。マカリーと同じくケインジアンであり、金融システムを重視した経済学者ハイマン・ミンスキーの考え方を取り入れることで、マカリーのケインジアンとしての基礎はさらに強固なものになっています。マカリーがPIMCOのICにミンスキーの金融不安定化仮説を紹介したのは2002年のことであり、その後、マカリーが中心となって、戦略計画のステップ1、すなわちサブプライム・モーゲージの崩壊を回避するための計画の基盤が作られました。このミンスキーの著書とマカリーの推薦、そして、PIMCO全体の常識と内部調査分析により、数10億ドルに相当する損失を回避することができました。しかし、ここで問題になるのは、安定性を損なう住宅価格の下落スパイラルにより、個人消費支出に現れる実

体経済の不安定さに対抗する必要があるか、それとも、市場による先走った楽観が再度、2007年の「8月の砲声」に姿を変える可能性があるかです。金融市場も、PIMCOも、住宅価格とそれが実体経済に与える副作用に対する備えは手薄です。ミンスキーとマカリーによる20世紀の金融危機の分析は、この点に対する歩哨の役割を担っているのといえることができるでしょう。

住宅価格がきわめて重要となる理由をミンスキーに尋ねたならば、彼は簡潔かつ率直に、住宅価格は潜在的な資産デフレの最前線にあるがゆえであると答えることでしょう。米国とその他一部の国の経済は現在、基本的に資産を基盤としており、また、安定しつつ、上昇方向に傾斜した物価に依存しています。このため、住宅という経済における主要な金融資産でデフレが発生すれば、深刻な被害を免れることはできません。ミンスキー曰く、そこで発生するデフレの影響を抑え込まなくてはならず、それに失敗した場合には、戦いに負ける可能性があります。その場合、実体経済はモハメド・エラリアンが主張する通り、重篤な戦争神経症を患い、金融市場は再び下落に転じることになるでしょう。

ミンスキーであれ、PIMCOのマカリーやエラリアン、グロースであれ、そして、フェルドシュタイン氏やサマーズ氏、その他多くの人々も、過去12ヵ月間で10%下落し、今後1年間でさらに10%程度下落が見込まれる住宅価格を下支えするために追加的な政策手段が必要であると主張することでしょう。しかし、それはFF金利の引き下げではありません。ここから先のFF金利引き下げには、メリットよりもデメリットの方が多くなるというのがPIMCOの見解です。マイナスの実質金利により、国内外の投資家は痛手を被っており、結果として、ドルの下落、きわめて高い商品価格、輸入インフレの一貫した上昇を招いています。FF金利引き下げよりも優れた選択肢となるのが、ドッド・フランク議会

提案で想定されている民間モーゲージ債務の時価評価損失の計上制限と、市場金利を下回る政府の補助金付きローンとを組み合わせる方法です。この点については、次のように考えることができます。まず、住宅価格が40万ドルから30万ドルに下落することを容認し、担保割れした「ショートセール」による差押えを執行することができます。しかし、住宅保有者の負債を40万ドルから35万ドルに軽減し、FHA（連邦住宅局）を利用して4%の金利でローンの借り換えを認め、周辺地域の住宅価格を安定させることも可能です。共和党も民主党も、そしてPIMCOを含め、金融界でモーゲージ債務を保有する企業も、選択肢として、急落による市場の整理ではなく、その対極に位置する安定の方が優れているということで意見が一致するでしょう。そして、痛みをすべての参加者で分かち合わなくてはならない場合、安定が特に優れた選択肢になることに疑問の余地はありません。そして、これこそがミンスキーのいう資産を基盤としたデフレの影響を軽減する切り札となるものです。

また、英国モーゲージ債市場に対する1000億ドルに上るイングランド銀行のターム資金供給を始めとする、他の政策的取り組みや、米国の政府機関やFRBが同じような政策対応を取る可能性は、各国共通の目標である住宅価格をてこ入れするための頼もしい手段となります。住宅価格の下落が続き、さらに数兆ドルの損失が発生すれば、実体経済に深刻な悪影響を及ぼす恐れがあり、その場合、金融市場は悪化方向に転換する可能性があります。さしあたって、私達が戦っているこの投資戦線に異状はなく、戦争は終息に向かっていると思われまふ。しかし、戦闘計画のステップ3を実行し、最終的にステップ4の実践を模索する中、PIMCOは警戒を続けています。レマルクは第一次世界大戦下の兵士にこう語らせています。「僕らは塹壕に住み、戦っている。殺されないようにしているけれど、殺られてしまうこともある。それだけだ」。私達の

仕事は彼らほど危険ではないものの、その結果は彼らと同じような確率論的なものとならざるをえません。そのため、PIMCO 部隊は、銃弾を避けるべく頭を低くして、明日の戦いに備えています。

ウィリアム・H・グロース
マネージング・ディレクター

ピムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり、かつ法律による制約のない方に対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない国・地域の方に提供するものではありません。

過去の実績は将来の運用成果を保証するものではありません。本資料には、本資料作成時点での著者の見解が含まれていますが、これは必ずしもPIMCOグループの見解ではありません。著者の見解は、予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

債券市場への投資は市場、金利、発行者、信用、インフレなどに関するリスクを伴うことがあり、投資は換金時に初期投資費用よりも高くなっていたり安くなっていたりすることがあります。米国債には米国政府の完全な政府保証が付与されています。ただし、米国債に投資するポートフォリオは米国政府保証の対象にならず、その価値は変動します。モーゲージ担保証券や資産担保証券は金利水準の変化に対する感応度が高い場合があり、期限前償還リスクを伴います。金利が上昇する期間、モーゲージ関連商品を保有するポートフォリオはボラティリティに影響を及ぼす可能性があります。高利回りで低格付けの債券はより高格付けの債券よりも高いリスクを伴います。

運用を行なう資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料には具体的な金額・計算方法は記載しておりませんのでご了承ください。

本資料の一部、もしくは全部を書面による許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権はPIMCOに帰属します。2008年

(注) PIMCOはパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味します。

P I M C O

ピムコジャパンリミテッド

〒105-0001

東京都港区虎ノ門 4-1-28

虎ノ門タワーズオフィス 18 階

金融商品取引業者

関東財務局長(金商)第382号

加入協会:

(社)日本証券投資顧問業協会

(社)投資信託協会