



AMG Market Commentary

October 2011

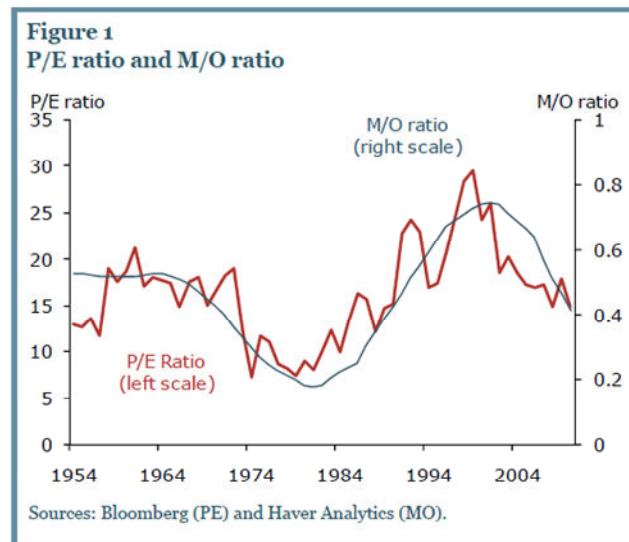
年齢、投資、株式評価

9月のMarket Commentaryでは、米国での経済不振の兆しと、それが将来的に株価と市場のパフォーマンスにどう影響するかについて述べた。この前月の記事を書いた記者が、1週間ほど前、サンフランシスコの連邦準備銀行の研究者によって行われた研究を、偶然見つけた。その研究とは、米国内でカギとなる人口統計に関するもの、すなわち、団塊の世代の高齢化と、株価の間にある関連性についてである。具体的に言うと、ツェン・リュウと、マーク・M・スピーゲルが、統計モデルを作成し、これから起こるであろう年齢分布の変化が、この先20年、株価を低迷させる原因になるかもしれない事を発見した。

まず、「団塊の世代」とは、1946年（第二次世界大戦終戦の年）から1964年の間に生まれた人たちの事を指す。米国国勢調査局によると、この世代が全体の25パーセントと、大きな割合を占めている。さらに、この世代は、年齢的に、収入・経験・財産・消費能力、そして社会的地位においても全盛期と言える人たちだ。しかし、この世代は、今から20年前後で、現役から退職へと移行していく世代でもある。この移行期間が、貯蓄や消費、また投資の仕方にも変化をもたらす。常識で考えて、勤め人からリタイア生活者になるとすれば、貯蓄額を増やし、消費に敏感になり、投資には慎重になるというのが普通だろう。投資に関しては、団塊の世代がリスクの高い株を減らし、利子・配当金のある資産クラスを増やすといった、資産ポートフォリオの分散をすでに始めている、という事実もある。

人口統計と株価の歴史的関係を調査するにあたり、研究者たちは、人口分布を基準とする株価収益率（P/E）の統計モデルを慎重に検討した。株価収益率は、過去12か月のインフレ調整及び平均的インフレ調整されたスタンダード&プア500企業の年度末収益高に基づいて作られた。人口分布は、Middle agers／中年（40歳から49歳）と、Old agers／老年（60歳から69歳）の割合で計測し、それをM/O率、と呼んだ。

表1は、1954年から2010年にかけて、このP/E率とM/O率がどのように動いたかを表している。研究者たちは、二



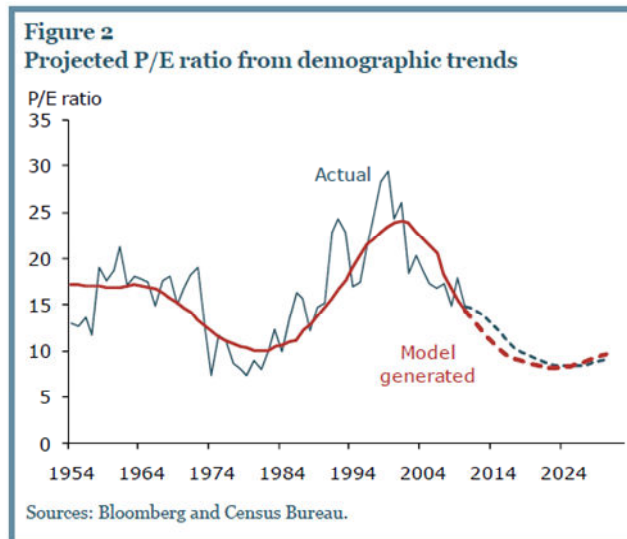
重要事項及び免責事項：

当資料は内部資料として主にプロフェッショナルアドバイザーのためだけに作成されたものです。当資料は特定の金融商品または投資戦略判断のための勧誘や売買推奨を目的としたものではありません。また、当資料は弊社が信頼するAMGファイナンシャルグループ及び関連会社から収集、作成した情報ですが、AMGファイナンシャルグループ、関連会社及び著者は明示または黙示を問わず、正確性、有効性、情報およびデータの完全性についていかなる保証をするものではありません。また、同様にAMGファイナンシャルグループの役員、従業員、関係者および著者も責任をもつものでもありません。筆者の見解は当資料の受領者への通知なしに変更することがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンス、投資価値および投資価値の上昇による収入、市場変化や通貨により下落することを示唆、保証するものではありません。当資料に疑いの点がある場合は、担当アドバイザーにお問い合わせください。当文章は日本人の方が参考として用いるためだけに作成された文章です。翻訳には万全を期しておりますが、日本語訳の記述にあいまいな点があった場合、英文を正文と致します。

つに関連性があること、このサンプル期間では、0.61 の係数で相互関係にあることを発見した。この結果から、彼らは次に、予想される M/O 率から、未来の P/E 率を割り出そうと試みた。国勢調査機関の予想人口データを使い、2011 年から 2030 年の M/O 率を見積もってみた。結果は表 2 を見て頂きたい。

結論から言うと、P/E 率は、2010 年の 15 倍からどんどん下がり、2025 年には 8.4 倍、2030 年でやっと 9.1 倍あたりまで回復する。

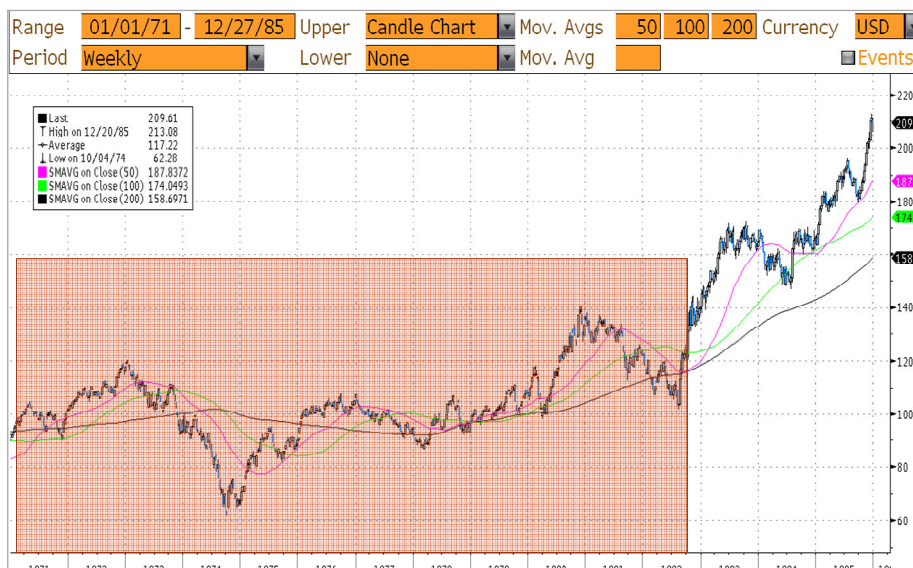
この研究者たちは、M/O 率（年齢分布）という、一つの要因だけを取り上げて調査を行った最初の人たちであり、また、株の需要を高める要因は一つではないと認識をした人たちでもある。例えば、過去最低に近い債券利回りなどは、投資家達がリスクの高い株に目を向ける要因になり得る。



仮にこの恐ろしい予想が現実のものとなれば、投資家はどうすれば良いのだろうか。もう一度、先月の Market Commentary にもあった、S&P500 指数のチャートを見て頂きたい（下）。ピンクの部分、平均 10 倍以下という株価収益率の低迷時代だ。投資家たちにとってはイライラの溜まる 10 年間だった。マーケットタイマーの匠でもない限り、このような価格の揺れ動きにはまり、莫大な損失に苛まれる事はよくある話だ。

取引するには危険な市場（時期）ではあるが、定期的な投資、いわゆる積立投資をするには理想的な状況だ。定期的に、例えば月に一回、決まった額を投資することによって、市場ボラティリティを均一化出来るだけでなく、「ドルコスト平均法」の原理で、平均購入額が下がり、利益がアップする。

仮に、毎月 1,000 ドル投資するとしよう。資産、または証券（株や国債、ETF でもよい）の価格が下がれば、より多く買う事ができる。価格が上がったら、その分変える分が少なくなる。これは、自動的に高いものを少なく、安いものを多く買うという、標準化システムなのだ。また、安い方の手持ちが多くなるので、平均価格が下がることにも繋がる。億劫な投資がこんなに簡単に。素晴らしいでしょう？



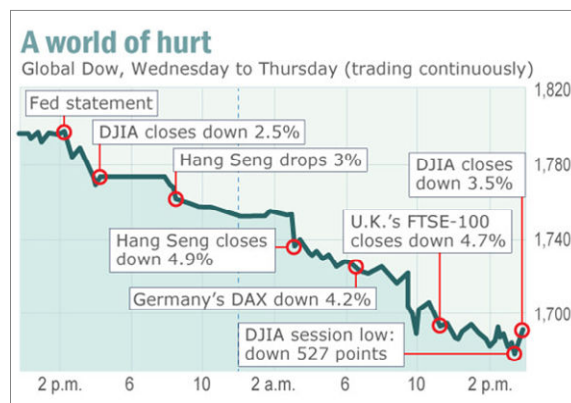
重要事項及び免責事項：

当資料は内部資料として主にプロフェッショナルアドバイザーのためだけに作成されたものです。当資料は特定の金融商品または投資戦略判断のための勧誘や売買推奨を目的としたものではありません。また、当資料は弊社が信頼する AMG ファイナンシャルグループ及び関連会社から収集、作成した情報ですが、AMG ファイナンシャルグループ、関連会社及び著者は明示または黙示を問わず、正確性、有効性、情報およびデータの完全性についていかなる保証をするものではありません。また、同様に AMG ファイナンシャルグループの役員、従業員、関係者および著者も責任をもつものでもありません。筆者の見解は当資料の受領者への通知なしに変更することがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンス、投資価値および投資価値の上昇による収入、市場変化や通貨により下落することを示唆、保証するものではありません。当資料に疑いの点がある場合は、担当アドバイザーにお問い合わせください。当文章は日本人の方が参考として用いるためだけに作成された文章です。翻訳には万全を期しておりますが、日本語訳の記述にあいまいな点があった場合、英文を正文と致します。

市場批評&展望

米国：弱気

量的緩和政策第3ラウンド (QE3) の代わりに、9月21日に幕を閉じた米連邦公開市場委員会 (FOMC) 会議では、オペレーションツイストという政策に達した。簡単に言えば、連銀は4000億ドル分の満期国債を、長期国債と不動産担保証券へ移管することになる。これは、長期金利を更に抑える効果を狙っている。これから期待されるのは、この政策が住宅ローンの金利を引き下げ、新たな融資を促し、未払いになっているローンの方へ資金が補充されることだ。最大の目的は、米国で家を持っている人たちが、ローンの支払いが軽くなった分を消費にまわす、ということだ。少なくとも、それが連銀の考えているシナリオだ。残念なことに、投資家達は明らかに連銀とは違った予想をしており、彼らの落胆ぶりは、連銀の発表があった直後から始まった、国際市場の相次ぐ下落からも見て取れる。横のチャートは、世界の主要株式市場における1日のリターンに対する国際ダウ指数のパフォーマンスを示している (9月21日・22日)。



第3四半期が終わり、米国株式は、金融危機以来最大の下落を見せた。大きな損失を見せたのは、中でも銀行株で、これは投資家達が欧州銀行の負債のリスクに晒されるのを避けていることが原因のようだ。これはKBW銀行株指数のパフォーマンス (右チャート) を見ても、良くわかる。欧州の不安定さに比例して、JPモルガン・チェース、シティグループ、ゴールドマンサックス、バンクオブアメリカ、そしてモーガンスタンリーのシェアも著しく下落した。融資リスク以外にも、投資家達を悩ませているのが、これらの銀行が他の欧州銀行に対し、どれだけのデリバティブに伴うリスクがあるのか、という部分だ。さらに状況を悪くしているのが、銀行が発表する、一貫性がなく分かりにくい情報だ。あるソースによると、米国の5大銀行が、額面上、または標準物のデリバティブ、全体では332兆ドル中の約96%を持っていたことが分かった。銀行の重役たちが、正味のリスクはそれよりももっと低いものだと言ったが、実際どれだけ低いのかは、知る由もない。

Risky Business

KBW bank stocks index



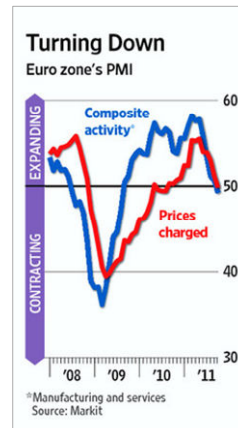
Notional holdings of derivatives at top bank holding companies

J.P. Morgan	\$78.9 trillion
Bank of America	\$74.8
Morgan Stanley	\$56.4
Citigroup	\$55.2
Goldman Sachs	\$53.3

Sources: Thomson Reuters Datastream (KBW); Office of the Comptroller of the Currency

欧州：弱気

マーケット・エコノミクスのデータによると、ユーロ圏の製造部門は、9月の時点で2カ月連続縮小した。同社によるユーロ圏の製造業購買担当者景気指数 (PMI) は、8月の490から、9月には48.5へ落ちた。一方、9月のユーロ圏コンポジットPMIは、1.5ポイント下がって49.2となり、2009年7月以降、初めて50を下回る結果となった (右チャート参照)。新規受注部門も落ち込みが見られ、この先も不振が続く見込みだ。つい先ほど、「トロイカ」、すなわち欧州連合の職員が、欧州中央銀行と、国際通貨基金が、ギリシャでの緊縮計画の進み具合を確かめ、第2次支援 (約80億ユーロ) を実施するか否かを決定するべく、再度ギリシャ入りをした。ギリシャが見積もるところでは、10月中旬までに次の支援がなされない場合、負債の支払いは不可能だと見ている。トロイカの決断がこれ程まで順延されていると、今年と来年の赤字目標に届かないと、ギリシャ政府は幾度となく言っている。BBCによると、ギリシャの2011年の赤字はGDPの8.5%になる見込みで、目標の7.6%は達成できないようだ。赤字は2012年までに6.8%まで削減されそうだが、目標の6.5%には届かない。



重要事項及び免責事項：

当資料は内部資料として主にプロフェッショナルアドバイザーのためだけに作成されたものです。当資料は特定の金融商品または投資戦略判断のための勧誘や売買推奨を目的としたものではありません。また、当資料は弊社が信頼するAMGファイナンシャルグループ及び関連会社から収集、作成した情報ですが、AMGファイナンシャルグループ、関連会社及び著者は明示または黙示を問わず、正確性、有効性、情報およびデータの完全性についていかなる保証をするものではありません。また、同様にAMGファイナンシャルグループの役員、従業員、関係者および著者も責任をもつものでもありません。筆者の見解は当資料の受領者への通知なしに変更することがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンス、投資価値および投資価値の上昇による収入、市場変化や通貨により下落することを示唆、保証するものではありません。当資料に疑いの点がある場合は、担当アドバイザーにお問い合わせください。当文章は日本人の方が参考として用いるためだけに作成された文章です。翻訳には万全を期しておりますが、日本語訳の記述にあいまいな点があった場合、英文を正文と致します。

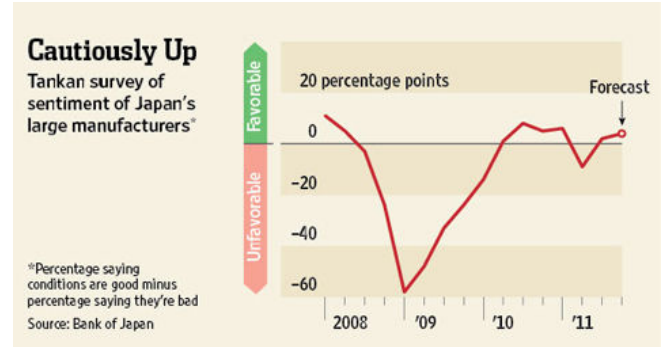


日本：中立

まず最初に、日本の新首相である野田佳彦氏の近況から見てみよう。共同ニュースの世論調査では、野田氏就任の1か月後には、支持率が**54.6%**まで下がったようだ。先月の就任直後では、支持率は**62.8%**だった。政治面では特に元気の出る話はないが、ビジネスの地合いはここ**3**カ月、良好なようだ。日銀の短観調査では、企業の景気観が、**3**月以来、初めてプラス領域まで跳ね上がり、製造と輸出では、地震前と同じレベルまで戻った。工業では、自動車製造業が、史上最高の上昇を見せ、**6**月の**-52**から、**+13**まで一気に上がった。この数字から、**3**月の地震と津波に大きなダメージを受けた産業の経営が、元に戻りつつあることが伺える。短観指数は、調査対象の企業の中で、経営状況が良いと答えた会社から、悪いと答えた会社のパーセンテージを引くことで計算される。

新興市場：弱気

世界的不景気と、欧州債務危機の伝染で、**3**年前の金融危機がまた起こるかもしれないという不安から、新興市場への投資家の熱は、第**3**四半期に大幅に冷めた。MSCI新興市場指数は、第**2**四半期から**23%**下がり、世界株式のバロメーターであるMSCI世界指数は、**17%**下がった。新興市場の**3**つの基盤の中でも、東ヨーロッパとアジア市場が、一番影響を受けた。前者は、西ヨーロッパへの経済的、金融的依存、そして後者は、中国の経済成長の伸び悩みが原因だ。一方、**3**つ目の基盤であるラテンアメリカ株は、前述の問題地域と関わりが少ないことから、他の地域よりは比較的好調だったようだ。



ほとんどのアジア市場は、**9**月にダブルパンチを受けている。株価と為替、両方の下落だ。特に、**ASEAN**市場は、過去数年の力強い利益と、高い流動性で、利食いのターゲットになりやすい。資金を欧州銀行に頼っているアジア諸国も心配の種となったようだ。欧州の状況が悪化すれば、資金が一瞬にして無くなってしまふ可能性があるからだ。右の表は、**UBS**発表のもので、アジアの各国が、どの程度欧州の融資に依存しているかが一目瞭然で分かるようになっている。

	European Banks (EB)	Total Foreign Claims (TFC)	EB/TFC	Germany (G)	France (F)	G+F/TFC
China	221,520	593,879	37.3%	22,441	32,607	9.27%
Hong Kong SAR	386,086	612,733	63.0%	13,448	32,590	7.51%
Chinese Taipei	95,863	171,634	55.9%	11,083	14,705	15.02%
Singapore	200,539	354,913	56.5%	27,734	25,901	15.11%
North Korea	37	120	30.8%	23	14	30.83%
South Korea	174,399	358,803	48.6%	15,504	27,461	11.97%
Philippines	18,079	36,851	49.1%	2,402	3,572	16.21%
Thailand	28,097	94,396	29.8%	6,083	2,752	9.36%
India	150,765	317,672	47.5%	25,838	19,522	14.28%
Indonesia	46,852	109,361	42.8%	9,422	5,366	13.52%
Malaysia	59,107	142,174	41.6%	7,813	4,709	8.81%
Total	1,381,344	2,792,536	49.5%	141,791	169,199	11.14%

Source: BIS, UBS WMR, as of end-March 2011

商品：弱気

製造や工事のような、世界経済の要となる部分に、不景気の波が押し寄せて来ることへの不安から、銅、原油、パラジウムは大幅に値下がりした。

中国とユーロ圏は、世界でも工業金属を最も使用するエリアだが、ここでも大きな不振が見られた。**HSBC**中国製造業購買担当者指数 (PMI) では、**8**月の最終予測、**49.9**から、**9**月には**49.4**に下がった。**50**以下の指数は、製造業活動の縮小を指す。ユーロ圏製造業購買担当者指数は、**9**月には**48.4**で**2**年ぶりの最低値、先月では**49.0**だった。



重要事項及び免責事項：

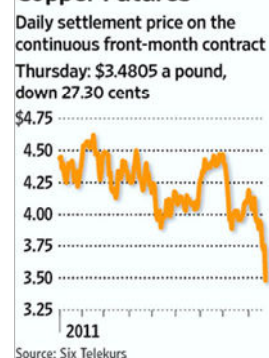
当資料は内部資料として主にプロフェッショナルアドバイザーのためだけに作成されたものです。当資料は特定の金融商品または投資戦略判断のための勧誘や売買推奨を目的としたものではありません。また、当資料は弊社が信頼するAMGファイナンシャルグループ及び関連会社から収集、作成した情報ですが、AMGファイナンシャルグループ、関連会社及び著者は明示または黙示を問わず、正確性、有効性、情報およびデータの完全性についていかなる保証をするものではありません。また、同様にAMGファイナンシャルグループの役員、従業員、関係者および著者も責任をもつものでもありません。筆者の見解は当資料の受領者への通知なしに変更することがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンス、投資価値および投資価値の上昇による収入、市場変化や通貨により下落することを示唆、保証するものではありません。当資料に疑いの点がある場合は、担当アドバイザーにお問い合わせください。当文章は日本人の方が参考として用いるためだけに作成された文章です。翻訳には万全を期しておりますが、日本語訳の記述にあいまいな点があった場合、英文を正文と致します。

工業系金属の価格は暴落したが、貴金属の方も高値がついたわけではない。実際、9月終わりの時点では、金と銀の価格が、二桁パーセンテージ、下落している。下のチャートは、銀・金・プラチナの価格を表すETFの、年初来のパフォーマンスを示したものだ。赤い線は金、緑の線がプラチナ、青い線が銀だ。



(ソース : finance.yahoo.com/charts)

Copper Futures



ヘッジファンド：判定困難

ヘッジファンドの8月のパフォーマンスは不調だったが、国際株よりはまだ良かった。ダウジョーンズ・グローバル指数の7.69%の減少に対し、ダウジョーンズ・クレディ・スイス・ヘッジファンド指数は、8月で2.30%の減少だった。

指数の対象となる10部門のうち、3部門が上向きの結果を出しており、ショートバイアスが6.56%の伸びと、最も優良なパフォーマンスで、市場全体が下降する中、株式市場ではショートポジションが有益だと実証した。グローバルマクロは1.91%の伸びで、8月の高い流動性を操作するため、マネージャーは巧妙な取引戦略を実践したようだ。クレディスイスインデックス社によると、ヘッジファンド産業には、8月に約4770億米ドルが流入したと見られている。当産業の総資産は、8月末で179兆米ドルと推測される。

Index	August 2011	July 2011	YTD
Broad Index	-2.30%	0.69%	0.00%
Convertible Arbitrage	-1.73%	-0.14%	1.72%
Dedicated Short Bias	6.56%	3.01%	4.37%
Emerging Markets	-3.15%	1.67%	0.63%
Equity Market Neutral	-0.89%	-0.18%	4.40%
Event Driven	-5.37%	-0.78%	-4.87%
Distressed	-4.41%	-0.26%	-1.69%
Event Driven Multi-Strategy	-5.98%	-1.07%	-6.78%
Risk Arbitrage	-0.92%	-0.77%	1.21%
Fixed Income Arbitrage	-0.27%	0.55%	3.82%
Global Macro	1.91%	2.53%	5.89%
Long/Short Equity	-4.44%	-0.41%	-4.12%
Managed Futures	0.25%	4.03%	0.74%
Multi-Strategy	-1.93%	0.61%	2.99%
Dow Jones Industrial Average	-3.96%	-2.05%	2.14%
Dow Jones Global Index	-7.69%	-1.66%	-6.07%

国債：判定困難

連銀がオペレーション・ツイストを発表した事も原因かも知れないが、それよりも欧州債務危機の収拾がつかなくなっている様子から、リスク逃避が起これ、国債は2008年の金融危機以来、大きな回復を遂げた。第3四半期では、10年債利回りが、6月終わりの3.16%から122ベースポイント下がった。一時期では、10年国債先物の利回りが1.68%まで下がり、過去最低となった。30年債利回りも同期に146ベースポイント下がり、2年先物債は第3四半期に入り0.15%の過去最低の利回り、期末では、6月より20ベースポイント少ない利回りとなった。

あらゆる高リスク資産から逃避してきた投資家達が考える安全な国、日本、ドイツ、スウェーデンや、スイスが発行する国債も、大きく回復した。

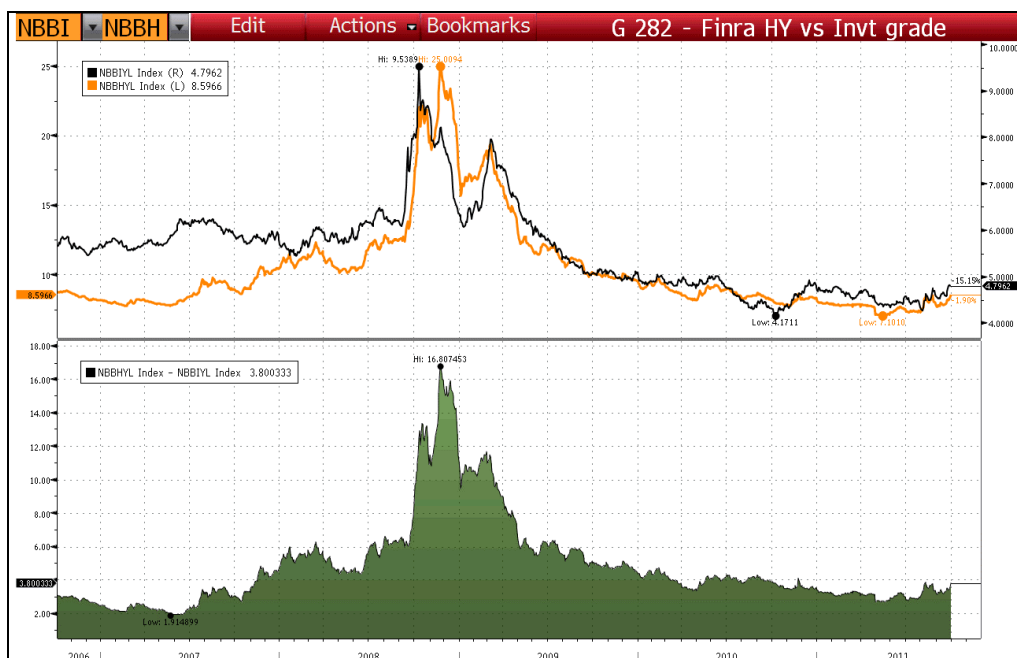
先進国の国債以外では、投資適格社債ファンドと、高利回り債で、利率が上昇している。さらに、投資適格社債ファンドに対する高利回り債の利回り格差も大きくなっており、これは投資家の間で高リスク逃避が広まっている事



重要事項及び免責事項：

当資料は内部資料として主にプロフェッショナルアドバイザーのためだけに作成されたものです。当資料は特定の金融商品または投資戦略判断のための勧誘や売買推奨を目的としたものではありません。また、当資料は弊社が信頼するAMGファイナンシャルグループ及び関連会社から収集、作成した情報ですが、AMGファイナンシャルグループ、関連会社及び著者は明示または黙示を問わず、正確性、有効性、情報およびデータの完全性についていかなる保証をするものではありません。また、同様にAMGファイナンシャルグループの役員、従業員、関係者および著者も責任をもつものでもありません。筆者の見解は当資料の受領者への通知なしに変更することがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンス、投資価値および投資価値の上昇による収入、市場変化や通貨により下落することを示唆、保証するものではありません。当資料に疑いの点がある場合は、担当アドバイザーにお問い合わせください。当文章は日本人の方が参考として用いるためだけに作成された文章です。翻訳には万全を期しておりますが、日本語訳の記述にあいまいな点があった場合、英文を正文と致します。

を示している。格差では上の方の利率も、まださほど大きいものではないが、2008年のリーマンショックを例として考えると、突然大きく上昇する可能性もある。



*他に表示が無い限り、全ての数値、情報は、WSJ, Bloomberg or Haver Analytics.を参照しました。

ご意見・ご感想は enquiries@amgwealth.com までお送りください。

AMG Financial Group
 5/F, Guangdong Investment Tower, 148 Connaught Road Central, Central, HONG KONG
 Telephone: (852) 3970 9531 Facsimile: (852) 3426 2650



重要事項及び免責事項：

当資料は内部資料として主にプロフェッショナルアドバイザーのためだけに作成されたものです。当資料は特定の金融商品または投資戦略判断のための勧誘や売買推奨を目的としたものではありません。また、当資料は弊社が信頼する AMG ファイナンシャルグループ及び関連会社から収集、作成した情報ですが、AMG ファイナンシャルグループ、関連会社及び著者は明示または黙示を問わず、正確性、有効性、情報およびデータの完全性についていかなる保証をするものではありません。また、同様に AMG ファイナンシャルグループの役員、従業員、関係者および著者も責任をもつものでもありません。筆者の見解は当資料の受領者への通知なしに変更することがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンス、投資価値および投資価値の上昇による収入、市場変化や通貨により下落することを示唆、保証するものではありません。当資料に疑いの点がある場合は、担当アドバイザーにお問い合わせください。当文章は日本人の方が参考として用いるためだけに作成された文章です。翻訳には万全を期しておりますが、日本語訳の記述にあいまいな点があった場合、英文を正文と致します。