

ちょうど良い状態はもう終わりなのか

2016年5月

クレジット・アルファ・ロング・ショート戦略のポートフォリオ・マネジャーであるジェロード・シャルパンが、今後金融市場の不安定性が引き続き強まるとの予想を踏まえ、現在の市場環境に対する逆張りの見方と投資アプローチを考察します。

【投資は慎重姿勢で】

過去4年間にわたり、主要国の金融政策がリスク資産を強く支えてきたため、「押し目買い」という考え方が当運用の投資戦略の中心でしたが、今や将来に関して遥かに暗い見通しです。

金融政策が地域間で異なるばかりでなく、効果を失いつつあるなかで、マクロ経済や信用ファンダメンタルズ、市場の観点からリスクが累積しています。その結果、リスクが今や下方に大きく偏っているため、投資態度を「戻り売り」に転換すると同時に、中央銀行がリスク資産を無限に支えることができると信じるのではなく、できなくなる境目である「断層線」の識別に注力することが妥当です。

現在のブルーベイの基本シナリオは弱気シナリオです。今や、より深刻な「ブラック・スワン」的なイベントが生じて金融市場が大きく混乱する可能性は、過去4年間にわたり広がった「ちょうど良い」状態がもう少し長く持続できる可能性と同程度とみえています。

この環境下では、市場トレンドに対する逆張りアプローチでポジションをとることが妥当と考えています。

この考え方をロング・ショート戦略に取り入れ、現在、リスクの非対称性が最も高く、下方リスクに著しく偏っているとみられる社債のショート・ポジションを構築しています。社債は、群集行動が広がり、モメンタム以外の要因が考慮されていないことが最も明白な資産クラスと思われます。ソブリン債のスプレッドは社債のスプレッドと比べて割安ですが、同じ方向に動くため、弱気見通しのなかで、その事を指標としてあまり気にしていません。金利も確信度の低い分野です。それは、金利が大幅に低下するシナリオと同時に、同程度に起こり得るシナリオとして、弱気見通しのきっかけである大幅に上昇するシナリオが描けるからです。最後に、当運用では、最悪のシナリオが実現する場合に備え、為替を用いてテール・リスクをヘッジしています。

ブルーベイの見方は多くの要因に基づいており、それらの要因が重なる場合、経験豊富な運用担当者には強い意志が必要となります。

1. 中央銀行はまだ有効な政策を講じることができるか

欧州中央銀行(ECB)と日本銀行(日銀)は、構造的な硬直性によって停滞している経済活動を刺激するために効果的な方法を探ることに、ますます苦勞しています。市場は、日本と欧州のマイナス金利に対して、主に銀行や債務者に不利益となり、投資家の頭痛の種となることから、抵抗しています。ブルーベイでは、金融政策ができることは限界に達し、「ちょうど良い」方法があまり残されておらず、非伝統的な手段は、適切な価格形成メカニズムをさらに歪めており、そのため、ボラティリティとシステムック・リスクを高めていると見えています。

財政政策と構造改革は、政府がとりうる手段ですが、多くの場合に、政府は中央銀行からの助言を丁重に無視しています。中央銀行は、今や経済の方向を変えるよりも時間を稼ぐことしかできません。ECBの社債購入プログラム(CSPP)は、危険な価格の歪みを示す直近の例です。

投資家がECBに先行して社債の購入に殺到したため、スプレッドは昨年10月の水準まで戻り、利回りは過去最低をわずかに上回る水準まで低下しました。実際、純粋なスペイン企業は、スペイン国債の利回りを30%下回る利回りで、10年物社債を発行しています。ユーロ建て社債市場においては、リスクのミスマッチを示す複数の類似例があります。このような利回り水準では、投資家がより利回りの高い市場に向かうのも当然であり、米国債券市場は、著しい資金流入を経験しています。



ジェロード・シャルパン
ポートフォリオ・マネジャー

ECBは、ユーロ建て社債発行の増加分のうち半分近くを吸収する可能性が高いでしょう。一方、ECBは、国債供給の増加分の4倍以上を吸収していますが、イタリア国債のスプレッドは、量的緩和の開始以降に拡大しています。社債が現在の水準で買われないことには正当な理由（バリュエーション）があるため、市場状況が悪化すれば、流通市場における流動性はほぼなくなるでしょう。ECBは、信用供給量を増やして、発行企業の資金調達を促すことのみを気にしており、流動性を気にしておらず、最終的な買い手にはならないでしょう。この理由から、欧州社債の大幅なショートを検討しています。

2. 市場の流動性は重大なシステミック・リスク

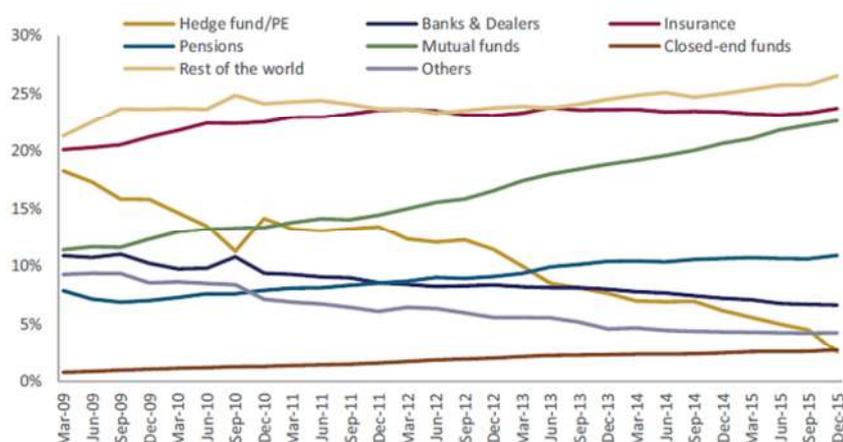
大半の金融資産にわたる投資家基盤は、日次の流動性を提供し、リスクが限定される金融商品が圧倒的に多く、パッシブ運用商品の比率も上昇しています(図1)。このタイプの金融商品への継続的な資金流入に起因する群集心理は、そのため、ますます強まっています。一方、ディーラーのバランスシートが縮小し、ヘッジファンドが業界のなかで占める割合が低下し、新たな「証券仲介産業」の出現が難しいなど、取引を吸収または促進する金融システムの能力は、大きく低下しています。

図2が示すように、米国の投資信託の規模は、今やディーラー在庫の20倍に達しており、2008年以前のわずか2倍から上昇しています。結果として、下向きの市場サイクルに対するバッファーがないため、少量の取引が極めて大幅な価格変動に繋がる可能性があります。

ごく少数の運用会社への多額の資産集中は、この流動性リスクをさらに高めます。金融市場において売買する者は誰でも、市場の流動性(価格と数量の組合せ)の悪化や、ストレス時における価格の連続性の不在を経験していますが、未だにこの経験を定量化できた者はいません。それでも、規制当局は、流動性状況が改善していることを示唆するチャートを作成してきました。そのため、事故が生じる前に、こうした不均衡を修復することはもちろん、それに取り組むことは予想されません。

2007年には、ドイツ国債利回りが約4%であったため、債券価格に対する下落ショックを和らげることができました。現在、ドイツ国債利回りは約0.15%であるため、さらに下落ショックが生じた場合にそれを緩和する役割を果たすとは思われません。

図 1. 米国の保有資産：日次の流動性を持つ投資信託、海外投資家、ヘッジファンドの占める割合は低下



出所: UBS, Federal Reserve, 2015年12月31日

図 2. 米国社債の資産 vs ディーラーの在庫



出所: Bloomberg, BlueBay, 2015年12月31日

3. コモディティ市場は追い風ではなく逆風

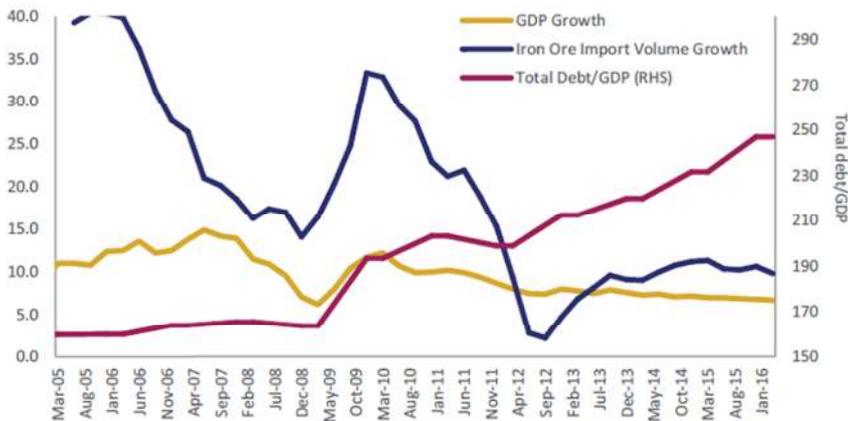
現在の世界的なマクロ経済環境には逆風がみられます。特に、世界経済の安定的かつ連動した成長から恩恵を受けていたコモディティ市場は、今や構造的な不均衡に苦しんでおり、原油や鉄鉱石、銅などは、まさに供給が過剰になっているときに、世界経済の減速に伴い需要が減少しています。

コモディティ価格の下落は、比較的最近の事象であり、経済成長が上振れしなければ、底値に達するまでしばらく持続する可能性があります。鉄鉱石業界では、鉄鉱石価格が1トン当たり180米ドルまで高騰するなかで、財務内容が保守的であるとみなしていましたが、価格が60米ドルまで下落した今や、深刻な過剰債務となっており、痛みを伴う資産の処分が続きます。

今後、この状況に対する短期的な解決策はなく、厳しい道のりが控えているだけであり、それに伴いほぼ確実に低迷します。中国は世界最大のコモディティ消費国(供給量の約50%を消費)であり、引き続き間違いなく変動と不確実性をもたらします。中国の鉄鉱石輸入はまだ年率10%超で増加しており、それを増大する債務負担によって賄っている一方、GDP成長率は約6.7%まで低下しており、さらに低下すると思われる(図3)。

その結果、コモディティ・セクターでは、資産価格の変動を踏まえ、「戻り売り」の投資戦略が主な方針です。

図 3. 中国の解消されない不均衡



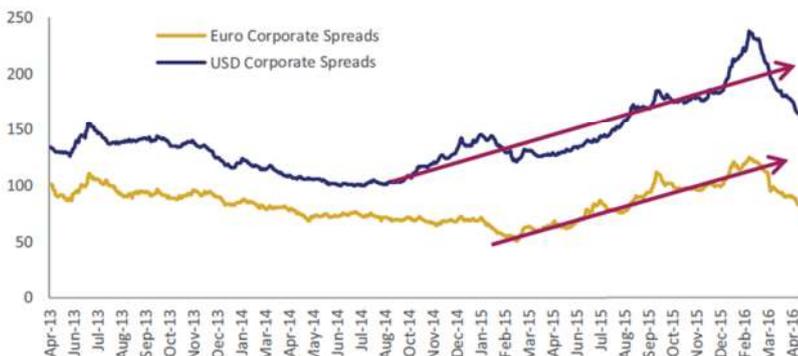
出所: Bloomberg, 2016年3月31日

4. 低利資金+低成長=信用悪化

米国と欧州の社債は、ともにデフォルト(債務不履行)が増加基調に転じたようです。金融状況がまだ下支えとなるため、低いデフォルト率が長く続く可能性はありますが、信用力の悪化は明らかで、スプレッドは米国で2014年半ば、欧州では2015年半ばに、既に拡大し始めました(図4)。

ドイツ銀行の調査(図5)によれば、米国企業の累積債務は前回の下方サイクル時と同程度に達しており、格付けの最も低い(CCC格)の企業は、ほぼ市場にアクセスすることができなくなっています(図6)。米国企業のデフォルト件数は、2016年に2015年の2倍となっています。

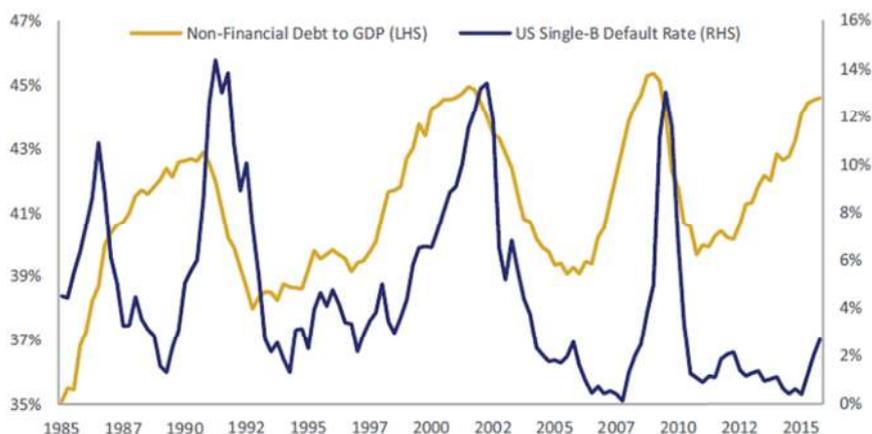
図 4. 米国および欧州のクレジット・スプレッドのトレンドは転換している



出所: BoA Merrill Lynch Global Research, 2016年4月29日

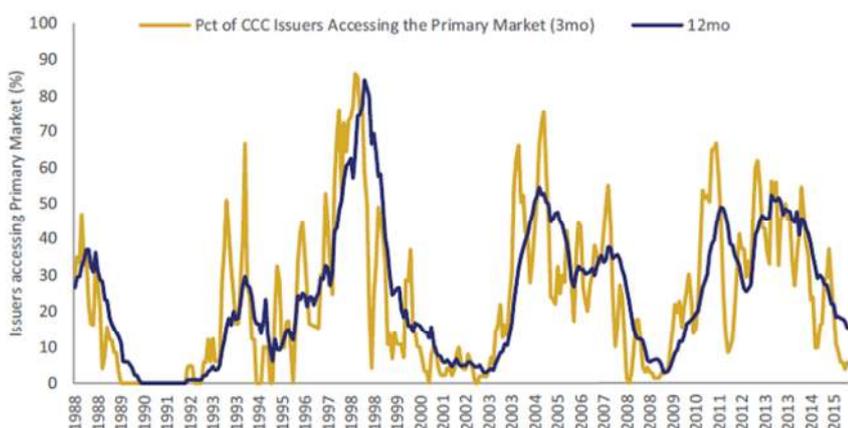
一方、より健全な企業に対して、極めて低利の資金調達によって自社株買戻しを行う強い誘因が働いています。もちろん、中央銀行の超緩和政策によって供給された低利資金は、成長のための設備投資に使われるべきです。しかし、残念ながら、世界経済の減速や構造改革の不在、不透明な政治環境（特にEUですが、それに限りません）を背景に、成長見込みが十分に明白ではないため、企業は、「Free(ただの)」資金（一部の企業は最近、クーポンがゼロの社債を発行することができます）でさえ、成長資金として使おうとしていません。そのため、緩和資金はむしろ自社株買戻しに使われる傾向があり、それによってバランスシートの悪化を促しています。

図 5. 非金融部門の GDP に対する負債比率 vs 米国シングル B 格企業のデフォルト率



出所: Deutsche Bank, 2015年12月31日

図 6. CCC 格発行体の新規発行市場へのアクセス



出所: BAML, 2016年2月29日

5. EU の存在危機 – 次の展開

英国のEU離脱という差し迫ったリスクは、単にEU圏が目先直面している「現状維持か分裂か」が試されることだけではありません。投票結果が離脱となれば市場を混乱させますが、「残留」でも非常に短期間の猶予を与えるだけです。英国がEUを離脱する場合、経済的に大きな問題を経験するとみていますが、離脱するか残留するかにかかわらず、EU全体に政治的に大きな波紋をもたらします。

さらに、難民危機やブリュッセルに対して敵対的な政党の絶え間ない台頭、ギリシャの長引く問題、ECBの政策努力に対する法的課題、スペインにおける選挙や独立支援運動、進まない構造改革、イタリアで長く先送りにされてきた銀行再編は、いずれもさらに根本的な問題として、投資家を欧州の資産から遠ざけており、1つのリスクの背景にはその他に多くのリスクがあることを認識させます。

BofAメルリンチ欧州国債指数の利回りは、現在0.5%を下回っており、いかなる投資家に対しても、強制されない限り、この資産クラスを組み入れる誘因がほとんど見られません。

まとめ

これらの点をすべて念頭に置き、最も起こり得る結果として、価格ボラティリティの上昇や資産の流動性の低下を予想しています。デフォルト・リスクが排除され、ボラティリティが低下しない限り、投資家が最小限の期待リターンを許容する誘因がないため、「日本化」シナリオはないと考えています。先進国において、デフォルト・リスクの排除やボラティリティの低下は予想されません。

中央銀行は、実際にリスク資産の変動を促しており、選択肢は多いものの、デフォルトの回避は対象になっていません。重要なことに、ポジションの集中や群集行動は、2008年以降における金融市場の一般的な特徴であり、いずれも拡大かつ持続すると考えています。

また、前述したようなマクロ経済に関する多くの逆風に直面せざるをえず、そのため、投資家は常に資産のバリュエーションを見直す必要があります。超緩和的な金融政策が著しい混乱を生じさせているため、資産のバリュエーションは安定していません。資産価格の上昇が続くというシナリオと価格が下落するというシナリオを想定することができます。現状、価格が安定を保つというシナリオは想定されず、また、流動性が改善し、許容できるリターンを生み出すために逆張りのアプローチが必要とされなくなるというシナリオも想定されません。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
関東財務局長（金商）第 1029 号
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2016年5月16日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分に読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。